

# **Mercado de capitais e crescimento econômico**

**lições internacionais, desafios brasileiros**

Edmar Lisboa Bacha

Luiz Chrysostomo de Oliveira Filho

ORGANIZADORES

contra  
CAPA

ANBID

IEPE | CdG  
Rio de Janeiro

## **Avanços e desafios na reforma do mercado de capitais brasileiro**

O mercado de capitais brasileiro passou nos últimos anos por muitos avanços que merecem destaque, apesar de continuar excessivamente dependente de recursos externos, muitas vezes volúveis, em razão da poupança doméstica pouco expressiva. À medida que a economia voltar a crescer, para dar sustentabilidade ao crescimento serão necessárias condições de financiamento em moeda nacional que permitam às empresas brasileiras competir tanto no mercado doméstico quanto no exterior.

O Plano Real não só gerou preços estáveis, como fez renascer o valor da moeda para uma geração que se acostumara a uma constante dança de siglas e índices. O regime fiscal deu transparência às contas públicas e aumentou o grau de acompanhamento e vigilância da sociedade sobre o governo. O *disclosure*, por exemplo, tornou-se parte do vocabulário das firmas, tendo o Brasil se antecipado a algumas tendências internacionais com a introdução do Novo Mercado pela Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), a reforma da Lei das Sociedades Anônimas, as regras de enquadramento dos investimentos de fundos de pensão e seguradoras, e os regulamentos e a vigilância da Comissão de Valores Imobiliários (CVM).

Neste artigo, tratarei de questões relacionadas ao estímulo à participação do setor privado no financiamento do desenvolvimento, ao papel do

Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) nesse processo, ao fomento da poupança de longo prazo e, por fim, a alguns obstáculos que dificultam o desenvolvimento do mercado de capitais.

### **O financiamento do mercado de capitais pelo setor privado**

O ano de 2004 foi notável para o mercado de capitais. Vimos diversas ofertas públicas de ações, assim como a emissão no exterior de títulos em moeda nacional. Nas emissões de ações, as empresas optaram por vender ações ordinárias, que passaram a ser demandadas pelos investidores para financiar novos projetos de crescimento. Os investidores responderam bem e muitas empresas hoje olham o mercado acionário como uma alternativa de financiamento. Vê-se um processo de amadurecimento nas empresas cujos controladores, em geral de terceira geração, definiram mecanismos sucessórios para sua administração. Sabemos que mudanças positivas na governança permitem preservar o legado dos fundadores, mas também adaptá-lo às novas exigências do mercado e da concorrência. Ao mesmo tempo, há cada vez mais investidores que questionam as estratégias adotadas pelas empresas brasileiras, utilizam métricas que as comparam com outras semelhantes no exterior e não aceitam um tratamento de segunda classe.

Tanto o desenvolvimento do mercado de capitais quanto a consolidação de marcas empresariais exigem consistência e visão de longo prazo. Uma má experiência de um investidor tem conseqüências posteriores, podendo custar muito para ser revertida. O rigor na emissão, portanto, é crítico para as empresas, assim como os intermediários precisam ser muito cautelosos para evitar o aparecimento de bolhas de valorização em um futuro próximo. Não podemos nos contentar com o saldo positivo de um bom ano. Obviamente, fatores exógenos sempre ocorrem, mas é necessário que emissores e investidores acreditem que a ação comprada hoje terá mercado amanhã. Não basta depender de uns poucos investidores institucionais e algumas fontes oficiais de recursos. É fundamental o estímulo à entrada de novos atores que ajudem a aprofundar o mercado, como a possibilidade de participação de pessoas físicas no movimento diário da BOVESPA e na experiência do Tesouro Direto.

Nesse contexto, o Plano Diretor do Mercado de Capitais de 2002 e os mecanismos de auto-regulação da ANBID têm tido papel importante na consolidação de um mercado saudável. Devemos, no entanto, prosseguir na elaboração de novos instrumentos e modalidades de financiamento. O governo brasileiro, por intermédio de instituições oficiais, pode ser decisivo no estímulo à criação de um mercado secundário de debêntures privadas. É de interesse público permitir que empresas de maior porte tenham acesso ao mercado de capitais, liberando, dessa maneira, recursos escassos de fontes oficiais para outras empresas que não estejam no mesmo estágio de desenvolvimento. Respalhada por regras claras, uso de *rating* de crédito e limites de concentração, seria interessante, por exemplo, a criação de uma linha de liquidez para esses títulos por períodos de, por exemplo, seis meses, em que as instituições se utilizassem desse instrumento para temporariamente “carregar” papéis. Estas teriam o compromisso de “fazer mercado” para os títulos e poderiam ser bonificadas ou descredenciadas, caso não mantivessem performance adequada.

Em outras palavras, a existência do crédito corporativo é fundamental para as empresas que não podem depender apenas dos financiamentos lastreados por bens ou pelo fluxo de recebíveis. Como a experiência internacional mostra, a utilização de empréstimos e derivativos de crédito fortalece o sistema financeiro como um todo, pois o conteúdo das informações contidas nos preços serve de instrumento de avaliação para o mercado e é importante tanto para os bancos que concedem empréstimos quanto para os investidores em geral.

### **O papel do BNDES**

Nessa direção, deve-se também estimular o co-financiamento de operações de longo prazo no Brasil. Pode haver uma alocação ineficiente de recursos quando o BNDES financia operações consideradas muito atraentes – como as da Petrobras, por exemplo, que tem pleno acesso ao mercado de capitais e aos mercados internacionais – porque acredita ter uma percepção da taxa de risco melhor que a do mercado, ou seja, a capacidade de emprestar recursos a custos mais baixos. O BNDES não deve substituir recursos privados que poderiam financiar projetos de grandes empresas, inclusive

da própria Petrobras. Considerada a limitação da alavancagem de qualquer instituição financeira, pode tratar-se de uma escolha equivocada. O BNDES vem atendendo a projetos de montantes muito elevados que poderiam ser financiados por bancos ou pelo mercado de capitais, quando o mais importante é que financie setores que não encontram acesso ao mercado de capitais, como pequenas e médias empresas que demandam complementação de financiamento, prazos maiores ou taxas de empréstimos menores que as empresas de grande porte.

Parece-me, em todo caso, falsa a questão "o BNDES é imprescindível ou não ao país?". Há diversos exemplos de países que tiveram dificuldade de financiar o desenvolvimento nos últimos anos, como a Argentina, que destruiu seu banco de desenvolvimento. Algumas experiências razoavelmente bem-sucedidas na utilização de financiamentos públicos para o setor privado, como o Chile, cujo mercado de capitais é mais potente, e o próprio México, que quebrou o seu banco de desenvolvimento e teve necessidade de recapitalizá-lo com recursos da sociedade, mostram que prescindir do BNDES não é o caminho. O BNDES foi fundamental nos últimos 53 anos por se ter adaptado à realidade de seu tempo e preservado a excelência de seus quadros. A realidade do mundo globalizado exige agora um outro tipo de resposta para que a instituição, mesmo com o porte que tem, não se transforme em um obstáculo ao crescimento.

Os recursos do BNDES precisam ser usados com moderação. Nos dois últimos anos, vê-se que, na busca de definir o papel do Banco na retomada do crescimento, a chamada política industrial não foi implantada. Os quatro pilares anunciados pelo governo Lula – bens de capital, semicondutores, fármacos e *software* – não se traduziram em ações cujos resultados práticos ou desembolsos tenham sido divulgados. A sociedade só poderá medir os benefícios dessas novas políticas verticais por intermédio da divulgação dos resultados, e os ganhos só existirão caso gerem maior produtividade, eficiência e criação de empregos sustentáveis.

Há várias formas pelas quais o BNDES pode ajudar a induzir o crescimento do mercado de capitais de longo prazo. À medida que o mercado privado alongar prazos e aceitar riscos mais elevados, ele poderá, por exemplo, retirar-se desse mercado e atuar em áreas em que não existe financiamento privado. Várias possibilidades foram debatidas ao longo dos últimos anos, entre as quais a emissão de debêntures, com um inde-

xador atrelado a índices de preços mais aceitos pelo mercado, em vez da utilização exclusiva da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), permitindo ao tomador opções de um *mix* de recursos para seus projetos. A participação privada, por sua vez, foi estimulada nesses casos por uma *put* contra o banco, a ser exercida caso fosse gerado um evento de iliquidez. Esse exemplo ilustra que, em muitos casos, a razão da percepção privada negativa em relação ao crédito de longo prazo são riscos que poderiam ser bancados, se houvesse acesso a alguma forma de co-financiamento ou mitigação de risco. Houve experiências positivas do BNDES nesse sentido no passado e essas podem ter continuidade.

Um outro ponto importante é que o ativo de uma instituição financeira precisa ter diversificação setorial. Não pode haver concentração excessiva de tomadores. O BNDES utilizou alguns instrumentos interessantes para lidar com esse problema, junto com instituições privadas. Por exemplo, empresas que emitissem títulos e que quisessem ter acesso a um percentual maior no financiamento de seu projeto poderiam obter volume maior de recursos ou *spread* de risco menor, desde que aceitassem um nível de governança corporativa mais alto. Nos casos em que o banco garantisse 30% de uma emissão nesses termos, o setor privado seria induzido a analisar as parcelas restantes. Essa foi uma das formas propostas pela instituição para que ela participasse de um trabalho *com* e não *contra* a iniciativa privada.

Pois bem, a continuidade de procedimentos como esse deve ser cobrada do BNDES, já que isso ajuda a dinamizar o papel do banco. Há, por exemplo, a possibilidade de utilização de recursos do Tesouro Nacional pelo BNDES, como o Fundo de Garantia à Exportação e o Moderfrota, dirigido à agricultura. Esses programas estão no orçamento, com custos explicitados para a sociedade e aprovados em seus fóruns competentes. O BNDES pode ser agente do Tesouro Nacional, assim como outras instituições federais o são. É importante, contudo, que a sociedade tenha noção daquilo que as políticas públicas apóiam. Devem ser efetivamente cobradas explicações sobre qual é a utilização desses recursos, principalmente para que não se volte à velha prática da escolha de vencedores ou "hospital" de empresas.

Parece-me importante destacar ainda o papel da BNDES Participações S.A (BNDESPar). O ciclo do capital de risco passa por diversas fases, desde o *venture capital* e as empresas emergentes até o *private equity* e as empresas listadas em Bolsa. Não existe a possibilidade de desenvolver um está-

gio sem a presença do seguinte, que se constitui no mecanismo de saída para os investidores do estágio que lhe precede. A BNDESPar não somente participa diretamente de todos esses segmentos, como também ajudou a fomentar a criação de fundos e de novos instrumentos. Trata-se de uma indústria nascente com recursos humanos e financeiros que o país teve oportunidade de criar e que não pode ser deixada de lado, pois pela carteira da BNDESPar passaram projetos que se tornaram grandes empresas, como a Embraer e a Aracruz.

Esta atividade, no entanto, é eminentemente de mercado e o BNDES precisa entender que sua participação em cada uma das operações deve ser limitada para que a referência de mercado permaneça. Não se trata de escolher ser minoritário no capital das empresas de que participa, mas sim de induzir a busca de outros parceiros. Ao mesmo tempo, é fundamental “alimentar” os demais estágios, a fim de gerar interesse de investidores com diferentes apetites de risco. A disciplina do desinvestimento deve ser permanentemente observada, e o BNDES soube, ao longo dos anos, apesar do porte de sua carteira, criar demanda adicional com lucratividade para suas participações. Essas ações são fundamentais para viabilizar o crescimento das empresas brasileiras.

### **Poupança de longo prazo**

Além de todas as iniciativas mencionadas, o BNDES fez muitos esforços para estimular a poupança de longo prazo no país. Creio que a operação de venda pulverizada de ações da Petrobras em 2000 e da Companhia Vale do Rio Doce em 2002 contribuíram muito para isso. Um grande número de trabalhadores participou das duas operações, que foram, para muitos deles, as primeiras experiências no mercado acionário. Naturalmente, a utilização do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) e a ampla campanha publicitária foram críticas. O governo, todavia, manteve a preocupação de esclarecer os riscos, explicar que se tratava de um investimento de longo prazo e não garantir qualquer rendimento mínimo ou a preservação do capital. Essa boa experiência abriu espaço para operações futuras, comprovado pela participação de pessoas físicas nos lançamentos de ações ocorridos em 2004.

O crescimento de produtos de previdência, como o Plano Gerador de Benefício Livre (PGBL) e o Vida Gerador de Benefício Livre (VGBL), também demonstra o interesse de investidores em pensar no longo prazo. É importante incentivar a criação de produtos que tenham características semelhantes aos fundos mútuos, mas com tributação diferente, visto que isso permite entendimento e comparação mais fáceis para o investidor. A indústria de seguros, por sua vez, pode ter grande impulso, caso o Instituto de Resseguros do Brasil (IRB) seja privatizado e o custo de colocação de novos produtos diminua. Já a privatização do FGTS permanece uma questão polêmica. Apesar de acreditar que a concorrência é benéfica e que os indivíduos devem ser co-responsáveis pela gestão de seu pecúlio, como nos fundos de pensão com contribuição definida, talvez a questão não seja oito ou oitenta. A sociedade deve poder questionar a aplicação e utilização do FGTS de forma mais eficaz, já que se trata de recursos dos trabalhadores.

Em 2000, procurou-se permitir que, na margem, por meio de vendas de ações em operações pulverizadas, os trabalhadores gerissem parte de seus recursos depositados. Criaram-se os Fundos Mútuos de Privatização (FMP), com a possibilidade de diversificação da carteira por intermédio de instituições financeiras possuidoras de Fundos de Investimento em Títulos e Valores Mobiliários – Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FI-TVM-FGTS) Carteira Livre. Assim, por exemplo, 5% do FGTS poderia ser gerido pelos participantes em instituições de livre escolha, para a compra de futuras colocações de ações no mercado, sem que a estrutura de ativos e passivos do FGTS se desequilibrasse ou fossem geradas pressões políticas opostas em decorrência de uma possível redução do financiamento para saneamento e habitação. Essa é outra área em que se pode começar a trabalhar. Alguns ativos prontos para serem alienados pelo Banco do Brasil podem ser utilizados nessa direção, ocorrendo o mesmo com a carteira de ações Papéis Índice Brasil Bovespa (PIBB), recentemente lançada, ou ainda com as ações da carteira da BNDESPar.

### **Obstáculos ao desenvolvimento do mercado de capitais**

Nos próximos anos, o mercado de capitais será fundamental na viabilização do financiamento de projetos e na redução do custo de capital das

empresas brasileiras. Não se trata de algo simples, já que isso depende de estabilidade macroeconômica, cumprimento de contratos e continuidade das reformas. As alterações legais e o aperfeiçoamento institucional terão de continuar a se ajustar aos padrões internacionais. Se a competição por capitais deixar o domicílio de empresas sediadas no Brasil em desvantagem, teremos de aprimorar as regras para atrair novos recursos. Entre os exemplos da distância que estamos de outros países desenvolvidos, basta citar a morosidade na solução de processos, especialmente no que tange às questões financeiras, que a cada dia se tornam mais complexas.

Ainda assim, a importância dos atores do mercado deve ser ressaltada, já que a auto-regulação pode continuar a se antecipar e, em certos casos, eliminar a necessidade de uma nova legislação. Melhores práticas de governança corporativa devem ser exigidas pelos investidores, que, por sua vez, precisam manter uma postura proativa em seus investimentos. Isso exige independência, pois cada vez mais aspectos importantes para a sustentabilidade de longo prazo das empresas se ligam à avaliação da estratégia e da gestão, exigindo um monitoramento dos investimentos que ultrapassa largamente a análise dos resultados trimestrais. É positivo o fato de que vários investidores institucionais estejam publicando seus códigos de governança, mas precisamos continuar a estimular a capacitação dos profissionais e o estabelecimento de *benchmarks* ou comparações com gestores independentes.

No que diz respeito aos intermediários financeiros, apesar de terem melhorado bastante a qualidade das informações prestadas em emissões e o tratamento de conflitos de interesse, possuímos uma tradição de investimento acionário mais curta que a de outros países. Muitos investidores entraram no mercado recentemente. O processo educacional é fundamental e o trabalho de *due diligence* deve ser mais profundo que o atualmente exigido, pois, nos momentos de expansão, a busca de operações e, portanto, de *fees* pode gerar excessos que certamente ocasionarão perdas no caso de uma reversão do mercado.

Os próprios emissores precisam ter uma visão de longo prazo. Uma operação mal estruturada ou precificada acarretará prejuízos futuros elevados. É importante, por exemplo, que no âmbito dos Conselhos de Administração as empresas reavaliem imparcialmente suas estratégias de mercado, e que o façam periodicamente.

O papel e a responsabilidade dos Conselhos de Administração no Brasil crescerá no futuro, pois só agora os processos de seleção e avaliação de conselheiros se formalizam. A diversidade nos conselhos tem proporcionado experiências e pontos de vista distintos, o que é frutífero para as empresas em seus planos de crescimento. A presença de conselheiros independentes também é relevante para acompanhar a aderência aos valores estabelecidos pelos acionistas. Temos de lembrar que não há como conviver com emissores que atuem no mercado informal, resultando daí que parte relevante da economia brasileira só pode participar do mercado de crédito por intermédio da obtenção de capital de giro ou de operações com garantias específicas. Isso certamente gera uma grande falta de incentivo à criação de empresas competitivas e à possibilidade de que o país realmente se insira na economia global com oferta de empregos e crescimento sustentável.

As empresas emissoras não são, em geral, as pequenas e médias. É fundamental, portanto, realizar esforços no sentido de desenvolver um mercado de acesso. Assim como cada ciclo de investidores necessita do próximo para ter liquidez, é importante que as empresas entendam como podem graduar para as próximas etapas e saibam com que benefícios passarão a contar. Como se trata quase sempre de empresas pequenas e médias, o estímulo à realização de operações de valores menores exige a criação de fundos com esse objetivo específico. Processos de emissão podem ser simplificados, mas somente gestores especializados terão foco nessas empresas. Os investidores institucionais devem considerar que investimentos alternativos precisam ter espaço na alocação de ativos, mesmo que em percentual pouco expressivo.

Por fim, não há como escapar do fato de que o governo, apesar de ter instrumentos para incentivar o mercado de capitais, representa o principal obstáculo ao seu desenvolvimento. Sendo o maior emissor, sem uma drástica redução decorrente de corte de gastos e da manutenção de superávits primários, a atual participação da dívida pública no PIB não deixará espaço para que o mercado privado cresça. O esforço fiscal que vem sendo realizado precisa continuar por muitos anos. Paralelamente, muito pode ser feito para estimular a poupança doméstica. O interesse das pessoas físicas na gestão de seus recursos estimula a indústria de intermediários e de gestores independentes, e a vinda de empresas para o mercado de capitais

após a adesão ao Novo Mercado criará um paradigma a ser copiado por outras já existentes. É preciso, então, que os emissores privados sejam estimulados a emitir no mercado doméstico. A Petrobras, por exemplo, teve enorme sucesso na venda de debêntures no varejo para pessoas físicas.

Agentes de governo podem igualmente estimular o co-financiamento e o desenvolvimento de um mercado secundário. A atenção à criação de liquidez em diversos estágios de investimento exige que gestores se especializem e que “vendam” para o próximo investidor da cadeia. Em outras palavras, os agentes públicos que têm horizonte de investimento mais longo precisam manter a disciplina de realizar o investimento complementar e de não querer competir com o setor privado.

Em particular, o orçamento do BNDES deve financiar cada vez mais a menor parcela possível de projetos, a fim de que bons projetos busquem outras fontes de recursos. O Brasil dispõe de um mercado doméstico com potencial extraordinário, bem como de tecnologia e recursos humanos. Resta haver interesse por operações de prazo mais longo. Isso, todavia, só ocorrerá de forma gradual e sem imposições de fora, ou seja, com segurança e sem voluntarismos. Nessas condições, o setor privado terá como fazer a sua parte e as empresas brasileiras reunirão condições para competir e crescer.

## Sinopse

## **Em direção a uma agenda de reformas<sup>1</sup>**

A desaceleração do crescimento econômico brasileiro desde 1980 reflete, em larga medida, o ritmo lento da acumulação de capital que caracteriza o país desde então. Em razão desse diagnóstico, a criação de um ambiente de negócios favorável aos investimentos, em particular àqueles realizados pelo setor privado, torna-se prioridade da política econômica.

O aprofundamento do sistema financeiro tem sido uma das dimensões enfatizadas nesse processo de reformas pró-investimento, servindo de motivação para medidas que vão da maior integração de pequenos tomadores ao mercado de crédito à melhor proteção de credores e acionistas minoritários. São exemplos desse processo, de um lado, o crédito consignado em folha e o fomento ao microcrédito e às cooperativas de crédito; de outro, as mudanças na Lei das Sociedades Anônimas e na Lei de Falências, assim como alterações mais pontuais em regulações e instituições que delimitam o acesso à informação e os direitos dos investidores externos às empresas

<sup>1</sup> Agradeço os comentários de Ana Novaes e Edmar Lisboa Bacha a uma versão preliminar deste texto.



*vis-à-vis* seus controladores e outras partes interessadas, por exemplo, o fisco e os trabalhadores. Essas medidas partilham o objetivo de permitir que empresas e famílias se financiem com mais facilidade, em prazos mais longos e com custos mais baixos.

Em que pese o sucesso localizado de algumas dessas iniciativas, seu impacto tem sido relativamente modesto. O mercado financeiro brasileiro continua pequeno dado o nível de renda do país, muito concentrado no curto prazo e dominado por operações com títulos públicos. O volume de crédito bancário para o setor privado é baixo e o mercado de capitais, limitado. O custo de capital continua elevado, em especial para as famílias e as pequenas empresas, que têm dificuldade de aumentar seus ativos, de acordo com condições de custo e prazo compatíveis com o retorno de seus investimentos.

Foi com esse pano de fundo que a ANBID e o IEPE/CdG celebraram um convênio para fomentar análises sobre medidas que melhorem o desempenho do mercado de capitais brasileiro e potencializem seu impacto sobre o desenvolvimento do país. Entre outras iniciativas, esse convênio levou à realização de dois seminários sobre o tema. O objetivo deste texto é resumir os principais pontos discutidos nesses dois encontros. Está dividido em duas seções: a primeira, mais longa, resume as discussões; a segunda apresenta as principais conclusões e recomenda temas para futuros estudos.

### **Barreiras ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro**

O mercado de capitais brasileiro tem encontrado, historicamente, muitos obstáculos ao seu desenvolvimento. Recentemente, porém, algumas dessas barreiras começaram a ser removidas, e qualquer discussão acerca do que falta fazer deve reconhecer esses progressos. Parte deles ocorreu na esfera macroeconômica, com o fim da alta inflação, o ajuste parcial das contas públicas e a introdução dos regimes de câmbio flutuante e metas de inflação. As reformas estruturais, como a privatização de determinados setores e o aumento da integração à economia mundial, em suas várias dimensões, foram outros passos importantes.

Progrediu-se muito também na modernização da infra-estrutura institucional e operacional do mercado de capitais. Em contraste com muitos países em desenvolvimento, que ainda engatinham, por exemplo, na criação de mecanismos de custódia e liquidação, o Brasil possui infra-estrutura operacional de suporte ao mercado de capitais bem desenvolvida e razoavelmente consolidada: o Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic) está em operação há 25 anos, a Câmara de Custódia e Liquidação (Cetip) há quase o mesmo tempo, implementou-se o Sistema Brasileiro de Pagamentos (SBP), há instrumentos modernos de registro de devedores, e assim por diante. Toda a infra-estrutura física está implantada, em uso e com margem para uma significativa expansão dos negócios sem necessidade de novos e vultuosos investimentos.

Houve ainda grande avanço na reforma do aparato regulatório do mercado de capitais. Destacam-se, nessa área, as melhorias introduzidas pela nova Lei das Sociedades Anônimas, o fortalecimento da Comissão de Valores Imobiliários (CVM) e o aprimoramento da auto-regulação do setor, com destaque para a participação da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) e da ANBID.<sup>2</sup> O Novo Mercado, criado pela Bovespa, e os códigos da ANBID são exemplos do que a auto-regulação pode fazer pelo desenvolvimento do mercado. Ao mesmo tempo, foram registrados aperfeiçoamentos na supervisão bancária que vêm colaborando para a boa saúde das instituições financeiras, a qual é, em companhia do elevado capital humano do setor, importante pré-condição para o desenvolvimento do mercado de capitais.<sup>3</sup>

Para alguns participantes do seminário, o reconhecimento de que se avançou muito nos últimos anos – tanto na criação de uma moeda estável quanto na definição de um marco regulatório suficiente – sugere que a explicação para o ainda modesto desenvolvimento do mercado de capi-

<sup>2</sup> O artigo de Nilson Teixeira neste volume discute as reformas mais importantes relativas no mercado de capitais realizadas nos últimos anos. Ver também Rocca (2004).

<sup>3</sup> Já como reflexo desses avanços e do bom momento vivido pela economia, foi registrada em 2004 a oferta de mais de R\$ 5 bilhões de reais em ações no mercado, dos quais 90% referentes a emissões primárias de empresas, todas com bom padrão de governança corporativa.

tais brasileiro, na condição de intermediário da poupança financeira de longo prazo, tem de ser procurada em outras áreas. Muitas intervenções, contudo, afirmaram que o progresso nessas duas áreas foi parcial e que há necessidade de aprimorar o ajuste macroeconômico e a regulação do mercado de capitais para que este se desenvolva.

### **A necessidade de avançar no ajuste macroeconômico**

A discussão encaminhada nos dois seminários deixou clara a centralidade da atuação do governo para o desenvolvimento do mercado de capitais, seja para promovê-lo, seja para dificultá-lo. O setor público exerce papel decisivo no estabelecimento de um bom aparato regulatório, nas emissões de referência (*benchmarks*) para os títulos privados, com a criação de liquidez em pontos selecionados da curva de juros, e na expansão dos investidores institucionais, ao estabelecer incentivos que influenciam suas aplicações. A reforma da previdência, por exemplo, dependendo de como se concretize, pode facilitar o desenvolvimento do mercado de capitais não apenas pelo fluxo de novos recursos, mas também pela alocação do estoque e o tratamento dado ao passivo que o setor público tem com os atuais contribuintes.<sup>4</sup>

O debate, contudo, privilegiou o outro lado da questão: a barreira que o incompleto ajuste macroeconômico realizado pelo país representa à expansão do mercado de capitais, e que foi considerado por um dos participantes “o calcanhar de Aquiles da situação brasileira”. Destacou-se, nesse contexto, o empecilho representado pelo desequilíbrio fiscal e suas repercussões sobre a política monetária e a estrutura da dívida pública.<sup>5</sup> Os elevados valores do déficit e da dívida bruta do setor público, que exi-

<sup>4</sup> O texto de Ana Novaes neste livro discute como alguns países usaram a reforma da previdência para fomentar o desenvolvimento de seus mercados de capitais.

<sup>5</sup> A situação macroeconômica também afeta o mercado em razão de seu impacto sobre a demanda de recursos pelas empresas. Quando a economia não cresce, as empresas reduzem seus investimentos e, conseqüentemente, têm menos necessidade de contar com recursos de terceiros para financiá-los.

gem a contínua emissão de grande volume de títulos, em relação ao tamanho do mercado, sobrepõem-se às emissões privadas. Além disso, a alta taxa de juros paga pelos títulos públicos estabelece piso elevado para o custo das emissões privadas, que é difícil de ser superado pelo retorno dos investimentos a serem financiados, tornando-os pouco interessantes para quem toma os recursos e mesmo para quem os aplica, haja vista o risco de inadimplência. Também para instrumentos de renda variável, com os altos juros pagos pelo governo, estabelece-se “uma briga desigual” que trava o desenvolvimento desse mercado. Por fim, a dificuldade do setor público em alongar o prazo de seus títulos torna essa tarefa mais difícil ainda para os investidores privados, reduzindo o interesse no mercado de capitais como fonte de recursos.

Na análise feita por Ana Novaes, tornou-se clara a importância de boas condições macroeconômicas para o desenvolvimento do mercado de capitais. As economias emergentes com mercado de capitais relevante têm inflação baixa e dívida pública pequena e com bom perfil. Mais que isso, a transição para essa situação, que levou à queda dos juros e ao estabelecimento de um círculo virtuoso em relação à dívida pública, parece ter precedido e propiciado uma descontinuidade no desenvolvimento do mercado de capitais.

Tendo em vista que o Brasil também vem melhorando seus indicadores macroeconômicos, impõe-se a questão de definir qual o ponto de mutação nesse processo, o patamar de ajuste macroeconômico que cria as condições necessárias para uma forte expansão do mercado de capitais. A experiência internacional sugere que essa descontinuidade se dá com a conquista da classificação “grau de investimento” (*investment grade*) pelas agências internacionais de avaliação de risco. Sem isso, permaneceriam restrições institucionais, já que uma classificação de risco soberano inferior a essa compromete a entrada no país dos recursos de alguns grandes investidores institucionais estrangeiros.

O aprofundamento do ajuste macroeconômico até o ponto que permita ao país ser classificado como “grau de investimento” é, portanto, fator crucial para o desenvolvimento de seu mercado de capitais.

## Tributação

Vários participantes identificaram a carga tributária como outra das principais barreiras à expansão do sistema financeiro, e da economia em geral, no Brasil. Três aspectos foram enfatizados. O primeiro diz respeito ao tamanho da cunha fiscal na intermediação financeira. Os elevados tributos pagos pelo poupador, pelo intermediário e pelo tomador final dos recursos tornam o custo do capital para o tomador e a remuneração líquida do aplicador muito distantes. Incluem-se nessa conta os impostos em si e também os depósitos compulsórios.<sup>6</sup>

O segundo aspecto diz respeito à qualidade da tributação, considerada ruim e prejudicial à intermediação financeira e ao crescimento em geral. Esses dois aspectos não podem ser dissociados da questão fiscal, em especial do objetivo de obter elevado superávit primário em um contexto de expansão dos gastos primários. Como lembrado por um dos participantes, é a despesa e não o imposto que define a carga tributária. Assim, para tornar viável a redução da tributação sobre o mercado de capitais, deve-se cortar gastos públicos ou sugerir fontes substitutas de receita pública.

A falta de estabilidade das regras tributárias, isto é, a frequência com que se altera a taxa sobre as operações financeiras, foi o terceiro aspecto considerado. Diversos presentes consideraram esse problema ainda mais importante que o alto nível dos impostos, uma vez que a instabilidade tributária gera risco comparável ou mesmo maior que o risco intrínseco às operações. Mesmo que um analista financeiro fosse capaz de prever com exatidão os estados da natureza relevantes para determinar o retorno bruto de um investimento, o risco após o pagamento dos tributos permaneceria muito grande. Entre outras conseqüências, essa instabilidade contribui para encurtar os prazos das operações financeiras, afetando

<sup>6</sup> Como lembrou Dionísio Dias Carneiro, o economista Franco Modigliani, em visita ao Brasil, observou que a taxa incidente sobre a intermediação financeira, ao tributar a um só tempo a poupança e o investimento, opunha-se ao desenvolvimento. De acordo com Costa e Nakane (2004), os tributos e compulsórios respondem por 21% do *spread* bancário, mas esse total não inclui a tributação sobre o poupador. O custo administrativo, a inadimplência e a margem dos bancos, em proporções mais ou menos iguais, são outros componentes relevantes.

a economia em geral e sendo especialmente prejudicial à intermediação financeira, uma vez que esta é levada a trabalhar de forma muito avançada e necessariamente voltada para o futuro.

Parte dessa instabilidade resulta do que se definiu como um “jogo de gato e rato” entre o mercado financeiro e a Receita Federal. Dada a elevadíssima carga tributária incidente sobre as empresas formais, parte significativa de sua gestão financeira tenta encontrar formas de diminuir a tributação. A reação da Receita incorpora esse espírito com o objetivo oposto: limitar as possibilidades de evitar a tributação, levando à constante mudança de regras. Como sugerido por um dos participantes, é como se a Receita Federal tivesse um “portfólio de *calls*” sobre o investidor e o intermediário financeiro.<sup>7</sup> Somam-se às iniciativas de ambos as decisões da Justiça: lentas, variadas, imprevisíveis e freqüentemente calcadas em liminares, algumas com sobrevida superior a dez anos. Esse tiroteio, muitas vezes, acerta operações que não estavam desenhadas em função do planejamento tributário.

Lembrou-se, contudo, que nem toda instabilidade resulta desse “jogo de gato e rato”, nem é necessariamente ruim. Como argumentado, o sistema tributário é algo vivo, cuja eficiência é maior quando as regras podem ser aperfeiçoadas com o tempo e definidas especificamente para cada setor. Há mudanças positivas, como a reformulação, feita no governo Fernando Henrique Cardoso, do Imposto de Renda das empresas, a qual deu maior racionalidade à tributação, eliminou a correção monetária e instituiu a figura dos juros sobre capital próprio. Em contrapartida, a perenidade de regras tributárias originalmente transitórias, como a Contribuição Provisória sobre Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos de Natureza Financeira (CPMF), de outubro de 1996, é algo ruim.

Dados os incentivos existentes, em particular o valor elevado da carga de impostos, parece improvável uma mudança significativa, seja dos investidores, seja da Receita. Ainda assim, o problema poderia ser reduzido, por

<sup>7</sup> A mudança do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) em 1998, a fim de evitar que aplicações em renda variável fossem transformadas em renda fixa e reduzissem o imposto devido, foi um dos exemplos citados.

exemplo, com o impedimento da retroatividade das alterações nas regras tributárias, isto é, sua aplicação sobre operações financeiras já realizadas, mas ainda não concluídas. Uma variante seria a ampliação no tempo e na abrangência das exigências de anterioridade tributária hoje existentes. Essa proposta, contudo, implica dificuldade de fiscalização e provável aumento da burocracia. Além disso, não se deve esquecer o conflito entre, de um lado, a intenção de perenizar regras e, do outro, o desejo de implementar uma reforma tributária, particularmente quando essa promete ser um longo processo que exigirá mudanças constantes no Código Tributário e na Constituição.

Foram abordadas ainda três outras questões sobre os entraves que a estrutura tributária impõe à intermediação financeira. O primeiro se refere à dificuldade criada pela CPMF para o desenvolvimento de um mercado secundário ativo e profundo que dê liquidez às aplicações em emissões primárias.<sup>8</sup> O segundo diz respeito ao papel que a política tributária pode ter em alongar os prazos das operações financeiras e estimular o próprio mercado. Embora a contribuição de Ana Novaes mencione como isso foi feito em outros países emergentes, alguns participantes se mostraram céticos quanto à possibilidade de estender os prazos das aplicações financeiras no Brasil atual em decorrência apenas dos incentivos tributários.

O terceiro entrave discutido girou em torno do trinômio tributação, informalidade e abertura do capital das empresas. A principal divergência a esse respeito se deveu ao tamanho da informalidade no Brasil: esta, quando medida pela proporção de impostos não pagos, não parece ser tão alta, dado que a substituição tributária faz com que atividades de outra forma informais também paguem tributos.<sup>9</sup> Em contrapartida, houve concordância com o fato de que a elevada carga tributária leva à informalidade

<sup>8</sup> A dificuldade técnica de implementar um esquema de isenção tributária é o principal impedimento à resolução desse problema.

<sup>9</sup> De acordo com um dos participantes, em 1999, a Secretaria da Receita Federal, com base nos dados da CPMF para 1998, calculou que, somando-se evasão, elisão, isenção e outros benefícios tributários, haveria uma "renúncia" total de 34% da receita tributária potencial. Uma atualização dessa estimativa com dados de 2000 inferiu que 29,5% do total de tributos não são arrecadados. Análise semelhante para os Estados Unidos chegou à estimativa de 18% para esse indicador. Os valores para o Brasil contrastam com estimativas do Banco Mundial que indicam que a economia informal responderia por aproximadamente 40% do PIB brasileiro.

e acaba desestimulando as empresas a dar a suas contas a transparência exigida das companhias abertas.

Em outros termos, uma empresa fechada tem mais facilidade que outra aberta de administrar a carga tributária, uma vez que a última tem obrigação de realizar *disclosures* trimestrais detalhados e fidedignos. Essa obrigação daria às empresas fechadas uma vantagem competitiva que anularia o custo mais baixo das companhias abertas em obter recursos de terceiros. Seria interessante investigar, por exemplo, que redução na carga tributária é necessária para cancelar a vantagem competitiva de que gozam as empresas fechadas, mesmo incorrendo em um custo de capital mais alto.

É desse contexto que decorre o conflito entre boa governança corporativa e planejamento tributário. De acordo com um dos participantes, metade das empresas analisadas pelos investidores institucionais não passa na fase de *due diligence*, levando à concentração do mercado acionário em um número não muito grande de empresas e dificultando a diversificação dos ativos dos investidores institucionais, cujo tamanho vem crescendo rapidamente no Brasil, a exemplo do que ocorre em outros países.

Para as pequenas e médias empresas, em particular, o custo de oportunidade tributário parece representar uma barreira fundamental à abertura do capital, tornando-se também um impedimento à obtenção de financiamento no mercado de capitais. O grau de assimetria informacional criado pelo planejamento tributário entre a empresa e quem a financia é uma diferença importante entre o crédito bancário e o financiamento via mercado de capitais: o banco em que a empresa tem conta e desconta seus recebíveis pode estimar sua saúde financeira, mesmo que a contabilidade mantida por ela seja de má qualidade. O acionista minoritário e o investidor em títulos de renda fixa de uma empresa aberta enfrentam um grau muito mais elevado de assimetria informacional e não têm a mesma capacidade de avaliar o risco envolvido na operação, nem de monitorar o modo como ele evolui ao longo do tempo.

Como indagado por um participante, será que o Brasil conseguirá ter empresas no setor formal em quantidade suficiente para emitir todos os títulos que serão demandados pelos investidores institucionais, em especial, se o governo reduzir sua demanda por financiamento? O que fazer para que a poupança financeira chegue ao sistema produtivo, uma vez que esse é tão dependente de empresas com algum grau de informalidade?

## Governança corporativa

O último ponto introduz outro tema bastante discutido: a necessidade de fortalecer as regras de governança corporativa. O debate enfatizou a necessidade de: a) informações disponíveis para que credores e investidores possam avaliar corretamente o risco das empresas; b) justa distribuição de direitos entre acionistas controladores, de um lado, e credores e acionistas minoritários, do outro; e c) adequação da imposição (*enforcement*) das regras de disponibilização das informações e dos direitos de credores e acionistas minoritários.

A parte inicial do debate versou sobre a necessidade de melhorar a qualidade das informações à disposição dos investidores externos à empresa. Os exemplos recentes da Enron, WorldCom e Parmalat foram lembrados como provas de que o problema da má qualidade das informações ultrapassa aqueles causados pela informalidade. Mencionou-se, por exemplo, a necessidade de haver maior clareza sobre quem é responsável por fiscalizar a qualidade das informações fornecidas pelas empresas. Agências de *rating* e de fixação dos preços a serem usados na marcação a mercado por investidores institucionais, de forma a garantir que todos cotem os títulos em suas carteiras de acordo com as mesmas regras, desempenham importante papel na elevação da qualidade dessas informações<sup>10</sup>.

Além disso, a garantia da efetiva aplicação das regras de governança corporativa parece ser mais decisiva que o teor dessas regras. Como lembram os trabalhos de Hernando de Sotro (2000) e La Porta e outros (2004), a América Latina tem sido pródiga em copiar leis de países mais desenvolvidos, porém moderada em aplicá-las corretamente. Nessa direção, discutiu-se o papel das agências responsáveis pela aplicação de tais regras em três níveis. Em relação às agências reguladoras do setor, concluiu-se que é preciso fortalecer a Comissão de Valores Imobiliários (CVM), a Secretaria de Previdência Complementar (SPC) e a Superintendência de Seguros Privados (SUSEP), inclusive pagando salários compatíveis com a necessidade de contratar profissionais bem qualificados e prontos a exercer atividades de gran-

<sup>10</sup> Ver a descrição dos casos do Chile e do México analisados no artigo de Ana Novaes.

de responsabilidade<sup>11</sup>. A idéia de criar uma grande agência reguladora para o mercado financeiro, que fundisse as responsabilidades da CVM, da SPC, da SUSEP e das áreas do Banco Central responsáveis pela regulação prudencial e a supervisão dos bancos, também foi aventada. Alguns participantes defenderam essa idéia em razão da maior força que uma agência como essa poderia ter, mas outros argumentaram que a fusão seria muito difícil de ser implementada, em decorrência das diferentes culturas e situações desses órgãos. Além disso, observou-se que as competências dessa grande agência poderiam permanecer pouco claras, com seus vários setores defendendo interesses conflitantes. Nesses termos, o mais natural seria a fusão da SPC e da SUSEP, deixando as demais agências com as suas atuais responsabilidades. O assunto, de todo modo, merece análise mais aprofundada.

Foram feitas várias críticas à baixa eficiência do Judiciário em proteger os investidores externos à empresa, nas quais, entre outras evidências, citou-se estudo do Banco Mundial que mostra a situação relativa ruim do Brasil em face da mediana dos países emergentes no que diz respeito à eficiência do Judiciário. No juízo de um dos participantes, "a busca da eficiência do Judiciário é algo em que deveríamos colocar muitas fichas". Tal movimento poderia envolver, por exemplo, uma campanha elucidativa no próprio Judiciário, com o objetivo de fomentar uma melhor compreensão do papel do crédito e do credor no processo de desenvolvimento, tal como analisado por Nilson Teixeira em seu artigo.

O terceiro nível de aplicação das regras de governança corporativa discutido foi o fortalecimento da imposição das normas e a compensação do mau funcionamento da Justiça brasileira por mecanismos de auto-regulação, como vem ocorrendo na transparência das informações e dos direitos dos acionistas minoritários no Novo Mercado da BOVESPA e nos códigos propostos pela ANBID. Lembrou-se ainda que isso poderia ser feito por intermédio de um maior incentivo ao uso da arbitragem no âmbito da BOVESPA.

<sup>11</sup> Em relação à CVM, em particular, observou-se que, de um lado, os salários de seus dirigentes são baixos e que, de outro, há sobrecarga de trabalho, dada a necessidade de monitorar grande número de empresas que permanecem abertas legalmente, ainda que não na prática. Uma idéia levantada foi garantir sua autonomia financeira, a exemplo do que ocorre com outras agências reguladoras.

## Investidores institucionais

Como Ana Novaes mostrou, os investidores institucionais, em especial os gestores de poupança contratual, tiveram relevante papel no desenvolvimento do mercado de capitais em economias emergentes. Em países como o Chile e a África do Sul, que se destacam por terem mercado de capitais bastante ativo e não pertencerem a blocos comerciais integrados por economias desenvolvidas, esses investidores contribuíram sobremaneira para o alongamento dos prazos das operações, ao aproveitar que seus passivos também maturam no longo prazo e suas obrigações são relativamente previsíveis.

Essa evidência sugere que uma reforma da previdência que dê maior relevo aos fundos privados em regime de capitalização e contas individuais pode contribuir para a expansão do mercado de capitais no Brasil. O desafio, nesse caso, é financiar o elevado "custo" da transição, representado pela dívida que o setor público acumulou com os atuais aposentados, pensionistas e contribuintes da previdência, e que deixaria de ser coberta por novas entradas. Sugeriu-se, no entanto, que esse financiamento poderia ser um uso nobre para o estoque de poupança compulsória controlada pelo setor público, mesmo que insuficiente para cobrir o passivo previdenciário.

Há constatações que, na direção contrária, podem complicar esse processo. A falta de empresas com governança corporativa boa o bastante para entrar nas carteiras desses investidores é uma delas. A grande proporção de preferenciais entre as ações negociadas no mercado – ironicamente, um dispositivo pensado para estimular o mercado acionário – funciona como inibidor da maior participação dos investidores institucionais nesse mercado. Ademais, a estratégia adotada pelos fundos de pensão de se tornarem controladores das empresas não parece ter dado bons resultados, havendo ainda a grande demanda do setor público por recursos, cuja manutenção ou aumento pode vir a absorver toda a oferta extra de poupança desses fundos.

A combinação desses fatores tem feito com que, nos últimos anos, as seguradoras e as entidades abertas e fechadas de previdência, a despeito de sua contínua expansão, apliquem proporção cada vez menor de seus ativos em ações. Mesmo após a forte recuperação da Bolsa a partir do último trimestre de 2002, os fundos de pensão fechados tinham no fim de 2003

apenas 19% dos seus ativos aplicados em ações, contra 4,1% dos fundos abertos e 3,6% das seguradoras.<sup>12</sup>

A análise da experiência internacional também convida à discussão sobre a atratividade de incrementar o grau de integração internacional do mercado de capitais brasileiro. Em uma das pontas, isso seria feito com a implementação gradual da possibilidade de os investidores institucionais locais aplicarem suas reservas no estrangeiro, ajudando a aumentar a competição por esses recursos e a estimular uma melhoria na governança corporativa das empresas brasileiras. Em particular, isso evitaria que, em um cenário em que a elevada informalidade continue inibindo as alternativas de aplicação dos investidores institucionais, o rápido crescimento de suas carteiras leve a uma valorização excessiva dos papéis disponíveis no mercado doméstico e a uma indesejada concentração. Na outra ponta, seria possível abrir as Bolsas brasileiras às ações de empresas estrangeiras, tendo sido citado o exemplo da Bolsa do México, na qual são negociadas ações de dezenas de empresas americanas.

## Poupança compulsória

A sobrevivência de muitas regras e instituições criadas para estimular o desenvolvimento do mercado de capitais durante o período de alta inflação e forte intervenção estatal na economia brasileira pode ter se tornado uma importante barreira à consecução desse objetivo. Entre os exemplos lembrados a esse respeito, figuram os títulos pós-fixados, as ações preferenciais, o crédito direcionado e as várias formas de poupança compulsória.

Além disso, a expansão das operações de bancos públicos lastreadas em poupança compulsória pode estar inibindo o desenvolvimento do mercado de capitais, uma vez que esses passaram a competir pelos melhores clientes e a oferecer condições que não são replicáveis mesmo por instituições mais eficientes. Nesse caso, o uso da poupança compulsória e do subsídio creditício estendido pelos bancos públicos para selecionar a nata dos

<sup>12</sup> Informações obtidas na Internet nas páginas da Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP) e da SUSEP.

clientes de baixo risco – os mais aptos a formar uma massa crítica inicial que viabilize operações de longo prazo no mercado de capitais – soma-se à elevada carga tributária para gerar um processo de seleção adversa, em que as melhores empresas obtêm crédito dos bancos públicos e do mercado externo, e o mercado de capitais doméstico permanece restrito a uma clientela potencial de menor qualidade.

Várias intervenções nos dois encontros defenderam a redução gradual da poupança compulsória, seja eliminando os tributos que a financiam, seja flexibilizando o seu uso. Esse e outros fatores levaram à proposta de que o papel da poupança compulsória no sistema financeiro brasileiro atual seja analisado com mais atenção em uma segunda etapa do convênio ANBID e IEPE/CdG. Enquanto isso, duas alternativas foram colocadas na mesa. A primeira delas, a criação de mecanismos que dêem maior transparência à utilização da poupança compulsória para a concessão de subsídios pelos bancos públicos, exigindo que esses sejam explicitados no orçamento público e aprovados pelo Congresso Nacional, junto com outras despesas do governo, bem como permitam uma avaliação *ex-post* e independente do impacto desses subsídios sobre o desenvolvimento do país, de forma a estimular um contínuo aprimoramento de seu uso – tanto o Banco Mundial quanto o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), por exemplo, fazem esse tipo de avaliação em relação a projetos específicos e à sua estratégia de atuação nos setores e países apoiados por seus financiamentos.<sup>13</sup>

A segunda alternativa está ligada à percepção de que não deve ser papel do Estado administrar a alocação da poupança privada compulsória, o que pode ser feito, provavelmente com mais eficiência, pelo mercado de capitais. Aceito este princípio, o desafio seria colocá-lo em prática e dismantlar o sistema atual, que se teve alguma funcionalidade no passado, não a tem mais. A proposta mais simples em pauta é leiloar o direito de administrar os novos fluxos de poupança compulsória. Seria possível

<sup>13</sup> Essa proposta parece ser endossada pelo Ministério da Fazenda: “Todo programa ou política deve possuir metas e objetivos transparentes que permitam a permanente avaliação de seu desempenho relativo [...] e deve ser objeto de uma avaliação *ex-ante* dos impactos esperados, além da avaliação *ex-post* de desempenho” (Secretaria de Política Econômica 2004: 24).

do, não a tem mais. A proposta mais simples em pauta é leiloar o direito de administrar os novos fluxos de poupança compulsória. Seria possível também eliminar gradualmente os tributos que a financiam. O Programa de Integração Social e de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PIS/PASEP), por exemplo, poderia ser descontinuado, passando o seguro desemprego a ser financiado com os juros pagos pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) sobre o estoque atual de recursos. O Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), por sua vez, poderia pouco a pouco se tornar livre para ser aplicado conforme a preferência dos trabalhadores; aqueles que desejassem manter a garantia do Tesouro Nacional seriam obrigados a aplicar em títulos do próprio Tesouro.

O grande desafio, contudo, parece ser de ordem política. Para o governo, é muito cômodo controlar a intermediação entre poupança e investimento, pois isso lhe dá poder e flexibilidade. Como lembrado por um dos participantes, governar, no passado, significava fazer intermediação financeira, em especial por intermédio do Banco do Brasil, que era considerado um braço do governo. Que governo abrirá mão disso?

### Horizonte de previsibilidade

Boa parte da discussão nos dois seminários girou, de uma forma ou de outra, em torno da falta de previsibilidade em horizontes mais longos no Brasil. Esse problema, reflexo da desconfiança relacionada ao respeito às regras, faz com que os agentes econômicos não queiram postergar seu consumo ou prefiram fazê-lo mantendo posições de curto prazo, mesmo quando têm a possibilidade de manter sua poupança financeira por períodos mais longos. Essa “demanda por imediatismo”, que não se confunde com a preferência por liquidez, tem conseqüências relevantes para a maturidade dos papéis financeiros negociados no mercado brasileiro.

Como Nilson Teixeira observa em sua contribuição, a falta de previsibilidade está por trás de um dos principais paradoxos do mercado de capitais brasileiro: a convivência entre uma estrutura operacional e de recursos humanos muito desenvolvida e a atrofia no volume da intermediação financeira

de longo prazo.<sup>14</sup> Nessas condições, embora exista um sofisticado sistema de intermediação de curto prazo, o mercado de capitais e o sistema financeiro, como um todo, perdem relevância como promotores do desenvolvimento econômico, pois deixam de exercer o papel de selecionar bons projetos, fiscalizar a gestão das empresas e distribuir e alocar risco de maneira eficiente.

Conclui-se, portanto, que a extensão dos horizontes de previsibilidade da economia brasileira é essencial para a intermediação financeira em prazos mais longos. É óbvio que a agenda da previsibilidade transcende o escopo das reformas do mercado de capitais, mas devem ser registradas algumas conclusões obtidas sobre essa questão: a) utilização de uma estrutura de tributação que incentive a poupança de longo prazo. Recentemente, o governo adotou medidas nessa direção, mas pareceu haver certo ceticismo entre os participantes quanto à sua capacidade de atingir os objetivos propostos<sup>15</sup>; b) manutenção do ajuste fiscal, de forma a baixar os juros pagos por títulos do governo e de suas estatais. Com os títulos públicos oferecendo retorno do Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M) mais 8% ou 10%, as empresas não conseguem oferecer condições competitivas em captações mais longas; c) criação de alguma forma de ancoragem aos mercados de economias mais desenvolvidas, a fim de aumentar a confiança dos poupadores no respeito às regras em prazos mais longos. A simples decisão de caminhar nessa direção e começar a adotar as medidas necessárias para isso pode render resultados. Nos países que entraram para a União Européia, o processo de integração continha um roteiro bem detalhado de medidas e prazos que serviu para gerar a base de segurança e confiança que sustentou a queda dos juros e a expansão dos mercados domésticos de capital. Mesmo para o México, a adesão ao Área de Livre Comércio do Atlântico Norte (NAFTA) parece ter sido importante. É fundamental, então, sinalizar a confiança no sistema monetário brasileiro e um caminho para isso pode ser a introdução de um programa de conversibilidade plena do real (Bacha 2004).

<sup>14</sup> Um exercício sugerido por esse contraste é classificar as reformas realizadas no mercado de capitais nos últimos anos segundo dois aspectos: tornar o mercado operacionalmente mais eficiente e alongar seu horizonte de previsibilidade.

<sup>15</sup> Em especial, predominou a visão de que os ganhos líquidos efetivos decorrentes do alongamento dos prazos que resultarão das recentes alterações na tributação dos fundos de investimento devem ser pequenos.

## Operacionalização

A discussão aqui resumida ilustrou de diferentes maneiras que, além de definir os objetivos gerais e as áreas prioritárias de atuação, é preciso desenvolver propostas para operacionalizar as reformas necessárias ao fortalecimento do mercado de capitais. Que instrumentos utilizar, como introduzi-los, em que seqüência, em que ritmo? As conclusões gerais que emergiram dos seminários foram as seguintes:

- a) é necessário definir quais os objetivos específicos a serem buscados e em que ordem. O mais importante é aumentar o volume de negócios ou melhorar a eficiência? Queremos alongar os prazos ou privilegiar o aumento da liquidez? Espera-se que esses desenvolvimentos se dêem com o fortalecimento dos investidores institucionais ou por intermédio de uma maior participação de investidores individuais? Qual mercado é prioritário, o de renda fixa ou o variável?
- b) as mudanças no mercado de capitais não devem ser pensadas fora do contexto mais amplo das reformas nas áreas macroeconômica e institucional. É importante avaliar interações conceituais, institucionais e políticas.
- c) dificilmente, a reforma do mercado de capitais será feita de uma única tacada, em estilo "big bang". O processo, provavelmente, será gradual, multifacetado e enfrentará interesses contrários ou, ao menos, forte inércia institucional. O caso da reforma tributária é paradigmático. Em que pese sua importância para o desenvolvimento do mercado de capitais, dificilmente deixará de haver lentidão, incompletude ou reveses pontuais nesse processo. Deve-se, portanto, abandonar a idéia de que há "uma" ou "a" reforma. É preferível trabalhar com a perspectiva de que serão necessárias mudanças constantes e periódicas na legislação e nas instituições, tomando-se cuidado para que sejam sempre anunciadas com antecedência e respeitem os contratos existentes.
- d) dada a importância atribuída à desoneração tributária para o desenvolvimento do mercado, é preciso indicar que tributos devem ser prioritariamente cortados ou alterados, e se isso será viabilizado pela redução da carga tributária atual ou por sua redistribuição para outras fontes. Se houver corte de impostos, que gastos devem ser redu-



zidos? Em caso de redistribuição, para que setores a carga tributária deve ser redirecionada?

- e) é preciso repensar os instrumentos financeiros utilizados pelo Banco Central e pelo mercado em geral, muitos ainda sobreviventes do período de alta inflação. Nos termos da provocação de um dos participantes, é possível que nossa "estabilização incompleta", tal como refletida no uso desses instrumentos, seja parcialmente responsável por seu subdesenvolvimento.
- f) recomenda-se uma agenda que não só indique o que se quer em cada uma das áreas discutidas acima, como também defina metas, prazos e prioridades. Esse "plano estratégico" ajudará os agentes do mercado a se posicionarem em relação a cada uma das medidas a serem implementadas, ao mesmo tempo em que lhes ajudará a concentrar esforços nas de maior impacto.

### Observações finais

Não há uma barreira única ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, mas várias, representadas por fatores macroeconômicos, tributários e institucionais. Uma agenda de trabalho nessa área pode e deve, portanto, ser multifacetada. A julgar pelos debates ocorridos nos dois seminários promovidos pelo convênio entre a ANBID e o IEPE/CdG, as questões mais importantes são, nesta ordem, a macroeconômica, a tributária e a institucional. A boa notícia é que, de acordo com as experiências dos cinco países analisados por Ana Novaes, nem todas parecem ser indispensáveis ao desenvolvimento do mercado de capitais.

Predominou o sentimento de que o aprofundamento do ajuste macroeconômico é o elemento mais importante para o fortalecimento desse mercado. Recorrendo à comparação com outros países em que o aparato institucional também é ruim, um dos participantes argumentou que a inadimplência por incapacidade de pagamento, motivada por juros elevados, tende a prevalecer sobre a provocada pela falta de disposição a pagar, que poderia ser eventualmente resolvida por um funcionamento mais eficiente do Judiciário.

As evidências das lições internacionais indicam haver um ponto de descontinuidade no processo de ajuste macroeconômico, caracterizado pela elevação do país à classificação grau de investimento, a partir da qual é promovida uma interação entre a melhoria de um conjunto de indicadores com aspectos institucionais e as aplicações de grandes investidores estrangeiros. As experiências do México e da Polônia aparentemente sancionam essa visão, da mesma forma que o ajuste macro parece ter tido efeito relevante no Chile.

Uma das idéias relacionadas a essa questão, pouco explorada nos seminários, mas que pode ser analisada em estudos futuros, é a existência de não-linearidades pronunciadas na relação entre os juros básicos e o desenvolvimento do mercado de capitais. Um dos participantes sugeriu, por exemplo, que dificilmente pode haver expansão significativa do setor financeiro com os juros nominais superiores a 10%. Entre as razões que justificam essas não-linearidades, estariam a tributação sobre o rendimento nominal, que tende a ser compensada de alguma forma por juros reais mais elevados, e a incerteza sobre os juros reais *ex-post* em operações pré-fixadas, que é influenciada pela volatilidade da inflação.

A conquista do grau de investimento, ainda que potencialmente um elemento indispensável para que se transforme o mercado de capitais em um grande ator no processo de intermediação financeira de longo prazo, é um objetivo bastante amplo para uma agenda de reformas a ser implementada pelo mercado de capitais. Por esse prisma, a superação da barreira constituída por uma tributação elevada e instável é meta prioritária. Os dois seminários, todavia, levaram à conclusão de que há necessidade de muito mais detalhamento para chegar a propostas razoáveis nessa área, parecendo ser este um tema apropriado para uma futura rodada de estudos no âmbito do convênio entre a ANBID e o IEPE-CdG.

Outra questão pouco discutida, mas que vale a pena investigar, é a existência de um processo de seleção adversa em relação aos tomadores de recursos no mercado de capitais. As melhores empresas oferecem riscos menores de inadimplência e têm contabilidade mais transparente e fidedigna, e por isso conseguem obter créditos com *spreads* mais baixos e prazos mais longos, tanto no mercado doméstico quanto no exterior. São essas empresas que têm maior acesso ao crédito subsidiado oferecido por

bancos públicos. Empresas de baixo risco, porém “informais” e com contabilidade de má qualidade, tendem a obter recursos por intermédio de bancos comerciais que gerenciam seu caixa. Ora, se as melhores empresas conseguem se financiar tomando empréstimos no mercado externo e nos bancos públicos, e as informais de menor risco em instituições que observam o seu “caixa dois”, sobram para o mercado de capitais empresas de baixa qualidade com maior risco de inadimplência.

A primeira questão levantada por essa constatação é saber em que medida a ausência de desenvolvimento do mercado de capitais não reflete sua falta de competitividade na conquista desses melhores clientes em face dos bancos públicos e comerciais privados. O controle sobre a poupança compulsória e a garantia implícita dada pelo Tesouro podem explicar a competitividade dos bancos públicos, mas talvez esse não seja o único fator relevante. Qual a influência, por exemplo, do domínio exercido pelos bancos universais nos dois mercados que pode explicar o resultado dessa competição, se eles, como às vezes é argumentado, preferem operar como bancos comerciais em vez de funcionar como bancos de investimento?

Há, por fim, outras quatro conclusões dignas de nota:

- a) há vários países em desenvolvimento buscando implementar reformas semelhantes às que o Brasil quer adotar, alguns deles em estágios mais avançados nesse processo. Ainda que as características nacionais sejam muito importantes na definição do que fazer, não se pode abrir mão de continuar aprendendo com as demais experiências.
- b) a capacidade de o país demonstrar de forma crível seu comprometimento com um caminho que leve ao desenvolvimento do mercado de capitais parece fundamental. A conversibilidade do real e a formação da ALCA podem ser passos decisivos para alongar horizontes e acelerar o processo de conquista do grau de investimento.
- c) não basta ter regras eficientes, é preciso que elas sejam estáveis. Esse ponto, enfatizado na questão tributária, permeou toda a discussão sobre o alongamento de prazos. Há que observar, todavia, que ele levanta um paradoxo para a discussão de como mudar as regras existentes, sugerindo que há necessidade de identificar os pontos que devem permanecer estáveis, de forma que as novas regras não desencorajem o alongamento dos horizontes. A qualidade da reforma é um ponto relevante, mas as perdas resultantes da instabilidade de

regras serão mais facilmente assimiladas no caso de mudanças que gerem ganhos e levem a um melhor funcionamento do mercado. De todo modo, é crucial que as reformas sejam anunciadas com antecedência e respeitem os contratos existentes. Quando possível, devem ser apresentadas como parte de um menu de opções, em que a manutenção do *status quo* seja outra das alternativas propostas.

- d) a economia política do processo de reforma também é um elemento crítico. Um dos participantes observou que o fato de o Brasil ter hoje no poder um partido de esquerda pode ser um ingrediente importante na obtenção de avanços significativos no mercado de capitais. Será isso verdade? Sim ou não, parece fundamental priorizar o horizonte das políticas públicas e reduzir o foco excessivo em questões conjunturais.

**Contribuição especial**

Marcos de Barros Lisboa

## **Instituições, conseqüências e pragmatismo: evolução e desafios da economia brasileira<sup>1</sup>**

*Para Beatriz*

“Oh Deus! Poderia viver em uma casca de noz e me sentir como um rei de espaços infinitos, não fossem os maus sonhos que tenho”.

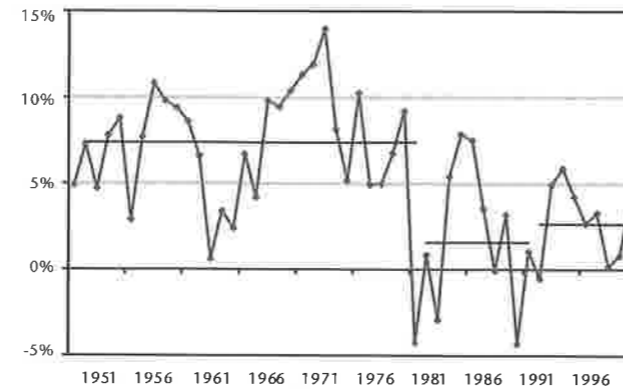
*Hamlet, Shakespeare*

A economia brasileira apresentou ciclos acentuados na segunda metade do século XX: períodos de forte expansão da atividade econômica em meados dos anos 1950 e 1970 foram seguidos por períodos de reduções

<sup>1</sup> José Alexandre Scheinkman, Daniel Goldberg, Samuel de Abreu Pessoa, Edmar Lisboa Bacha e Luiz Eduardo Meira de Vasconcellos comentaram uma versão preliminar. Alguns dos temas tratados aqui foram discutidos em documentos produzidos durante meu trabalho na Secretaria de Política Econômica do Ministério da Fazenda (cf. Secretaria de Política Econômica 2003, 2004 e 2005). Agradeço à colaboração de Marcelo Ferreira, Ângelo José Duarte, Bruno Carraza, Fábio Servo, Marcelo Xerex, Otavio Damaso e Silvio Holanda. Como usual, sou o único remanescente pelos eventuais erros.

significativas na taxa de crescimento nos primeiros anos da década de 1960 e na década de 1980. A taxa média de crescimento de 7,4% ao ano entre 1951 e 1980 caiu para 2,1% entre 1981 e 2000. Além disso, os ciclos econômicos foram, em geral, bastante voláteis, como ilustra o Gráfico 1.

**GRÁFICO 1**  
Taxa de crescimento do produto: Brasil

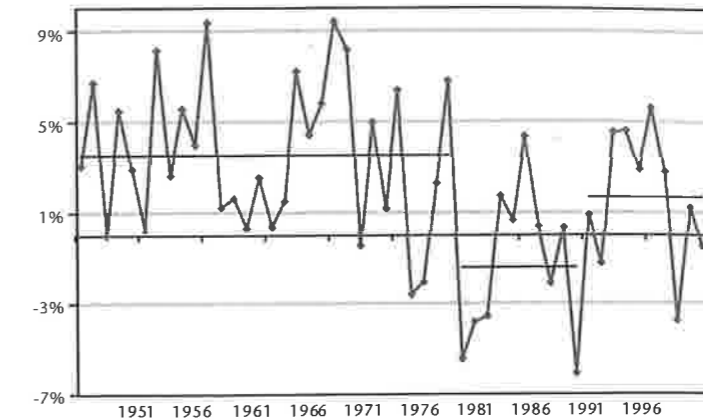


Fonte: IBGE

A taxa de crescimento econômico da economia brasileira entre 1950 e 1980, ainda que bastante elevada, é menos significativa quando se considera a forte expansão populacional do período. A taxa média anual de crescimento do produto por trabalhador na economia brasileira foi de 3,8% entre 1951 e 1960, caindo para 3,3% entre 1971 e 1980. Nos dez anos seguintes, o produto por trabalhador decresceu a uma taxa média anual de 1,4%. Na década de 1990, houve recuperação da taxa de crescimento do produto por trabalhador: 1,7% em média ao ano, como mostra o Gráfico 2.

As principais economias emergentes do Leste asiático, como Coréia do Sul, Cingapura e Taiwan, apresentaram crescimento do produto por trabalhador superior ao brasileiro mesmo na fase de maior crescimento econômico do Brasil, entre 1966 e 1980, bem como mantiveram seu bom desempenho ao longo dos anos 1980 e 1990. A Coréia do Sul, por exemplo, teve taxa de crescimento anual do produto por trabalhador de 5,4% no período 1961-70 e de 5,0% no período 1971-80. Na década de 1980,

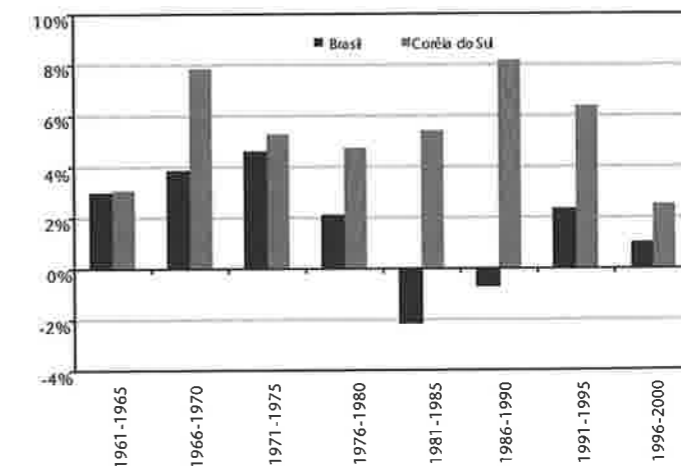
**GRÁFICO 2**  
Taxa de crescimento do produto por trabalhador: Brasil



Fonte: Gomes, Pessôa e Velloso (2003)

enquanto o produto por trabalhador no Brasil decresceu, a Coréia do Sul experimentou taxas anuais de crescimento do produto por trabalhador de 5,4% no período de 1981 a 1985 e 8,2% no período de 1986 a 1990.

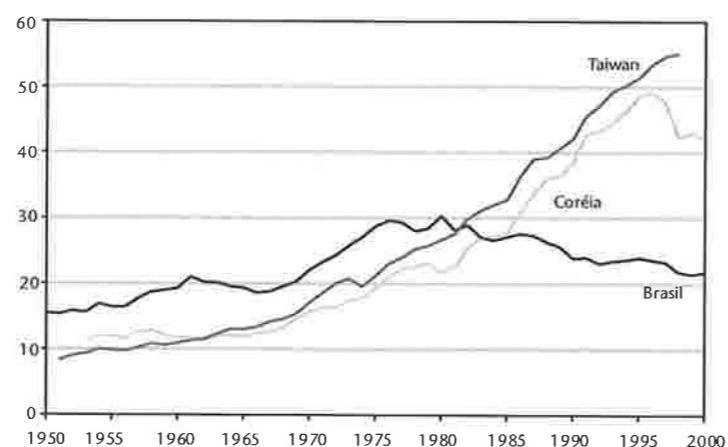
**GRÁFICO 3**  
Taxa média de crescimento do produto por trabalhador: Brasil e Coréia do Sul



Fonte: Gomes, Pessôa e Velloso (2004)

O desempenho relativo da economia brasileira nas décadas de 1980 e 1990 pode ser analisado pela evolução da renda *per capita* como fração da renda *per capita* norte-americana em paridade de poder de compra. O melhor desempenho da economia brasileira ocorreu entre 1960 e 1980, quando a renda *per capita* passou de 20% para 30% da renda nos Estados Unidos. A partir da década de 1980, a economia brasileira apresentou um comportamento inferior ao observado nas décadas anteriores e a renda *per capita* retornou ao patamar de 20% em relação à renda dos Estados Unidos, enquanto outros países emergentes mantinham a trajetória de crescimento.

GRÁFICO 4  
Renda per capita (EUA = 100)



Fonte: Summers e Heston (1991, 1996)

Este texto reúne quatro objetivos. Em primeiro lugar, sistematizar as evidências empíricas recentes da literatura sobre desenvolvimento econômico que indicam que as experiências de desenvolvimento tendem a estar correlacionadas com políticas sociais eficazes, qualidade do equilíbrio fiscal e desenho institucional adequado. Em segundo, apresentar a evolução de alguns indicadores da economia brasileira na segunda metade do século XX, comparando-a com outras economias emergentes e os resultados da

literatura empírica sobre desenvolvimento econômico. Terceiro, analisar a política econômica adotada no Brasil em 2003 e 2004, com ênfase no desenho da política fiscal e sua importância para a reversão da crise de 2002 e como parte de uma estratégia de crescimento de longo prazo. Por fim, tendo por base a literatura empírica sobre desenvolvimento econômico, discutir o papel das reformas microeconômicas para o desenvolvimento dos instrumentos de financiamento e seguro, bem como a queda do custo de intermediação no Brasil. O texto aborda, em particular, as consequências que determinados aspectos legais e algumas decisões judiciais têm no elevado custo de financiamento e na existência de restrições de acesso ao crédito. São apresentadas algumas considerações sobre a análise judicial de problemas econômicos, que, muitas vezes, geram efeitos inversos aos pretendidos pelos magistrados e pioram o bem-estar dos grupos sociais que pretendem proteger, sobretudo famílias de baixa renda e pequenas e médias empresas.

A próxima seção sistematiza a literatura internacional sobre as diferenças observadas em diversas economias e procura identificar os fatores significativamente correlacionados com a renda *per capita* dos países mais desenvolvidos e as maiores taxas de crescimento econômico durante a segunda metade do século XX. Embora exista forte correlação entre as taxas de poupança, investimento e crescimento econômico, diversos trabalhos na última década têm procurado analisar a causalidade temporal entre essas variáveis. Talvez o resultado mais surpreendente para a tradição macroeconômica de meados do século XX seja a falta de sólida evidência empírica de que o aumento da taxa de investimento preceda o aumento da taxa de crescimento econômico. Ademais, existe significativa evidência de que a expansão da atividade econômica e da taxa de poupança antecedem aumentos da taxa de investimento. Dessa forma, flutuações da taxa de investimento não parecem iniciar as fases de crescimento econômico; ao contrário, a taxa de investimento aparenta oscilar posteriormente às variações da taxa de poupança e do crescimento econômico. No que se refere à política fiscal, verifica-se correlação entre equilíbrio das contas públicas e crescimento de longo prazo. A qualidade do ajuste fiscal é igualmente importante para a sustentabilidade do equilíbrio fiscal e para o crescimento econômico.

Essa segunda seção conclui discutindo a importância de um desenho institucional adequado para explicar o diferencial de renda entre os países, cuja pesquisa se beneficia do surgimento de grandes bases de dados, com informações desagregadas para mais de cem países nos últimos cinquenta anos, que permitem testar quais variáveis socioeconômicas estão mais correlacionadas com as experiências bem-sucedidas de crescimento econômico. Utilizando essas bases de dados, diversos trabalhos empíricos apontam forte correlação entre a maior renda *per capita* dos países e desenhos institucionais que reduzem custos de transação ou garantem o adequado funcionamento do mercado de crédito.

A terceira seção lista alguns aspectos da evolução da economia brasileira na segunda metade do século XX, comparando-a com a de algumas economias emergentes. Em particular, são sistematizados os dados sobre política fiscal, escolaridade e produtividade total dos fatores. A seção se encerra com uma breve discussão sobre a volatilidade da economia brasileira nas décadas de 1980 e 1990.

A quarta seção lista as principais características da política econômica adotada no Brasil em 2003 e 2004 e discute brevemente a relação teórica entre política fiscal, política monetária e seu desenho eficiente, tendo em vista a melhoria do bem-estar social. Após a análise das principais características da política fiscal adotada a partir de 2003 e de seu papel na superação da crise de 2002, aborda-se a importância da qualidade do ajuste fiscal para o crescimento de longo prazo.

A importância particular das reformas microeconômicas para o maior desenvolvimento econômico no Brasil e para a redução do custo da intermediação de recursos para o financiamento das decisões de gasto e de consumo é o tema da quinta seção. Discutem-se, em particular, as especificidades da legislação e de decisões judiciais a respeito do sistema de crédito brasileiro. O texto argumenta que determinadas especificidades legais e características das decisões judiciais encarecem, e em alguns casos inviabilizam, o acesso ao crédito, prejudicando sobretudo grupos de menor renda. Dessa forma, essas características de nosso sistema legal e práticas do sistema judicial colaboram para piorar a desigualdade de renda e reduzir a eficiência institucional, minorando a capacidade de expansão da produção e de geração de emprego da economia brasileira. Por essa razão, o texto propõe que as decisões judiciais analisem suas consequências diretas e in-

diretas sobre as partes envolvidas. Em particular, o rompimento de contratos livremente pactuados tende a ser prejudicial ao bem-estar social.

A última seção apresenta uma breve discussão sobre as relações entre modelos macroeconômicos, teoria do desenvolvimento e teoria econômica no século XX. Além disso, enfatiza a importância de uma abordagem pragmática, cautelosa e progressiva no desenho e implementação de reformas. O adequado desenho técnico dessas reformas para viabilizar mudanças efetivas na ação prática das instituições é tão importante quanto sua sustentação político-jurídica. Por essa razão, a análise das reformas deve incorporar as especificidades do sistema legal assim como das restrições políticas, de modo a reduzir a probabilidade de possíveis inconsistências com outros aspectos da legislação e construir uma visão predominante sobre seu desenho e sua finalidade. Reformas são efetivas toda vez que se traduzem na alteração das práticas institucionais e judiciais. Precisamente em função do impacto sobre grupos sociais específicos, suas consequências devem ser cautelosamente analisadas, reduzindo o risco de futuros ajustes e possíveis problemas tanto de geração de passivos inesperados para o setor público quanto de insegurança jurídica.

## **Investimento, instituições e produtividade**

### **A evidência empírica das experiências de crescimento**

A literatura acadêmica sobre desenvolvimento econômico apresentou grande impulso a partir da década de 1980, sobretudo devido à disponibilidade de bases de dados bastante amplas contendo informações sobre o crescimento do produto e características socioeconômicas de mais de uma centena de países para a segunda metade do século XX. Com base nessas informações e com o benefício da evolução recente da econometria de análise em painel, diversos trabalhos investigaram como as características observáveis desses países podem explicar a evolução de seus produtos *per capita* nas últimas décadas.

Entre os fatores mais correlacionados com crescimento de longo prazo das economias se destacam os indicadores de escolaridade e qualidade de vida. De modo geral, os países que apresentavam melhores indicadores de expectativa de vida e anos de escolaridade em meados do século XX

foram aqueles que mais cresceram nas décadas seguintes (Sala-i-Martin 1997; Levine e Renelt 1992; Sala-i-Martin, Doppelhoffer e Miller 2003).<sup>2</sup> Além disso, há evidência de que, após choques externos de oferta, quanto pior o indicador de desigualdade de um país, pior o comportamento da taxa média de crescimento da economia (Rodrik 1998).<sup>3</sup>

As taxas de investimento e de poupança estão significativamente correlacionadas com as experiências internacionais de maior crescimento econômico. Essas taxas nos países que apresentaram crescimento da renda per capita acima de 2,9% ao ano (meio desvio-padrão acima da média) entre 1985 e 1995 foram, respectivamente, 32% e 31%. Já nos países que não conseguiram crescer a renda per capita em ao menos 1% ao ano foram, respectivamente, 19% e 16% (Rodrik 1998a).<sup>4</sup>

Investimentos em infra-estrutura são particularmente importantes porque, além de seu impacto direto no aumento da produção e da renda, reduzem os custos de produção do setor privado, aumentam a rentabilidade e, conseqüentemente, estimulam novos investimentos produtivos. Esses investimentos dependem tanto de um marco regulatório adequado quanto da poupança pública. Calderón e Sérven (2002) concluem que cerca de um terço do aumento na diferença de renda entre os trabalhadores do Leste Asiático e da América Latina entre 1980 e 2000 se deveu à diferença em investimentos em infra-estrutura, ao passo que outro terço está correlacionado com o menor investimento latino-americano nas demais atividades produtivas.

A existência de forte correlação entre investimento e crescimento econômico é bastante intuitiva e corroborada pela evidência empírica. Essa forte correlação, todavia, não permite identificar a existência de causalidade temporal ou analítica entre essas variáveis. Em que medida a expansão

<sup>2</sup> Pessoa (2005) mostra significativa correlação entre déficit educacional em 1960 (diferença entre a escolaridade de cada país e a média internacional) e o aumento posterior da produtividade e da renda.

<sup>3</sup> Deve-se ressaltar que a vulnerabilidade externa é igualmente correlacionada com o volume de comércio exterior: países com menor volume de comércio tendem a apresentar maior volatilidade da taxa de câmbio em resposta a choques externos (Calvo e outros 2003).

<sup>4</sup> Podem ser encontrados resultados semelhantes indicando a correlação entre crescimento e investimento em De Long e Summers (1991), Levine e Renelt (1992) e Sala-i-Martin (1997).

da taxa de investimento inicia um ciclo de crescimento ou, em outros termos, um maior crescimento decorre de fatores como o aumento da produtividade induzindo a expansão da taxa de investimento?

Extensa análise empírica tem procurado investigar, ente outras coisas, a possibilidade de inferir causalidade temporal entre investimento, poupança e crescimento. Feldstein e Horioka (1980) identificam baixa mobilidade do capital entre países. Dessa forma, é possível que a poupança doméstica seja uma restrição à expansão do investimento e, portanto, que aumentos na poupança doméstica sejam necessários para permitir aumentos do investimento. Essa análise, porém, depende tanto da composição demográfica da população quanto dos fatores exógenos responsáveis pelo aumento da poupança doméstica.

Decisões de poupança e investimento dependem das trajetórias esperadas da atividade econômica e, em particular, da produtividade. Aumentos na produtividade elevam a taxa de retorno das decisões de gasto correntes, porém seu impacto na poupança agregada depende da poupança dos grupos mais jovens em comparação com a despoupança dos grupos mais idosos. Como argumentam Attanasio, Picci e Scorcu (2000), aumentos significativos da produtividade podem resultar inclusive em aumentos na renda esperada que levam à redução da poupança dos grupos mais jovens e, portanto, à queda da poupança agregada.

Desse modo, a relação analítica precisa entre poupança e crescimento depende das especificidades de cada caso. Não parece possível estabelecer regularidade analítica entre alterações seja na política pública, seja nos desenhos institucionais que resultem invariavelmente em aumentos da taxa de poupança privada. Empiricamente, o único instrumento disponível de aumento da poupança doméstica parece ser o aumento da poupança pública (Rodrik 1998a).

A evidência empírica disponível indica que dados defasados de poupança e crescimento induzem um aumento corrente nas decisões de investimento. Em compensação, a análise do impacto dos dados defasados de investimento sobre crescimento apresenta resultados bastante ambíguos, não sendo possível estabelecer relação de causalidade entre aumento do investimento corrente e aumento futuro da taxa de crescimento.

King e Levine (1994) sugerem que, no curto prazo, o aumento na taxa de poupança gera acumulação de capital e elevação da taxa de crescimento.



Blomström, Lipsey e Zejan (1996), após estudarem a causalidade entre investimento e crescimento do PIB em mais de cem países no pós-Guerra, concluem, com base em diversos testes econométricos, que há maior evidência de que o crescimento antecede o aumento na formação de capital, e não o contrário; altas taxas de formação de capital fixo acompanham um rápido crescimento da renda *per capita*, e investimentos em capital fixo não iniciam ciclos de crescimento. Diversos outros trabalhos, entre os quais Attanasio, Picci e Scorcu (2000), Carroll e Weil (1994) e Björn (1999), reforçam a tese de que o aumento da taxa de crescimento precede temporalmente o aumento da taxa de investimento.

Rodrik (1998a) analisa o histórico econômico de diversos países entre 1960 e 1995 e seleciona em dois grupos os eventos em que se verifica significativo crescimento da taxa de poupança ou da taxa de crescimento, respectivamente, “transições de poupança” e “transições de crescimento”: casos em que a taxa de poupança em um período de nove anos consecutivos tenha superado em ao menos cinco pontos percentuais do PIB a taxa observada no período de cinco anos imediatamente anterior, e casos em que a taxa de crescimento tenha, durante o mesmo período, aumentado no mínimo 2,5 pontos percentuais em relação à média dos cinco anos anteriores. A taxa de crescimento acompanha a evolução da taxa de poupança nos primeiros anos após o início dos eventos de “transição de poupança”, mas depois de dez a 14 anos retorna ao patamar anteriormente observado. Em contrapartida, nos eventos de “transição de crescimento”, a taxa de poupança avança 3,8 pontos percentuais nos primeiros cinco anos, 4,9 pontos percentuais nos cinco anos seguintes e 1,3 ponto percentual entre o décimo e o décimo quarto ano após o início da transição, reforçando a hipótese de que o crescimento do produto precede o aumento da poupança e do investimento.

Attanasio, Picci e Scorcu (2000) estimam, com base em painel contendo dados para mais de 120 países nas décadas de 1960 e 1990, um modelo dinâmico capaz de identificar efeitos de curto e longo prazos com duas das três seguintes variáveis: crescimento do produto *per capita*, taxa de investimento e taxa de poupança. Os resultados encontrados indicam que: a) no longo prazo, há forte e positiva relação de causalidade nos sentidos crescimento para poupança e crescimento para investimento; b) a causa-

lidade entre poupança e investimento é bidirecional.<sup>5</sup> No modelo com as três variáveis simultaneamente, verificou-se que: a) o investimento parece ser afetado positivamente pelas taxas de crescimento e de poupança dos períodos anteriores, enquanto a última não é influenciada pelas demais variáveis; e b) a taxa de crescimento sofre efeito negativo da taxa de investimento dos anos antecessores e, em alguns casos, efeito positivo da taxa de poupança. O trabalho ainda enfatiza que, nas diversas estimações realizadas, as taxas de investimento e de poupança apresentaram acentuado grau de persistência, ao passo que a taxa de crescimento do produto se mostrou bem menos persistente.

A evidência empírica aponta correlação entre equilíbrio fiscal e crescimento de longo prazo. Na literatura econômica, porém, não há consenso sobre como explicar essa correlação, sendo bastante difícil identificar de forma consistente a causalidade entre equilíbrio fiscal e crescimento, uma vez que a trajetória das principais variáveis macroeconômicas pode condicionar a própria condução da política econômica. Mesmo assim, existe evidência de que a incerteza sobre a capacidade futura de cumprimento das obrigações fiscais resulta em custos adicionais sobre o financiamento público, com impactos negativos sobre as taxas de juros de mercado e a capacidade de crescimento da economia.

No que se refere à política fiscal, há evidências de que a incerteza sobre a sustentabilidade das contas públicas no longo prazo pode reduzir a capacidade de crescimento econômico (Easterly e Rebelo 1993). Isso porque a incerteza fiscal resulta em incerteza sobre a estrutura de ativos e das taxas de retorno das decisões de investimento, reduzindo as decisões de gasto e o crescimento da atividade econômica. Em estudo sobre a América Latina, Alesina e outros (1999) indicam que maior transparência na elaboração do orçamento público e leis que impõem restrições à ocorrência de déficits colaboram para a disciplina fiscal. Além disso, Rodrik (2000) verifica, para esse mesmo conjunto de países, a importância para o crescimento econômico de instituições destinadas a garantir a estabilidade macroeconômica.

<sup>5</sup> O modelo também identifica causalidade negativa entre investimento passado e crescimento corrente. Isso, todavia, não é estatisticamente significativo quando se incorpora a heterogeneidade entre os países.

A melhoria da qualidade do ajuste fiscal parece ser central não só para garantir sua sustentabilidade no longo prazo, como também para afetar positivamente o crescimento econômico. Alesina e Perroti (1996) destacam que ajustes fiscais baseados no corte de despesas de transferência e gastos com pessoal são sustentáveis (permanentes) e apresentam impactos positivos sobre o crescimento. Já ajustes fiscais baseados em aumento de impostos e corte de investimentos públicos tendem a ser temporários, podendo afetar negativamente o crescimento.

### **Instituições e diferencial de renda entre os países**

Nos últimos anos, a principal regularidade na literatura sobre análise comparada das diversas economias de mercado mostra forte correlação entre maior renda *per capita* e desenhos institucionais que simplifiquem a execução de garantias em caso de inadimplência no mercado de crédito, reduzam custos de transação e a assimetria de informação, e garantam a convergência entre benefícios sociais e privados. Esse resultado é bastante intuitivo. As decisões individuais sobre composição do gasto em consumo e investimento dependem das trajetórias esperadas para a atividade econômica e a produtividade, assim como dos incentivos decorrentes das regras institucionais existentes. De forma sintética, estratégias de consumo e investimento dependem das expectativas sobre ganhos individuais de bem-estar privados, incluindo a rentabilidade esperada das decisões de produção e investimento.

O conjunto das estratégias individuais é dito eficiente, no sentido de Pareto, caso não seja possível um conjunto alternativo de estratégias que melhore um indivíduo sem piorar ao menos um dos demais. Um conjunto é ineficiente, portanto, quando é possível melhorar ao menos um dos agentes sem piorar os demais. Um desenho institucional adequado deve garantir que o conjunto das estratégias adotadas individualmente seja eficiente. Entre as contribuições fundamentais de Arrow (1964, 1969), destacam-se suas análises sobre bem-estar social. Arrow mostra que, em uma economia competitiva, caso os mercados de crédito e para compra de bens e serviços sejam completos, há equivalência entre as trajetórias de mercado e as trajetórias eficientes. Isso significa que as trajetórias de consumo e investimento resultantes das decisões de mercado maximizam

o bem-estar social. Ao procurar maximizar seu bem-estar individual, os indivíduos maximizam igualmente o bem-estar social.

Uma agenda institucional deve, portanto, possuir dois objetivos principais. Em primeiro lugar, garantir que os mercados de crédito sejam completos, ou seja, que o desenho institucional viabilize a existência de instrumentos de crédito contingentes aos diversos estados da natureza. Nos últimos trinta anos, extensa literatura indicou as dificuldades dessa agenda, em razão da existência de assimetrias de informação que inviabilizam que os mercados sejam perfeitamente completos. Mesmo nesse caso, porém, uma agenda que crie condições para que os mercados sejam completos apenas nos estados da natureza observáveis por todos os agentes pode permitir um equilíbrio eficiente no sentido restrito de Pareto.<sup>6</sup>

Em segundo lugar, essa agenda deve assegurar que os incentivos delimitados pelas regras existentes para o funcionamento dos mercados sejam convergentes com os benefícios sociais. Todo custo social deve ser traduzido em custo privado; todo benefício social obtido por decisões privadas, traduzido em benefício privado. Essa análise, cujas contribuições teóricas iniciais se devem a Coase (1960) e Arrow (1969), apresentou grande desenvolvimento nas últimas décadas com os trabalhos de North (1990) e, posteriormente, com a análise comparativa das diversas experiências de desenvolvimento (Acemoglu, Johnson e Robinson 2004).

North e Weingast (1989) mostram que as reformas institucionais realizadas durante a Revolução Gloriosa na Inglaterra, ao garantir a sustentabilidade intertemporal das contas públicas e aumentar a garantia de pagamento das obrigações públicas, permitiram queda significativa dos custos do financiamento da dívida pública, com as taxas de juros caindo de mais de 20% ao ano para cerca de 3% ao ano, simultaneamente ao aumento da dívida, que passou de cerca de 1 milhão de libras esterlinas para mais de 78 milhões de libras esterlinas nas décadas seguintes. Além disso, essas reformas institucionais permitiram um grande desenvolvimento do mercado de capitais para o financiamento do investimento privado.

<sup>6</sup> Um equilíbrio é dito eficiente no sentido restrito de Pareto quando são consideradas apenas realocações de bens consistentes com os ativos financeiros existentes ou com os conjuntos privados de informação. Ver, por exemplo, Cass e Citana (1998) e Lisboa (2001).

Nas últimas duas décadas, com o surgimento de grandes bases de dados internacionais com informações desagregadas para mais de cem países durante a segunda metade do século XX, vários autores passaram a estudar de que forma as diferenças institucionais entre os diversos países estariam correlacionadas com as diferenças observadas nas respectivas rendas *per capita*. Instituições – privadas ou públicas – funcionam adequadamente caso o benefício privado de quem toma as decisões – e delas se beneficia – seja consoante aos benefícios sociais.

A evidência empírica disponível indica que parcela significativa da diferença de renda entre os países está correlacionada com diferenças na eficiência econômica, muitas vezes conseqüência de diferenças institucionais (legais) que resultam em diferenças da produtividade total dos fatores, da renda e da taxa de retorno das decisões de investimento. Assim, desenhos institucionais que reduzam os custos de transação, ampliem o acesso a informação e garantam o cumprimento dos contratos de crédito estão significativamente correlacionados com a renda *per capita* dos países.<sup>7</sup>

Hall & Jones (1999) associam a renda *per capita* dos países à qualidade de seus respectivos arranjos institucionais, por intermédio de um indicador que procura sistematizar a capacidade de cada país em garantir a não renegociação unilateral dos contratos e o cumprimento das normas legais. Seus resultados mostram que um pior indicador está relacionado a uma menor produtividade, desestimulando a acumulação de fatores de produção.

A importância do desenho institucional para o crescimento de longo prazo tem sido freqüentemente enfatizada na moderna literatura sobre desenvolvimento econômico. Rodrik (2003) analisa a enorme variedade geográfica e temporal de desempenhos das taxas de crescimento nas décadas de 1960 a 1990 e busca extrair dessa análise as políticas econômicas e os arranjos institucionais que permitiram trajetórias de convergência de alguns países emergentes para a renda de países desenvolvidos. Rodrik in-

<sup>7</sup> O desenvolvimento da pesquisa acadêmica sobre a correlação entre desenhos institucionais e renda *per capita* dos países tem sido simultâneo à adoção por um número crescente de países de reformas microeconômicas que vão ao encontro das evidências empíricas discutidas nesta seção. Essas reformas envolvem, entre outras, mudanças nos procedimentos para abertura de empresas, nas leis falimentares e na legislação trabalhista. Para uma lista de algumas dessas reformas em dezenas de países, ver Banco Mundial (2004b).

dica que um conjunto relativamente limitado de reformas institucionais pode resultar em aumentos significativos da taxa de crescimento por períodos relativamente longos (aumento no crescimento da renda per capita em 2,5 pontos percentuais ou mais em relação à média dos cinco anos precedentes às reformas, estendendo-se por um período de ao menos dez anos). A evidência empírica analisada no trabalho aponta que:

- a) países que apresentaram bons desempenhos na taxa de crescimento em conseqüência de reformas econômicas adotaram desenhos institucionais consistentes com “bons princípios econômicos”: respeito aos contratos, proteção aos direitos de propriedade, solvência fiscal, estabilidade macroeconômica, competição de mercado e incentivos apropriados. Não parece existir, no entanto, relação biunívoca entre as funções desempenhadas pelas instituições e a adequação de seu desenho: diversos desenhos parecem ser compatíveis com o exercício eficaz da mesma função. Além disso, o desenho particular de cada instituição deve ser consistente com a estrutura jurídico-política do país e com as demais instituições existentes.<sup>8</sup> De forma complementar, Stiglitz (2002) argumenta que políticas potencialmente benéficas podem gerar efeitos negativos se não forem acompanhadas de mudanças institucionais complementares. Esse é o caso, por exemplo, da privatização em determinados setores desacompanhada do desenvolvimento de um sistema de defesa da concorrência;
- b) não foi possível determinar um conjunto de políticas que, invariavelmente, tenham resultado em boas experiências de crescimento econômico, incluindo políticas aparentemente consagradas, como abertura comercial e financeira (Hausmann, Pritchett e Rodrik 2004). A evidência leva a crer que as políticas que promovem crescimento são específicas para cada país, em cada momento histórico;
- c) um conjunto relativamente limitado de reformas institucionais pode resultar em aumentos significativos da taxa de crescimento por períodos relativamente longos (aumento no crescimento da renda

<sup>8</sup> Segundo Rodrik, as reformas econômicas implementadas na China nas últimas três décadas, apesar de baseadas em inovações institucionais estranhas aos padrões ocidentais, muitas vezes não ortodoxas, visam produzir resultados ortodoxos, como incentivos à economia de mercado, estabilidade macroeconômica e garantia aos direitos de propriedade.

*per capita* de 2,5 pontos percentuais ou mais em relação à média dos cinco anos precedentes às reformas, estendendo-se por um período de ao menos dez anos). A manutenção do crescimento econômico por períodos mais longos, no entanto, parece requerer uma agenda mais ampla de reformas institucionais que aquela necessária para deflagrar o ciclo inicial de crescimento. Na ausência dessa agenda, o ciclo de crescimento pode se esgotar, com a economia retornando à sua distância original em relação às economias desenvolvidas.

Acemoglu, Johnson e Robinson (2004) sustentam que o desempenho de longo prazo das economias depende das instituições e ilustram a tese com a análise de dois experimentos naturais: a divisão da Coreia e a colonização européia nas Américas. Segundo esses autores, o poder político resultante de um conjunto de instituições políticas determina tanto as instituições econômicas quanto a estrutura de incentivos da sociedade e, portanto, o comportamento individual, condicionando o desempenho econômico e a distribuição de riqueza.

Nos últimos anos, nova literatura empírica sobre desenvolvimento econômico tem procurado investigar como diferenças institucionais específicas entre os diversos países podem explicar as diferenças de renda *per capita* observadas. No que diz respeito aos custos de transação, destacam-se os estudos que analisam o impacto dos procedimentos necessários à abertura e ao fechamento de empresas e a renda *per capita* dos países. Djankov, La Porta, López-de-Silanes e Shleifer (2002) coletaram informações sobre os prazos e custos pecuniários envolvidos no processo de abertura de uma empresa em 75 países e concluíram que estes tendem a ser mais altos nos países mais pobres.

De forma similar, países em que são mais formais os procedimentos (processos judiciais lentos e custosos) para retomada de garantias em caso de inadimplência em contratos de crédito, ou de imóveis em caso de não pagamento de aluguel, tendem a apresentar menor renda *per capita*, como se pode ver no estudo de Djankov, La Porta, López-de-Silanes e Shleifer (2003) que mediu os custos de recuperação de cheques sem fundo e os custos envolvidos em uma ação de despejo contra um inquilino inadimplente em uma amostra de 109 países. Além disso, o maior formalismo dos países de menor renda está correlacionado com a pior qualidade dos serviços prestados.

Djankov, McLiesh e Shleifer (2005) coletaram informações referentes a bancos de dados públicos ou privados de proteção ao crédito em uma amostra de 129 países e construíram um índice para medir o grau de proteção aos credores em processos falimentares. Esse índice levou em consideração quatro características do arcabouço legal que implicam maior segurança aos credores: a) se a lei exige o consentimento do credor para que o devedor entre em processo de recuperação; b) se os credores com garantia real podem executar suas garantias tão logo o processo de recuperação seja aprovado; c) se os credores com garantia real detêm prioridade no momento de liquidação dos ativos da massa falida; e d) se durante o processo de recuperação do negócio um administrador é designado para substituir os controladores. O estudo conclui que cada uma dessas características aumenta a relação crédito privado/PIB e identifica que, entre as quatro características consideradas, a possibilidade de executar a garantia uma vez aprovada a recuperação e a prioridade dos credores com garantias reais no processo de falência são aquelas com maior impacto positivo sobre o crédito privado.

Em relação aos bancos de dados de proteção ao crédito, o estudo sugere que a existência desses bancos de dados igualmente eleva a razão crédito privado/PIB. Os autores estudam ainda, separadamente, o impacto dos bancos de dados públicos e privados em duas amostras, uma para países pobres e outra para países ricos. Concluem que a existência de bancos de dados privados contribui para o aumento da relação crédito privado/PIB tanto em países pobres quanto em países ricos, enquanto os bancos de dados públicos de proteção ao crédito contribuem apenas nos países pobres.<sup>9</sup>

Resultados similares foram obtidos em relação ao mercado de trabalho: uma excessiva regulação está correlacionada com maior taxa de desemprego e menores salários reais.<sup>10</sup> Heckman e Pagés (2000) relacionam o

<sup>9</sup> O estudo identifica ainda algumas características dos bancos de dados que, observadas, contribuem positivamente para o aumento do crédito privado: divulgação de informações positivas e negativas, divulgação de informações sobre firmas e indivíduos, disponibilidade de um histórico de informações de mais de cinco anos, e o direito dos tomadores de crédito, estabelecido em lei, de atestar a veracidade das informações a seu respeito.

<sup>10</sup> Para uma visão alternativa do impacto das instituições na determinação dos salários reais e no emprego, ver Rodrik (1999).

elevado nível de proteção da legislação trabalhista em países da América Latina com um menor nível de emprego e uma maior desigualdade entre grupos de trabalhadores, sendo observados os efeitos mais adversos nos grupos de jovens mulheres menos qualificados. Por meio de diferentes técnicas econométricas, o trabalho estima que a elevação do equivalente a um salário mensal no custo de proteção do emprego – definido como o custo esperado, no momento da contratação, de demitir o trabalhador futuramente – leva à redução de 1,8 ponto percentual na taxa de emprego. Considerando que os autores calculam o custo de proteção ao emprego no Brasil no fim da década de 1990 em 1,785 salário mensal, estima-se que a taxa de emprego no país crescerá 3,2 pontos percentuais com a eliminação desse custo. Como resultado, concluem que políticas focadas em maior proteção legal do emprego são ineficientes como mecanismos de proteção da renda dos trabalhadores e aumentam a desigualdade, uma vez que reduzem a demanda agregada por mão-de-obra e tratam de forma desigual os grupos de trabalhadores, incentivando inclusive o crescimento da informalidade.

Botero e outros (2003), ao avaliar a regulação do mercado de trabalho em uma amostra de 85 países, concluem que os países mais pobres regulam o mercado de trabalho mais que os países desenvolvidos. Além disso, maior regulação está associada a maior informalidade e maior desemprego, especialmente entre os jovens. O trabalho sugere ainda que a origem legal do país, tradição romana (“civil law”) ou direito anglo-saxão (“common law”), exerce papel importante na definição do nível de regulação do mercado de trabalho. A última conclusão reforça a hipótese de que o marco legal e institucional que regula o mercado de trabalho resulta prioritariamente do processo de transposição institucional (*institutional transplantation*), segundo o qual esse marco é fortemente condicionado pela origem legal e institucional do país, e não da busca de soluções para falhas de mercado ou da ação política de grupos em defesa de seus interesses.

A comparação do nível de proteção legal ao emprego no Brasil com o de outros países mostra, todavia, que não há um viés significativamente protecionista capaz de explicar a informalidade no mercado de trabalho brasileiro. Na comparação com outros 36 países da América Latina e da Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE), Heckman e Pagés (2000) mostram que o custo da proteção ao emprego no caso

brasileiro corresponde a 14,87% do salário anual, valor significativamente inferior ao de países como Argentina (24,80%), México (26,05%) e Chile (28,16%). O Brasil apresenta perfil mais próximo do observado na Europa, como no Reino Unido (12,14%), na Bélgica (14,40%) e na Áustria (14,86%), que na América Latina ou mesmo em países europeus latinos como Espanha (26,30%) e Portugal (34,72%). Botero e outros (2003) apresentam dados de proteção do emprego mais elevados para o Brasil, mas aparentemente não suficientes para explicar a significativa maior informalidade no mercado de trabalho em comparação com a de outros países emergentes.

Essa análise sobre os custos na contratação de mão-de-obra no Brasil pode parecer surpreendente porque é freqüente identificar como custos trabalhistas todas as obrigações adicionais ao salário nominal contratado: auxílio-transporte, décimo terceiro salário, férias etc. No entanto, do ponto de vista dos incentivos no mercado trabalho, é preciso distinguir os gastos com aquisição de mão-de-obra que resultam em renda do trabalhador e a cunha fiscal, ou seja, os gastos realizados pelas firmas que não se traduzem em ganhos de bem-estar para o trabalhador.

Os gastos realizados pelas firmas que resultam em renda para o trabalhador compõem o salário efetivamente pago. Décimo terceiro salário, adicional de férias e auxílio transporte, entre outros, são parte do salário recebido pelo trabalhador. A contribuição para o sistema S, em contrapartida, é um custo realizado pela firma que não resulta em renda para o trabalhador.<sup>11</sup> No caso dos trabalhadores de baixa renda, ocorre o mesmo com a contribuição previdenciária. Pela legislação em vigor, todo cidadão,

<sup>11</sup> As receitas arrecadadas pelo Sistema S são repassadas a 11 entidades, na maior parte de direito privado, que devem aplicá-las conforme previsto na respectiva lei de instituição: Instituto Nacional de Colonização e Reforma Agrária (INCRA), Serviço Nacional de Aprendizagem Industrial (SENAI), Serviço Social da Indústria (SESI), Serviço Nacional de Aprendizagem do Comércio (SENAC), Serviço Social do Comércio (SESC), Diretoria de Portos e Costas do Ministério da Marinha (DPC), Serviço Brasileiro de Apoio às Pequenas e Médias Empresas (SEBRAE), Fundo Vinculado ao Ministério da Aeronáutica (Fundo Aeroviário), Serviço Nacional de Aprendizagem Rural (SENAR), Serviço Social de Transporte (SEST) e Serviço Nacional de Aprendizagem do Transporte (SENAT). A criação desses organismos, e respectivas fontes de receita, remonta a década de 1940. Quatro delas (SEBRAE, SENAR, SEST e SENAT) foram instituídas após a Constituição de 1988.

ao completar 65 anos de idade, tem direito a aposentadoria de um salário mínimo. Trabalhadores de baixa renda usualmente apresentam elevada rotatividade de empregos, não conseguindo se aposentar por tempo de contribuição. Por essa razão, os gastos com a contribuição para o Instituto Nacional de Seguro Social (INSS) feitos pelas firmas que contrataram formalmente esses trabalhadores representam um custo que não resulta em renda adicional para os trabalhadores. Simetricamente, como esses trabalhadores freqüentemente permanecem pouco tempo em cada um de seus empregos ao longo da vida, a contribuição para o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) resulta em renda real em prazo relativamente curto. A cunha fiscal, nesse caso, corresponde ao diferencial de juros entre a taxa de retorno do FGTS e a taxa de juros de mercado que o trabalhador teria direito caso a firma depositasse diretamente na sua conta o FGTS e ele pusesse esses recursos em uma aplicação financeira de baixo risco.

Dessa forma, a cunha fiscal relevante para a informalidade no mercado de trabalho usualmente inclui para os trabalhadores de baixa renda tanto as contribuições para o INSS e para o sistema S quanto o menor retorno relativo do FGTS, representando cerca de 30% dos gastos com a contratação da força de trabalho. Para os trabalhadores de maior renda, a contribuição previdenciária permite um aumento do valor presente dos fluxos futuros de renda – a freqüência com que esses trabalhadores se aposentam por tempo de contribuição é maior – sendo mais elevado o custo da menor taxa de retorno do FGTS, uma vez que a menor rotatividade significa que o imposto implícito na aplicação no FGTS é maior para esses trabalhadores.

A cunha fiscal no mercado de trabalho, ainda que elevada para um país emergente, como mostra a literatura, é similar à observada nos países desenvolvidos e não parece ser suficiente para explicar a elevada informalidade do mercado de trabalho no Brasil.<sup>12</sup> Em ao menos dois aspectos, todavia, o Brasil apresenta características significativamente distintas

<sup>12</sup> Isso não significa que a diminuição do elevado custo fiscal não seja relevante para a formalização e a melhoria da qualidade das relações de trabalho no Brasil. A cunha fiscal apenas não parece suficiente para explicar o nível dos indicadores negativos do mercado de trabalho brasileiro como elevada informalidade e rotatividade da mão-de-obra.

dos demais países. Em primeiro lugar, os procedimentos burocráticos e os custos para abertura, funcionamento e fechamento de empresas no Brasil são piores que os observados em outros países emergentes, havendo maiores incentivos para a informalidade das atividades produtivas (Djankov, La Porta, López-de-Silanes e Shleifer 2002). A informalidade de uma empresa implica que suas principais relações de mercado estáveis devam ser informais, em particular parcela significativa das relações de trabalho. Assim, a redução da informalidade no mercado de trabalho requer o enfrentamento não apenas de questões específicas das relações de trabalho, como também dos demais incentivos à informalidade das próprias empresas.

A segunda diferença importante do mercado de trabalho no Brasil é o sistema de resolução de conflitos trabalhistas. Em comparação com os padrões internacionais, a Justiça do Trabalho no Brasil registra volume expressivo de ações e custo elevado. Em artigo publicado em dezembro de 2004 no jornal *Estado de S. Paulo*, José Pastore afirma que tramitaram em 2003 nas justiças francesa e americana aproximadamente 75 mil ações, na japonesa cerca de 2,5 mil e na brasileira mais de 2,4 milhões, das quais aproximadamente 1,6 milhão foram julgadas, representando um montante pago aos pleiteantes de pouco mais de R\$ 5 bilhões. A União, em contrapartida, destinou no mesmo ano à Justiça Trabalhista cerca de R\$ 5,2 bilhões, o que significa dizer que, para um valor médio de R\$ 3.070,65 pagos por ação, foram gastos R\$ 3.189,49 no exercício da Justiça.

Nesse contexto, a busca de soluções céleres e eficientes de conflitos trabalhistas deve ser um objetivo da política governamental. A Justiça do Trabalho brasileira apresenta diversas peculiaridades, como seu poder normativo, que parecem gerar custos adicionais ao funcionamento do mercado de trabalho e estimular a informalidade e a elevada rotatividade dos trabalhadores de baixa renda.<sup>13</sup>

<sup>13</sup> Para uma discussão sobre esse tópico e algumas implicações do sistema legal no estímulo à informalidade do mercado de trabalho, ver Camargo (1996).

## Evolução da economia brasileira na segunda metade do século XX

A comparação entre a evolução da economia brasileira e a de outras economias emergentes apresenta, além da queda da taxa média de crescimento econômico a partir de 1980, ao menos três outras diferenças marcantes: condução da política fiscal, evolução dos indicadores de escolaridade e evolução da produtividade total dos fatores. Nesta seção, compara-se a evolução desses fatores na economia brasileira com sua evolução em alguns países selecionados, discutindo-se ao fim uma possível interpretação para a elevada volatilidade da atividade econômica no Brasil a partir de 1980.<sup>14</sup>

### Política fiscal

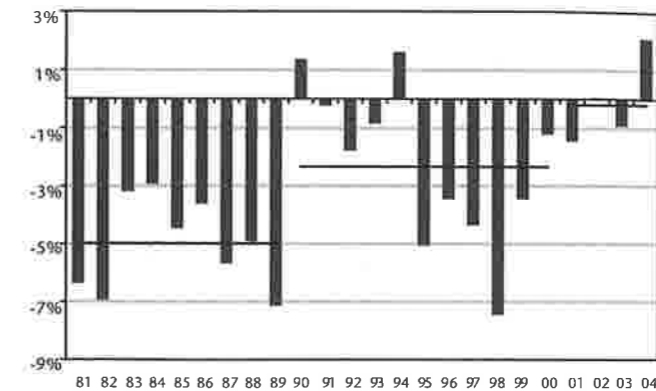
A evolução da política fiscal no Brasil ao longo da segunda metade do século XX apresenta seguidos desequilíbrios, ao contrário do observado em outras economias emergentes. A Coreia do Sul e o Chile, por exemplo, não apresentam déficit nas contas públicas ao menos desde 1979 e 1987, respectivamente. No Brasil, salvo em dois únicos anos, são observados seguidos déficits operacionais entre 1981 e 2002, como se pode ver nos Gráficos 5 e 6.<sup>15</sup>

Até 1994, as elevadas, e em geral crescentes, taxas de inflação permitiam financiar os desequilíbrios do setor público. A partir de então, com a queda significativa das taxas inflacionárias, verificou-se grande aumento real dos gastos públicos, sobretudo em meados dos anos 1990. Entre 1995 e 2002, enquanto o crescimento médio da economia foi de aproximadamente 3% ao ano, os gastos primários cresceram, em termos reais, cerca de 6% ao

<sup>14</sup> Nas últimas décadas, a economia brasileira apresenta tendência de aumento do preço relativo dos bens de capital, indicada em Lisboa e Scheinkman (2002), que não é analisada neste texto. Para uma discussão aprofundada desse ponto, ver Bacha e Bonelli (2005). Gomes, Pessôa e Velloso (2003) e Bacha e Bonelli (2005) decompõem quantitativamente os fatores correlacionados com o crescimento de longo prazo da economia brasileira.

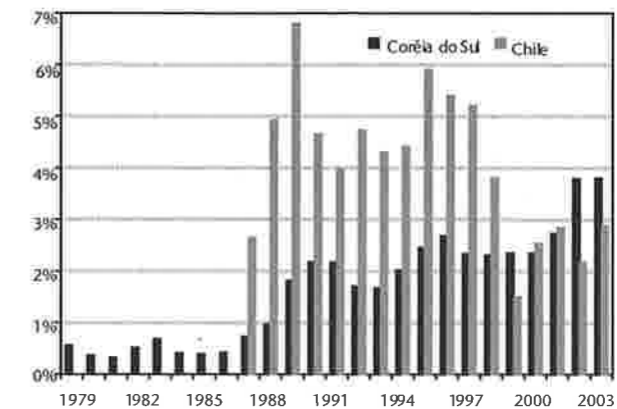
<sup>15</sup> Na apuração do resultado fiscal no conceito operacional exclui-se das despesas a parcela dos juros nominais da dívida pública correspondente à inflação. A distinção entre déficit operacional e déficit nominal é particularmente importante em períodos de inflação elevada. No caso de países com baixa inflação, como o Chile e a Coreia do Sul, os resultados nominal e operacional são muito semelhantes.

GRÁFICO 5  
Superávit fiscal (conceito operacional): Brasil



Fonte: IBGE

GRÁFICO 6  
Superávit fiscal (conceito nominal): Coreia do Sul e Chile



Fonte: Banco Central do Chile e Korea National Statistical Office.

ano. Além disso, foram reconhecidos diversos passivos ocultos do setor público decorrentes do próprio processo inflacionário, da desorganização das contas públicas até meados dos anos 1990 e das tentativas de planos de estabilização econômica. Como resultado, nesses oito anos, enquanto a re-

lação dívida/PIB passou de menos de 30% do PIB para mais de 55% do PIB, a carga tributária passou de cerca de 28% para quase 36% (Gráficos 7 e 8).

GRÁFICO 7  
Relação dívida/PIB, 1995-2002

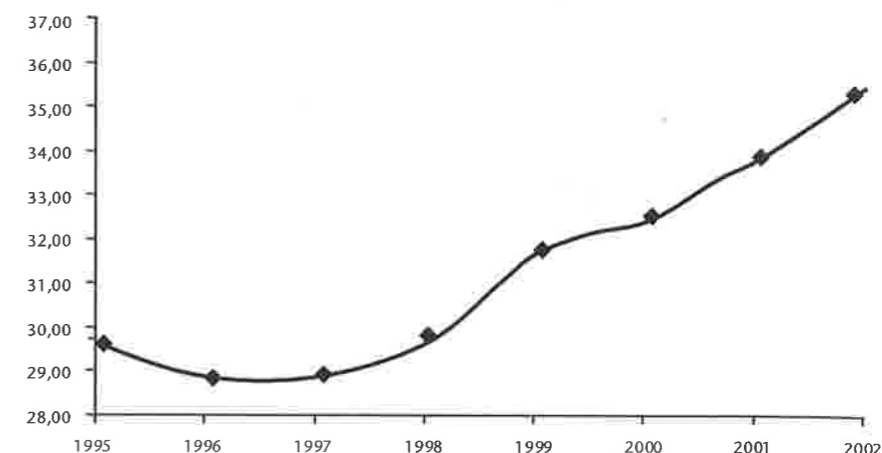


Fonte: Secretaria de Política Econômica/MF

O elevado desequilíbrio das contas públicas e a crise externa do fim de 1998 resultaram na mudança do regime cambial no começo de 1999 e na progressiva redução do déficit público. Essa melhoria, porém, não foi suficiente para estabilizar a relação dívida/PIB.<sup>16</sup> No começo de 2000, apesar da melhora observada, a sustentabilidade das contas públicas brasileiras permanecia bastante incerta. De um lado, o nível de dívida era elevado, não apenas em comparação com outras economias emergentes, mas principalmente em relação aos níveis históricos da relação dívida/PIB brasileira. De outro, a trajetória recente da relação dívida/PIB apresentava tendência de alta, sobretudo em momentos de instabilidade externa e interna. No auge da crise de 2002, por exemplo, a relação dívida/PIB passou em poucos meses de menos de 55% para mais de 60%.

<sup>16</sup> Goldfajn (2002) mostra que se o superávit primário tivesse sido de 3,5% desde 1994, mantendo-se as demais variáveis, inclusive a política monetária, a relação dívida/PIB entre 1994 e 2002 teria se reduzido e não quase dobrado, como ocorreu. Deve-se enfatizar que, nesse caso, a política monetária, dados os demais aspectos da política econômica, provavelmente poderia ter sido menos restritiva, tornando a evolução da relação dívida/PIB mais favorável.

GRÁFICO 8  
Evolução da carga tributária, 1995-2002



Fonte: Secretaria de Política Econômica/MF

A instabilidade das trajetórias esperadas da relação dívida/PIB resulta em incerteza sobre as trajetórias esperadas das variáveis macroeconômicas e da própria política econômica. Elevada probabilidade de uma trajetória não sustentável da relação dívida/PIB, com seus custos sobre a estrutura de ativos e de financiamento da economia, reduz as taxas de retorno das decisões domésticas de investimento e piora as expectativas de crescimento econômico.

O aumento da incerteza resulta em aumento dos prêmios de risco e, portanto, do custo de financiamento do setor público, fazendo subir a probabilidade de aumento da relação dívida/PIB. Aumento da incerteza, nesse caso, significa não só retração do gasto corrente em bens domésticos, sobretudo investimento e consumo de não duráveis e semiduráveis, com queda da absorção doméstica, mas também alteração das decisões de portfólio em favor de ativos reais e transferências de recursos para o exterior. A queda relativa na absorção doméstica acompanhada de aumento na demanda por ativos externos resulta em ajuste dos preços relativos e na desvalorização da taxa de câmbio. Desse modo, até recentemente, as alterações em momentos de maior incerteza das decisões de gasto e alocação de ativos resultavam em maior probabilidade de aumento da relação

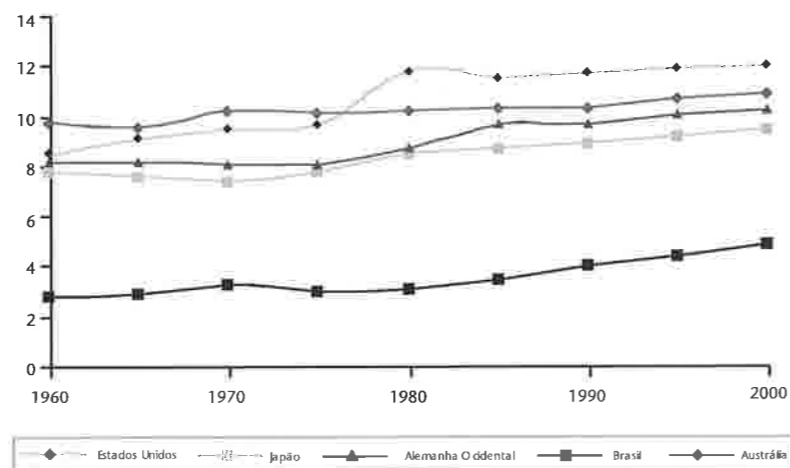


dívida/PIB, decorrente tanto da elevação dos prêmios de risco quanto da desvalorização cambial e da expressiva participação dos títulos públicos indexados à moeda estrangeira.

#### Evolução da escolaridade média e da desigualdade

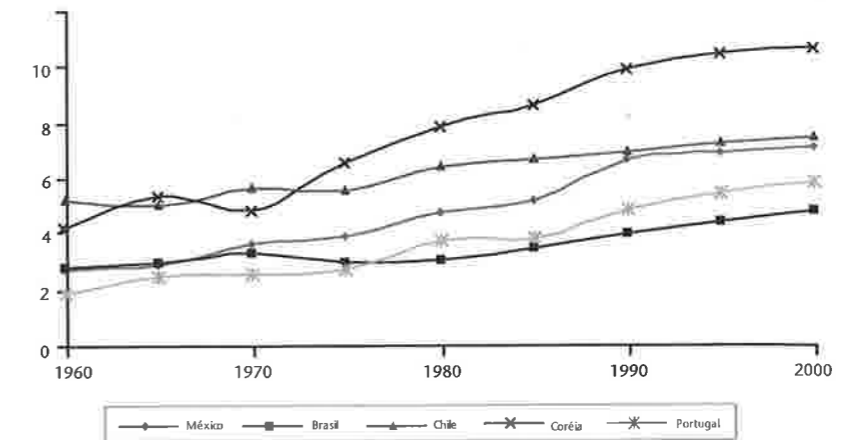
Além dos seguidos desequilíbrios fiscais, a evolução da economia brasileira na segunda metade do século XX se caracteriza pela baixa contribuição da qualificação da força de trabalho para o crescimento econômico *per capita*, inclusive em períodos de crescimento elevado, como o período de 1965 a 1976 (Gomes, Pessôa e Velloso 2003). Isso pode ser atribuído ao reduzido nível de escolaridade da população brasileira, constatado na comparação com outras nações desenvolvidas e em desenvolvimento. Os Gráficos 9 e 10 comparam a escolaridade média da população brasileira entre 1960 e 2000 com a escolaridade média de alguns países desenvolvidos e em desenvolvimento.

GRÁFICO 9  
Escolaridade média da população (países desenvolvidos)



Fonte: Barro & Lee (2000).

GRÁFICO 10  
Escolaridade média da população (países em desenvolvimento)



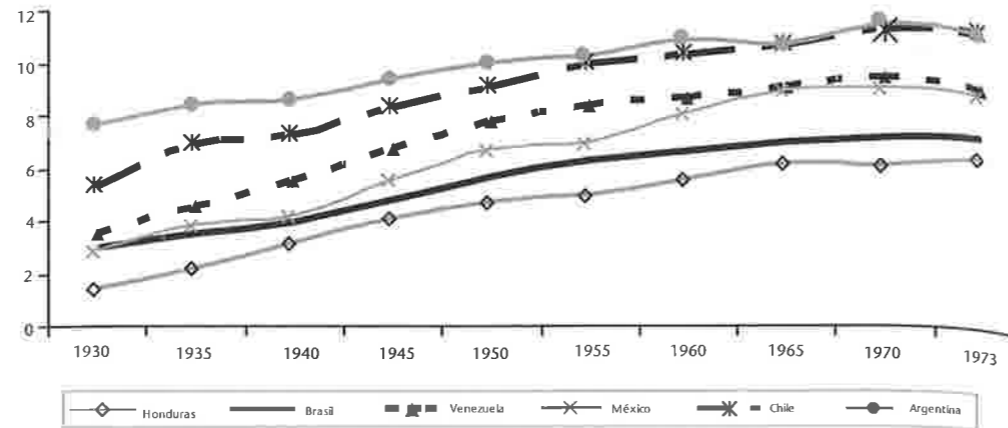
Fonte: Barro & Lee (2000)

Os países desenvolvidos apresentam elevada escolaridade média, na faixa de oito a 12 anos de estudo. Nos países em desenvolvimento, não só o nível de instrução era superior ao brasileiro nos anos 1960, como também os altos níveis de crescimento ocorridos nas últimas décadas, na Coréia do Sul e em Portugal, por exemplo, apresentaram significativo crescimento da escolaridade média. Na Coréia do Sul, a escolaridade média, em torno de quatro anos em 1960, saltou para mais de dez anos em 2000.

A evolução do nível de escolaridade das gerações da população brasileira nascidas após 1930, apresenta atraso crescente em relação a outras economias da América Latina até meados dos anos 1980. Entre os 17 países analisados por Menezes-Filho (2003), apenas Guatemala e Nicarágua possuem evolução mais lenta que a brasileira em termos de anos médios de estudo por geração, como ilustra o Gráfico 11.

Como vimos na seção anterior, há complementaridade entre política social e política de crescimento econômico. De um lado, os indicadores de qualidade de vida e de escolaridade estão correlacionados com o crescimento de longo prazo das economias. No caso do Brasil, Menezes-Filho (2001) mostra

**GRÁFICO 11**  
Evolução dos anos médios de escolaridade

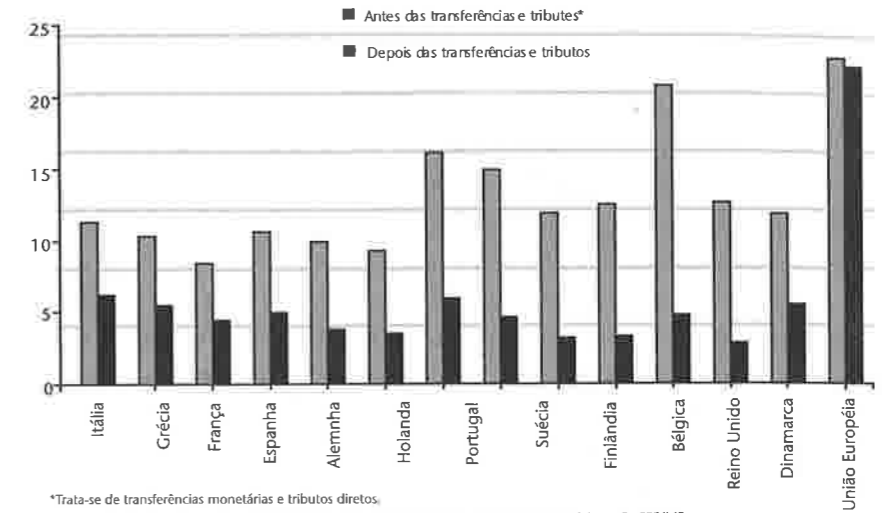


Fonte: Menezes-Filho (2003)

que mais de 40% da desigualdade de renda observada no mercado de trabalho brasileiro é correlacionada com a diferença nos anos de escolaridade. De outro, programas de transferência de renda aliados a uma estrutura tributária progressiva são bastante eficazes em reduzir a desigualdade de renda. Dessa forma, programas sociais que estimulem o aumento da frequência escolar das novas gerações e o acesso a serviços de saúde permitem a redução da desigualdade de renda e estimulam o aumento da escolaridade, incrementando, portanto, a capacidade de geração de renda dos grupos mais jovens.

Como indicado em "Orçamento social do Governo Federal, 2001-2004" (Secretaria de Política Econômica 2005), 80% dos recursos aplicados em programas condicionados à frequência escolar são absorvidos pelos 40% mais pobres da população (Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios 2003). Esses programas, além do impacto direto na redução da pobreza, geram impactos positivos indiretos, como o aumento da frequência escolar. Olinto e Souza (2004), em análise de uma experiência recente em Honduras, apresentam evidência empírica de que esses programas aumentam em 0,75 ano de estudo a escolaridade média de crianças entre seis e 12 anos, assim como elevam em 35% o número de crianças que terminam a escola primária.

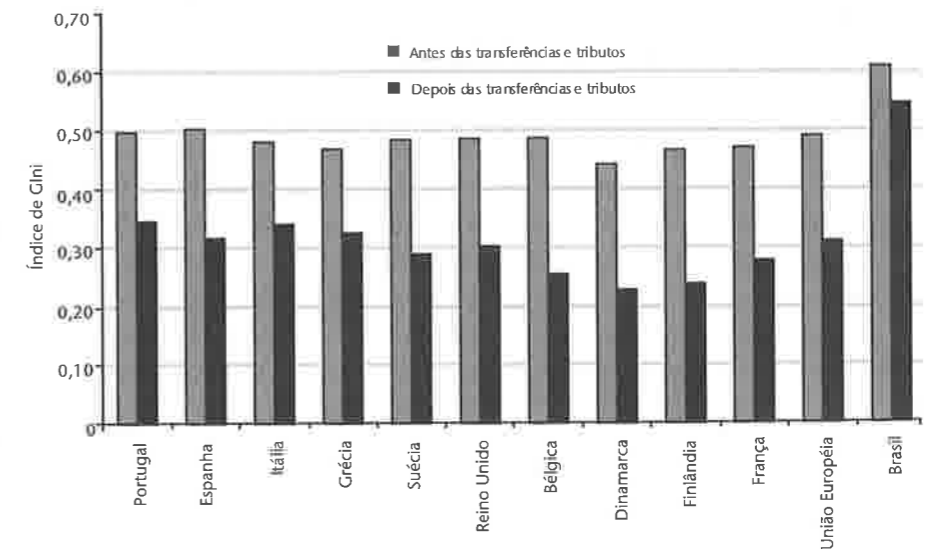
**GRÁFICO 12**  
Razão entre a renda apropriada pelos 20% mais ricos e pelos 20% mais pobres



\*Trata-se de transferências monetárias e tributos diretos.

Fonte: Países da União Europeia: EUROMOD 2004; Brasil: PNAD 2003 e BRAHMS 2004. Elaboração SPE/MF.

**GRÁFICO 13**  
Redução da desigualdade de renda via transferências monetárias e tributos diretos



Fonte: Países da União Europeia: EUROMOD 2004; Brasil: PNAD 2003 e BRAHMS 2004. Elaboração SPE/MF.

Isso significa que esses programas, ao estimular o aumento da escolaridade média das novas gerações, contribuem para reduzir a desigualdade de renda no mercado de trabalho das novas gerações. Em outros termos, “as transferências de renda com estabelecimento de condicionalidades, ao promover o aumento da escolaridade, reduzem a incidência da pobreza no presente e contribuem para romper o círculo vicioso da pobreza” (Secretaria de Política Econômica 2005).

A ação do Estado de cobrar impostos e transferir renda é particularmente importante para a redução da desigualdade econômica nos países desenvolvidos e em desenvolvimento (Gráficos 12 e 13). Os países da União Européia conseguem com a cobrança de impostos e os programas de transferência de renda reduzir, em média, 50% da razão entre a renda apropriada pelos 20% mais ricos da população e os 20% mais pobres.

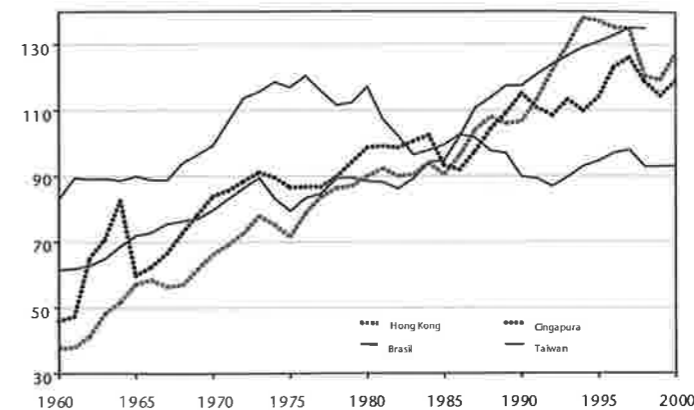
No Brasil, todavia, essa razão após a coleta de tributos e os programas de transferência de renda não se altera de forma expressiva (Gráfico 12).<sup>17</sup> As transferências monetárias reduzem o índice de Gini de 0,63 para 0,58, ao passo que a cobrança de tributos diretos (Imposto de Renda e contribuição previdenciária) resulta em uma redução adicional de 0,02, perfazendo uma redução total de aproximadamente 11% na desigualdade de renda. Nos países da União Européia, a redução do índice de Gini após as transferências e tributos diretos é, em média, de cerca de 37%, com seu valor médio caindo de 0,51 para 0,32 (Gráfico 13).

### Evolução da produtividade

Além da condução da política fiscal e dos indicadores de escolaridade, diversos trabalhos acadêmicos recentes têm atribuído os diferenciais de taxa de crescimento do produto entre os países a diferenças na evolução da produtividade (Islam 1995; Klenow e Rodriguez-Clare 1997; Hall e Jones 1999; Gomes, Pessôa e Velloso 2004). Entre 1950 e 1964, a produtividade total dos fatores (PTF) no Brasil cresceu pouco mais que a taxa de crescimento observada na fronteira mundial, com pouca contribuição do fator

<sup>17</sup> Para detalhes dessas estimativas, ver Secretaria de Política Econômica (2005).

GRÁFICO 14  
Produtividade Total dos Fatores (EUA 1950 = 100)



Fonte: Gomes, Pessôa e Velloso (2004).

trabalho (especialmente no que se refere à qualidade da força de trabalho) e crescimento da acumulação de capital semelhante ao crescimento da produção.

Entre 1965 e 1976, a PTF cresceu a taxas significativamente superiores às observadas na economia norte-americana, ocorrendo o mesmo com a acumulação de capital. Pode-se dizer inclusive que esse aumento da produtividade antecipa a retomada do crescimento econômico.<sup>18</sup> A partir de 1976, todavia, observa-se queda da PTF em relação à verificada na fronteira mundial até 1992, com o comportamento da PTF antecipando uma vez mais a variação da taxa de crescimento econômico.

Comparando-se a evolução da PTF de economias emergentes entre 1980 e 2000, observa-se que o Brasil novamente apresenta evolução diferente à dos demais países, com queda de aproximadamente trinta pontos percentuais em relação à produtividade norte-americana.

<sup>18</sup> É possível que o aumento da PTF esteja relacionado às reformas institucionais adotadas de 1964 e 1967, entre as quais a criação do Banco Central e a implementação de instrumentos de crédito para bens de consumo duráveis e habitação, bem como as reformas no desenho dos setores regulados e nas empresas estatais.

De 1992 a 2000, a PTF reverte a tendência de queda observada nos anos 1980, com a economia brasileira passando na década seguinte por um conjunto significativo de mudanças: fim do processo de elevadas taxas mensais de inflação, estabilização a partir de 1994, progressiva abertura comercial e alteração do desenho regulatório nos setores de infraestrutura.

Um exemplo do possível efeito benéfico sobre a produtividade dessas mudanças estruturais é dado por Lisboa, Menezes-Filho e Schoor (2002), que testam o impacto da abertura comercial sobre os dados de produtividade de cerca de duas mil firmas no período de 1988 e 1998. A base de dados utilizada distingue as variações das tarifas sobre os insumos utilizados pelas firmas e sobre os produtos importados que concorrem com aqueles produzidos por essas mesmas firmas. Os testes sugerem que, enquanto as tarifas sobre produtos importados concorrentes afetam a margem de lucro das empresas nacionais, a queda das tarifas dos insumos resulta em aumento da produtividade dessas mesmas firmas. Dessa forma, o impacto da abertura comercial sobre a produtividade parece decorrer do maior acesso a insumos e bens de capital mais baratos ou mais eficientes, permitindo a modernização das tecnologias utilizadas e a redução dos custos de produção. Além disso, a maior competição com a abertura a produtos similares feitos no exterior parece afetar apenas a margem de lucro das firmas.

#### **Volatilidade recente da economia brasileira**

A partir dos anos 1980, verifica-se uma elevação da volatilidade do nível de atividade econômica, ao contrário do observado em outras economias emergentes. Em oito ocasiões a taxa de crescimento anual do PIB por trabalhador foi negativa e em outras oito, maior que o triplo da média do período. No Chile e na Coréia do Sul, por exemplo, ocorreram, respectivamente, taxas negativas de crescimento anual do PIB por trabalhador apenas três e duas vezes, entre 1980 e 2000, havendo taxas acima do triplo da média apenas três vezes no primeiro e uma vez no segundo país. Outro exemplo de estabilidade na taxa de crescimento do produto por trabalhador é Taiwan, que durante esse período não sofreu nenhum decréscimo de renda, nem teve crescimento anual superior a 40% da média histórica do mesmo período.

A significativa volatilidade da economia brasileira a partir dos anos 1980 é um tema importante cujas razões ainda são pouco compreendidas empiricamente. A elevada inflação observada no período e os sucessivos planos econômicos adotados fazem parte de um quadro que combina graves dificuldades no balanço de pagamentos, regime complexo de reajustes regulares dos contratos e reduzido controle das contas públicas. Além desses diversos problemas estruturais, é possível que a volatilidade da economia brasileira tenha sido ampliada por algumas características das políticas econômicas adotadas no período.

A intervenção direta do governo na estrutura de preços relativos da economia foi uma característica comum aos planos econômicos lançados na década de 1980 e no início da década 1990. Isso esteve presente tanto no Plano Cruzado, que promoveu um congelamento geral dos preços, quanto no Plano Real, com o regime de câmbio fixo. Com o objetivo de estabilizar a economia, ambos buscaram controlar um conjunto de preços relativos correntes: bens e serviços correntes no Plano Cruzado, bens comercializáveis no Plano Real.

A estrutura de preços relevantes em uma economia de mercado inclui tanto o conjunto de preços correntes quanto as trajetórias futuras possíveis dos preços de todos os bens e serviços da economia. Essas trajetórias esperadas de preços são essenciais para a determinação das trajetórias de gasto em consumo e investimento. Quando um conjunto relevante de preços correntes é fixado abaixo do nível consistente com as trajetórias esperadas dos preços dos demais bens e serviços, há, em geral, alterações das estratégias individuais de gasto.

Assim, o resultado de uma política de fixação de preços de um conjunto relevante de bens e serviços correntes depende de seu impacto sobre o comportamento dos preços dos demais bens e serviços, e sobre as trajetórias esperadas de seus preços futuros.

Caso as expectativas sinalizem que os preços fixados estão mais baratos do que seria consistente com o valor presente dos preços futuros esperados, há elevação das demandas relativas pelos bens com preços fixados, com correspondente excesso de oferta em um conjunto de outros mercados.<sup>19</sup>

<sup>19</sup> A identidade de Walras implica que se um conjunto de mercados apresenta excesso de demanda, os demais apresentam excesso de oferta. Pode-se verificar formalmente que a

Pode ocorrer inclusive que o conjunto de preços fixados seja suficientemente amplo, induzindo uma antecipação das decisões de gasto por parte das famílias e das empresas, e resulte em excesso de demanda nos mercados correntes, com correspondente excesso de oferta nos mercados futuros. Nesse caso, eleva-se o nível de atividade geral da economia, que acaba se refletindo em um maior crescimento não sustentável do nível de atividade corrente. De um lado, o aumento generalizado da demanda pressiona os preços que permanecem livres, gerando pressões inflacionárias. De outro, o excesso de demanda, em uma situação de equilíbrio intertemporal, faz-se acompanhar de um esperado excesso de oferta em algumas das trajetórias possíveis futuras e, portanto, de um menor nível de atividade econômica em determinados cenários. O resultado caracteriza um quadro de curta expansão da atividade, com pressão inflacionária e baixo nível esperado de crescimento econômico.<sup>20</sup>

#### **A política fiscal 2003-2004**

Apesar do êxito na estabilização da economia, encerrando quase duas décadas de inflação elevada, a política econômica do período 1994-1998 se caracteriza pela permanência de desequilíbrios fiscais. As metas de superávit primário, introduzidas em 1999, foram importantes para evitar que o país entrasse em uma crise mais profunda, porém não suficientes para reverter a tendência de endividamento crescente (Goldfajn 2002). Além disso, a taxa média de crescimento anual dos gastos primários entre 1995 e 2002 foi de aproximadamente 6,0%, bem superior à taxa média de crescimento do PIB no período, cerca de 3,0%.

demanda corrente por bens e serviços não se alteraria apenas se o excesso de demanda agregada apresentasse comportamento bastante peculiar e significativo efeito riqueza.

<sup>20</sup> Esse argumento pode ser formalizado em um modelo intertemporal de equilíbrio geral com implicações passíveis de serem testadas empiricamente. Obviamente, a validade dessa conjuntura para o comportamento da economia brasileira nas décadas de 1980 e 1990 depende de corroboração empírica. Agradeço a Samuel Pessoa a referência a Calvo (1986), que elabora formalmente um argumento semelhante.

Uma política fiscal que diminua a probabilidade de dificuldades no cumprimento das obrigações do setor público estimula as decisões de investimento produtivo, pois reduz a probabilidade de utilização futura de mecanismos inadequados de financiamento de déficits públicos via emissão de moeda, aumento da carga tributária ou renegociação traumática da dívida pública. A possibilidade de utilização de mecanismos inadequados aumenta a incerteza sobre a trajetória futura da economia, piora as expectativas de crescimento econômico e afeta negativamente as decisões de gasto corrente, sobretudo em investimento.

A geração de superávits primários cumpre o papel de permitir uma rápida redução da razão dívida/PIB, aumentando a confiança na capacidade do governo de honrar suas obrigações e, conseqüentemente, reduzir os prêmios de risco e as taxas de juros. A redução das taxas de juros, por sua vez, contribui para elevar os investimentos produtivos e promover o crescimento de longo prazo. Além disso, a inflação e os prêmios de risco estão relacionados à possibilidade de o governo utilizar mecanismos inflacionários, aumento da carga tributária ou renegociação de dívidas para financiar suas obrigações. Dessa forma, o compromisso com o equilíbrio fiscal contribui para reduzir as expectativas futuras de inflação e permitir que a política monetária cumpra seu papel de estabilizar os preços no curto prazo com custos mais baixos.

Do ponto de vista teórico, política fiscal e política monetária correspondem a instrumentos distintos de uma única política pública. Ambas resultam em alterações na transferência intertemporal de recursos da sociedade; a política fiscal por meio da estrutura de impostos, despesas públicas e obrigações futuras do setor público, e a política monetária por meio do imposto inflacionário, dos preços dos ativos financeiros e dos incentivos relacionados a decisões de portfólio dos indivíduos.<sup>21</sup> Além disso, a adequada combinação dos instrumentos fiscal e monetário reduz a perda de eficiência associada a taxas de inflação mais elevadas. De fato,

<sup>21</sup> Do ponto de vista formal, ambos os instrumentos participam igualmente da restrição orçamentária intertemporal do governo. A análise teórica da relação entre política fiscal e monetária tem contribuição fundamental de Sargent e Wallace (1981).

a evidência empírica mostra que maiores taxas de inflação geram custos sociais e reduzem a capacidade de crescimento e geração de emprego.<sup>22</sup>

A separação da política de transferência intertemporal de recursos em políticas fiscal e monetária resulta do tempo necessário à capacidade de formulação e implementação dos instrumentos. A política fiscal, por sua própria natureza e restrições institucionais, define regras mais estáveis e por períodos mais longos, enquanto a política monetária, em razão da maior agilidade dos instrumentos disponíveis, pode se beneficiar de maior discricionariedade. Cabe à política fiscal definir uma estrutura relativamente estável de trajetórias de impostos, gastos públicos e metas primárias, e à política monetária, os ajustes de curto prazo para garantir a maximização do bem-estar social das trajetórias de produção e renda.

A forma mais eficiente de garantir que a atuação do Banco Central contribua para maximizar a capacidade de geração de renda no longo prazo é definir a estabilidade do nível de preços como o objetivo da política monetária. A evidência disponível parece indicar que essa maximização ocorre com taxas de inflação relativamente baixas. A condução da política monetária, porém, envolve uma inevitável incerteza sobre em que medida os objetivos anunciados serão efetivamente perseguidos, dada a defasagem com que os resultados são percebidos pela sociedade. Por essa razão, a capacidade de geração de renda e emprego da economia parece ser ampliada pela concessão de autonomia operacional ao Banco Central. Nesse caso, cabe aos formuladores da política econômica definir as metas da inflação de forma transparente e independente da execução da política monetária, gerida de forma autônoma pelo Banco Central, com o intuito de cumprir as metas fixadas pelo governo.<sup>23</sup>

<sup>22</sup> As razões pelas quais maiores taxas de inflação afetam negativamente a capacidade de crescimento, ainda que empiricamente verificado, não são inteiramente compreendidas teoricamente. A hipótese mais provável se refere a ausência de informação completa por parte das firmas e famílias sobre o nível de preços em conjunto com diferenças setoriais na capacidade de ajuste dos preços relativos. Firms e famílias estão sempre incertas sobre como efetivamente o Banco Central está conduzindo a política monetária e devem adotar políticas de reajustes de preços com base nas suas expectativas e características setoriais, gerando maior perda de eficiência quanto maior for essa incerteza.

<sup>23</sup> Para os modelos teóricos e a evidência empírica sobre os efeitos positivos da autonomia operacional do Banco Central sobre as taxas de juros e a atividade econômica, ver Leonard

Recentemente, tem havido um debate sobre a possibilidade de melhorias no desenho institucional para o funcionamento dos mercados privados de crédito se contraponem à ação da política monetária. Alterações institucionais adequadas, da mesma forma que aumentos da produtividade, melhoram a capacidade de geração de renda e alocação de recursos em uma economia de mercado. Ambas as melhoras, porém, afetam apenas o desenho eficiente da política macroeconômica, e não sua eficácia. Mesmo esse efeito é indireto e ocorre nos fundamentos econômicos que balizam o desenho das políticas. De forma alguma, portanto, melhorias no desenho institucional se contrapõem ou reduzem a eficácia da política econômica. É verdade que a estrutura de preços relativos se altera em função dessas melhoras, mas isso leva à necessidade de um ajuste correspondente no desenho dos instrumentos da política econômica, e não em seu processo de funcionamento.

Dessa forma, medidas que aumentem a produtividade ou a eficiência institucional são totalmente distintas de políticas de subsídio, por exemplo. Aumento no volume de subsídios afeta diretamente a restrição orçamentária intertemporal do governo de forma inversa a um aumento das metas fiscais ou a uma maior restrição da política monetária. Por outro lado, aumentos da eficiência institucional ou da produtividade não afetam diretamente a restrição orçamentária do governo, alterando-a apenas quando há aumento na capacidade de geração de renda e emprego da sociedade, que leva a um ajuste dos preços relativos e no desenho da política econômica. No aumento de subsídios simultaneamente a um ajuste equilibrado da política econômica há o uso de instrumentos contraditórios da equação intertemporal do governo, com efeito nulo ou negativo sobre o bem-estar social. Por sua vez, aumentos da eficiência institucional ou da produtividade resultam em ganhos líquidos de bem-estar social, mesmo que seja necessário um ajuste nos instrumentos de política econômica pelo aumento decorrente da riqueza social.

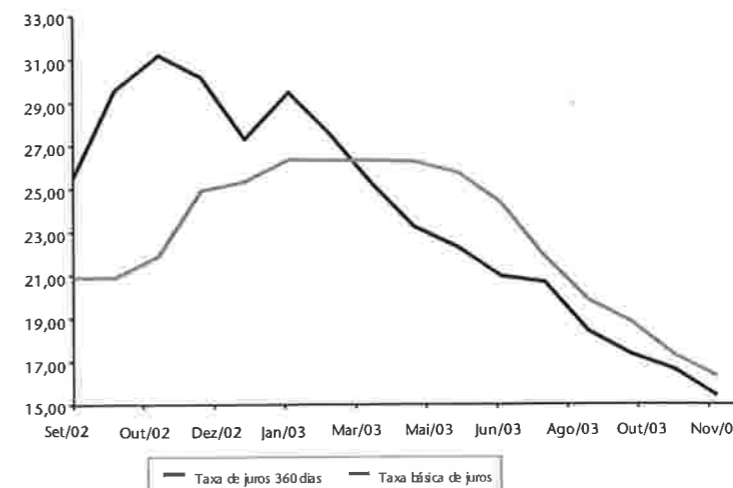
(1999), Rogoff (1985), Kydland e Prescott (1977), Posen (1998), Jacome (2001) e Geraats e Eijffinger (2004). Grier e Grier (2004) estudam o impacto da autonomia da autoridade monetária na redução da probabilidade de crises cambiais.

Esse breve esboço da relação teórica entre política fiscal e monetária talvez seja útil na análise do impacto de regimes fiscais que reduzem a probabilidade de futuro financiamento inflacionário do setor público e aumentam a eficácia da política monetária corrente. Um aumento crível das metas fiscais reduz a probabilidade de que as autoridades econômicas tenham de utilizar mecanismos inflacionários para financiar as despesas públicas. Nesse caso, portanto, uma mesma política monetária tem maior probabilidade de garantir uma queda consistente das taxas de inflação que não tenha de ser revertida posteriormente. Metas fiscais mais estritas aumentam a credibilidade e a eficácia da política monetária, ou seja, há necessidade de um menor aumento das taxas de juros para garantir uma mesma queda da taxa de inflação.

Em 2003, o governo anunciou, para o período 2003-2006, o aumento da meta de superávit primário para 4,25% do PIB. Essa medida teve duplo objetivo. De um lado, a maior meta de superávit primário reduziu a probabilidade de financiamento inadequado do setor público e, portanto, o prêmio de risco da dívida pública e das taxas de juros de mercado. De outro, o anúncio de metas de superávit para todo o mandato governamental, e não apenas para 2003, visou garantir o compromisso com trajetórias fiscais que viabilizassem uma significativa queda da relação dívida/PIB nos próximos anos e reduzissem a incerteza de médio prazo sobre os fundamentos macroeconômicos da economia brasileira, permitindo, em um primeiro momento, a recomposição das decisões de gasto doméstico, sobretudo em bens de consumo duráveis e investimento, e, posteriormente, da renda e do consumo nos demais bens e serviços. O compromisso com o equilíbrio fiscal de longo prazo melhorou as expectativas para a evolução dos agregados macroeconômicos, com impacto positivo sobre as decisões de gasto correntes.

Esse fenômeno pôde ser observado já no começo de 2003. Com o anúncio da política econômica, em particular das metas fiscais, as taxas de juros de longo prazo começaram a se reduzir e mantiveram essa direção durante todo o primeiro semestre de 2003, refletindo a queda esperada da taxa de inflação e a posterior queda da taxa básica de juros. Esse movimento foi simultâneo a aumentos da taxa básica de juros por parte do Banco Central, de modo a reduzir as taxas médias de inflação, que tinham chegado a 17% no acumulado em 12 meses, como se pode observar no Gráfico 15.

**GRÁFICO 15**  
Evolução das taxas básica e longa de juros, 2002-2003

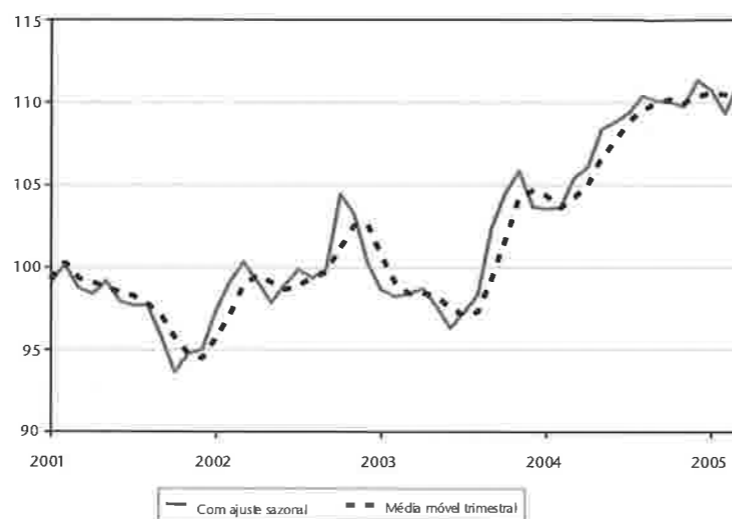


Fonte: Banco Central do Brasil

A política fiscal cumpriu com folga a meta de superávit primário anual de 4,25% do PIB em 2003 e 2004, fazendo com que a relação dívida/PIB caísse mais de cinco pontos percentuais durante esse período. Além disso, no segundo semestre de 2003, iniciou-se forte recuperação da atividade econômica.

É interessante observar que essa recuperação econômica iniciada no segundo semestre de 2003 parece estar correlacionada com a queda das taxas de juros longas ocorridas durante o primeiro semestre. Pode-se conjecturar que a maior confiança na sustentabilidade fiscal a partir do começo de 2003 aumentou a credibilidade na eficácia da política monetária. Nesse contexto, a inversão da curva de juros, com taxas longas menores que a taxa curta, refletiu a melhoria nas expectativas de longo prazo a respeito da solvência fiscal e dos fundamentos macroeconômicos, bem como na eficácia da política monetária para promover a queda da taxa de inflação no médio prazo. Dito de outro modo, a expectativa de melhora dos fundamentos macroeconômicos teria reduzido a incerteza agregada e incentivado a expansão das decisões de produção e investimento.

GRÁFICO 16  
Produção Industrial



Fonte: IBGE

Durante alguns anos, no Brasil, discutiu-se em que medida as taxas de juros refletiriam os prêmios de risco, como freqüentemente se argumenta na literatura econômica. Uma das teses sugeridas nessa época foi que a economia brasileira apresentaria um comportamento patológico com causalção inversa, isto é, com a taxa básica de juros determinando o prêmio de risco. Ao menos durante a crise de 2002 e a recuperação de 2003, verifica-se que essa tese não encontra fundamento nos dados. Enquanto era elevada a taxa básica para combater o processo inflacionário, os prêmios de risco e as taxas longas de juros caíam significativamente, refletindo maior credibilidade tanto na política econômica quanto na sustentabilidade da dívida pública.

A política fiscal, contudo, não se esgota na sustentabilidade das contas públicas. A melhoria da qualidade do gasto público é igualmente importante. Ajustes fiscais baseados na redução de impostos e dos gastos com pessoal tendem a ser mais duradouros e a apresentar efeitos positivos sobre o crescimento, ao contrário de ajustes fundamentados no aumento

dos impostos (Alesina e Perrotti 1996). Por essa razão, a política fiscal teve como meta não aumentar a carga tributária do Governo Federal nos dois primeiros anos de governo. Além disso, a Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) para 2006 prevê uma queda da carga administrada pela Secretaria da Receita Federal, com a passagem de 16,21% do PIB em 2004 para 16,11% do PIB em 2005 e 16% em 2006, simultaneamente à preservação do superávit primário de 4,25% do PIB. Dessa forma, reverte-se a tendência de aumento da carga tributária administrada pelo Governo Federal, como observado até 2002, com o correspondente ajuste da despesa como fração do PIB em decorrência da manutenção do superávit primário.

A boa gestão da política fiscal pode ser maximizada com o desenvolvimento de instrumentos de avaliação da eficácia, da eficiência e da efetividade do gasto público. Essa avaliação do gasto público permite que o governo amplie os recursos destinados às áreas de maior impacto para a melhoria dos indicadores sociais e a qualidade de vida da população, sem prejuízo da solvência das contas públicas. Para efetuar essa avaliação dos programas do governo, todavia, é preciso criar instrumentos de gestão que tornem possível um contínuo monitoramento dos programas, os quais devem ter uma estimativa prévia dos resultados esperados e metas bem definidas. Durante a implementação dos programas, devem ser realizadas avaliações periódicas que comparem os resultados alcançados com o previsto e auxiliem na decisão de implementar correções de rumo.

As avaliações devem ser feitas de forma a possibilitar também a comparação entre os resultados alcançados e aqueles que seriam obtidos caso os programas não fossem implementados. Para isso, uma alternativa é mensurar o resultado sobre o público-alvo com o que tenha sido obtido em um grupo de controle que não tenha sido beneficiado pelo programa.<sup>24</sup> Por fim, dada a possibilidade de existir mais de um programa voltado para a melhoria de um mesmo indicador, é importante que sejam feitas comparações da eficiência relativa de cada um desses programas, com o intuito de concentrar maiores recursos nos programas mais eficientes.

<sup>24</sup> Na impossibilidade de estabelecer um grupo de controle, uma alternativa é a utilização de técnicas de simulação contrafactuais, como discutido em Heckman (2001, 2001a).



## Reformas microeconômicas

Nos últimos dois anos, a economia brasileira apresentou um quadro bastante favorável em seus fundamentos macroeconômicos, expresso pela combinação de superávit fiscal, inflação baixa e bom resultado nas contas externas. Essa maior solidez macroeconômica permitiu o debate sobre reformas microeconômicas voltadas para a melhoria do ambiente de negócios, o desenvolvimento do mercado de crédito e de capitais, e a redução das fontes de assimetria de informação.<sup>25</sup>

As reformas microeconômicas têm, em geral, o objetivo de corrigir falhas de mercado, por intermédio da construção de marcos legais eficientes, com regras claras e juridicamente seguras. No Brasil, muitos mercados inexistentes ou ainda são pouco desenvolvidos em virtude da ausência de previsão legal explícita ou de decisões do Judiciário. A provisão legal de novos instrumentos de financiamento e seguro é particularmente importante para reduzir a insegurança jurídica das operações de crédito, cuja ausência se traduz em custos maiores para ambas as partes e, em casos extremos, inviabiliza o desenvolvimento de mercados específicos.

A próxima subseção analisa o impacto sobre o bem-estar social de diversas decisões judiciais. Em particular, há um falso debate na literatura que contrapõe economistas e a defesa do cumprimento dos contratos, de um lado, e representantes do Judiciário e princípios de justiça social, do outro. O rompimento dos contratos gera perdas de bem-estar social, penalizando freqüentemente os próprios grupos que a decisão judicial teve por intenção proteger. Por essa razão, há necessidade de uma análise consequencialista do direito, que leve em conta os impactos diretos e indiretos sobre o bem-estar social das decisões judiciais, ainda que não se devam utilizar princípios para afastar regras.

De maneira análoga, a inexistência de previsão legal impede a difusão de bancos de dados que permitam identificar o histórico de acesso ao crédito de firmas e famílias. Como aponta a literatura em seleção adversa, o

<sup>25</sup> Uma descrição completa dos projetos de reformas microeconômicas que foram enviados ao Congresso Nacional, bem como daqueles que foram aprovados pode ser encontrada em Secretaria de Política Econômica (2004).

resultado é o aumento das taxas de juros, no caso de crédito, e do preço dos prêmios, no caso de seguros. Esse ponto será discutido adiante, destacando não apenas o importante papel das inovações legais, como também as conseqüências de diversas decisões judiciais que, ao reduzir o acesso ao crédito no Brasil, têm efeitos negativos sobre a distribuição de renda e a capacidade de crescimento da nossa economia.

As reformas microeconômicas também têm por objetivo alinhar os incentivos privados aos benefícios sociais. É importante, portanto, que os marcos legais gerem incentivos para que as ações dos agentes, ao privilegiar seus interesses privados, sejam consistentes com os custos e benefícios sociais. Esse ponto também será discutido adiante, à luz das reformas do Código de Processo Civil e da legislação falimentar.

Um terceiro objetivo das reformas microeconômicas é melhorar o ambiente de negócios por intermédio da redução dos custos de transação. A redução desses custos faz com que recursos despendidos no cumprimento de obrigações burocráticas possam ser direcionados para investimentos produtivos. Um exemplo clássico dos efeitos negativos de um ambiente de negócios pouco receptivo aos investimentos decorre da excessiva burocracia nos procedimentos de abertura e fechamento de empresas, os quais estão, como visto na seção anterior, inversamente correlacionados com a renda *per capita* em diversas economias. Os inúmeros requisitos legais para o registro e a legalização de uma empresa nos três níveis da Federação constituem elevados custos de transação que terminam por estimular a informalidade e consumir recursos que poderiam ser empregados no próprio desenvolvimento das empresas. Esses custos geram uma perda de bem-estar social que pode ser medida em termos da não geração ou da má qualidade dos empregos, do aumento da informalidade, dos impostos que não são recolhidos, dos recursos que são desviados para intermediários e do tempo que é perdido em diversos balcões governamentais. Além disso, o demorado processo para o fechamento de uma empresa, custo esperado da atividade empresarial, desestimula a abertura de novas empresas.<sup>26</sup>

<sup>26</sup> Soto (1986) estuda o impacto dos custos de transação na abertura de negócios no Peru. Algumas medidas de política econômica do biênio 2003-2004 no Brasil tiveram por objetivo desburocratizar a relação do pequeno empresário com os órgãos públicos. O projeto do cadastro sincronizado – em funcionamento a partir de julho de 2005 nos Estados de São

A melhoria do ambiente de negócios passa igualmente pela recomposição da poupança pública, que permite a expansão do investimento em infra-estrutura e aumenta a taxa de retorno de decisões privadas de dispêndios. O aperfeiçoamento da regulação econômica e a existência de regras claras e estáveis também são condições necessárias à construção de um ambiente de negócios favorável à atração de investimentos privados nos setores de infra-estrutura. Para os casos específicos em que o retorno social dos investimentos é superior a seu retorno privado, o instrumento das Parcerias Público-Privadas (PPPs), instituído pela Lei nº 11.079/2004, permite que o governo cubra a parcela do custo que não pode ser recuperada apenas pela cobrança de taxas e tarifas feitas aos usuários, como ocorre em rodovias, ferrovias, hidrovias e geração e uso de energia elétrica.

É importante enfatizar que as PPPs podem favorecer uma melhor gestão das obras, uma vez que os riscos de execução e operação dos serviços são do setor privado. A intenção da legislação em vigor é atribuir ao Estado apenas o risco sobre a demanda pelo serviço a ser ofertado. Esse risco, todavia, só ocorre após a provisão do serviço, sendo necessário que o empreendimento esteja em funcionamento. Por isso, em casos de atraso ou problemas na construção da obra e na execução dos serviços, os custos são pagos pelos investidores privados, não havendo, ao contrário do que acontece com o investimento tradicional em obras governamentais, desembolso público.<sup>27</sup>

Paulo e da Bahia – caminha na direção do estabelecimento de uma entrada única de dados cadastrais para os indivíduos que desejam abrir uma empresa. Deve-se destacar igualmente o envio ao Congresso Nacional do Projeto de Lei Complementar nº 210/2004, que cria regime tributário, trabalhista e previdenciário especial para empresários com faturamento anual até R\$ 36 mil, e prevê a criação de um sistema informatizado disponível nos bancos públicos que fará o cálculo e emissão de boletos para o pagamento de impostos e contribuições, bem como permitirá, com base nas informações prestadas, a geração automática das declarações que o empresário deve fornecer aos órgãos públicos.

<sup>27</sup> A agenda de reformas do ambiente de negócios inclui, entre outras medidas, a reforma do Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência, a abertura do mercado de resseguros e a alteração na legislação das normas contábeis. Para uma descrição não exaustiva dessas medidas, ver Secretaria de Política Econômica (2004).

## Desenvolvimento dos instrumentos de intermediação financeira e de seguro

Os mercados de crédito, de seguros e de capital cumprem funções semelhantes do ponto de vista econômico. Em todos eles, os instrumentos de financiamento ou de seguro permitem a transferência de recursos entre períodos ou circunstâncias específicas no futuro. No jargão da economia, cada evento futuro possível, caracterizado pela descrição completa das características da sua ocorrência, é denominado estado da natureza. Os instrumentos de financiamento, portanto, correspondem a contratos que definem os fluxos de pagamentos realizados em cada estado da natureza possível. Um empréstimo para pagamento é um exemplo bastante simples de contrato que estabelece o recebimento corrente de recursos contra o pagamento em todos os estados da natureza no segundo período. Outro exemplo simples é um contrato de seguro que especifica o recebimento periódico de recursos contra um pagamento na ocorrência de um evento específico observável por ambas as partes.

Nas últimas décadas, os instrumentos disponíveis para financiamento e seguro têm se tornando cada vez mais sofisticados, com fluxos de pagamento e recebimento contingentes a um número cada vez maior de estados da natureza futuros. Essa crescente sofisticação dos contratos de financiamento e de seguro tem sido importante para expandir a capacidade de gasto das firmas e das famílias e para reduzir possíveis impactos de choques econômicos negativos. No caso de um exportador, por exemplo, seus gastos e suas receitas dependem das taxas de câmbio entre várias moedas, podendo a insegurança sobre o valor futuro das taxas de câmbio resultar em prejuízo ou ganho inesperados, pois da mesma forma que uma desvalorização cambial inesperada pode gerar lucros extraordinários, um movimento simétrico de valorização pode levar a perdas inesperadas.

Os custos resultantes da insegurança sobre a evolução futura dos preços relativos são inerentes ao funcionamento de uma economia de mercado, uma vez que há defasagem entre decisões de investimento e produção, com a pressuposição de gastos na aquisição de máquinas e insumos, de um lado, e a realização de vendas, do outro. Assim, flutuações de preços relativos no intervalo desses momentos podem resultar em flutuações da taxa de retorno obtida.

É precisamente o custo dessas flutuações de preços relativos, bem como de outras ocorrências possíveis, que o desenvolvimento dos mercados de crédito e seguro permite reduzir. Um empréstimo indexado a taxa de câmbio, por exemplo, pode ser benéfico para um exportador, pois tanto seu custo quanto suas receitas dependem do comportamento da taxa de câmbio. De forma similar, um exportador pode comprar um ativo financeiro que gera fluxo positivo apenas se a taxa de câmbio se valorizar. Dessa forma, a mesma flutuação exógena que piora sua receita, a valorização cambial, gera um fluxo positivo de recursos decorrente da compra do ativo financeiro. Obviamente, no caso de uma desvalorização cambial, esse ativo tem um custo a ser pago, mas essa é exatamente a circunstância em que o mesmo exportador tem maior fluxo de recursos.

Os recursos transferidos nos contratos de financiamento e seguro pertencem direta ou indiretamente (por meio de empresas) às famílias, sendo tanto a complexa operação de intermediação desses contratos quanto a efetivação dos fluxos de pagamentos realizadas por instituições financeiras, e as Bolsas de Valores. As instituições financeiras gerenciam os estoques de ativos dos poupadores e as carteiras de empréstimos ou operações de seguros concedidas sem que haja necessariamente identidade perfeita entre ambos os lados de cada operação. Por exemplo, no Brasil os depósitos de caderneta de poupança são utilizados para financiamento imobiliário de longo prazo. Nada impede, porém, que os depositantes saquem seus recursos a qualquer momento, ainda que a instituição que os detém tenha concedido créditos de longo prazo.

As cooperativas agrícolas são outro exemplo. Considere-se um conjunto de agricultores de uma cooperativa de crédito que planta arroz surpreendido por uma quebra de safra em um determinado ano. Sem poder arcar com o pagamento de seus financiamentos, precisa recorrer à instituição financeira que lhe dá crédito, a qual, todavia, não só não pode ajudá-lo, como entra em dificuldades irreversíveis. Esse problema não ocorreria se a cooperativa pudesse vender o risco de quebra de safra intrínseco ao crédito concedido. A cooperativa poderia vender títulos com pagamentos contingentes à safra de arroz ou, o que lhe é equivalente, a parcela da renda dos créditos concedidos que depende unicamente de fatores observáveis, como são os fatores climáticos.

Exemplos assim ajudam a explicar o desenvolvimento, nas últimas décadas, de complexos instrumentos para a realização de seguro das próprias operações de crédito e seguro das instituições financeiras. Uma instituição de crédito imobiliário, por exemplo, pode vender um ativo financeiro cujo pagamento dependerá das flutuações das taxas de juros e das decisões dos compradores de imóveis em pagar antecipadamente seus empréstimos.

### Conseqüências econômicas e sociais de decisões judiciais

O desenvolvimento dos mercados de crédito e de seguro tem sido fundamental para o crescimento econômico de diversas economias e, conseqüentemente, para a melhoria da qualidade de vida das famílias. A existência de instrumentos de financiamento é particularmente importante para as famílias de menor renda e para pequenas e médias empresas que não possuem recursos próprios para suas decisões de gasto corrente, ainda que tenham a perspectiva de maiores rendas no futuro. De forma análoga, as operações de seguro reduzem o impacto de choques econômicos negativos e os custos da incerteza sobre as decisões de gasto, permitindo a suavização das decisões de consumo.

No Brasil, o desenvolvimento desses mercados encontra grande resistência em razão do desenho de seu sistema legal e de diversas decisões judiciais, cuja maior conseqüência é o aumento do custo das operações pagas por firmas e famílias. O sistema legal atualmente em vigor, por exemplo, impede diversos tipos de contratos de financiamento e seguros.<sup>28</sup>

O debate sobre desenho legal, decisões judiciais e mercado de crédito no Brasil tem sido freqüentemente retratado como um dilema entre justiça social, de um lado, e respeito aos contratos, do outro. Essa oposição aparece não só no importante trabalho de Pinheiro (2001a), cuja análise mostra que diversas decisões judiciais se baseiam em critérios sociais, mesmo que contrárias ao contrato estabelecido ou à legislação em vigor, como também em manifestações do próprio Judiciário que confirmam a utiliza-

<sup>28</sup> Um problema adicional do mercado de seguros é o monopólio do setor de resseguros. O Governo Federal enviou em maio de 2005 projeto de lei complementar para a regulamentação da atividade de resseguros, em que se permite a operação de resseguros por empresas locais e estrangeiras.

ção desses critérios em detrimento dos contratos. Nesses termos, o debate se aproxima de uma discordância entre a visão dos juristas e a visão dos economistas sobre o papel do Judiciário: justiça social ou cumprimento de contratos.

A caracterização do debate nesses termos, todavia, não parece inteiramente adequada. Entre os objetivos centrais de um desenho adequado das instituições em uma economia de mercado está a viabilização de condições para a maximização do bem-estar social em decorrência do acesso a bens e serviços. Dessa forma, não é correto afirmar que o pensamento econômico defende a validade dos contratos independentemente de qualquer consideração sobre seu impacto social. Toda análise econômica, ao contrário, tem por objetivo identificar o desenho institucional mais favorável ao bem-estar social.

Como mencionado na segunda seção, um desenho institucional adequado garante que os contratos livremente pactuados sejam eficientes e, portanto, maximizem o bem-estar social.<sup>29</sup> Dessa forma, a oposição entre justiça social e respeito aos contratos parece ser, em geral, um falso dilema. Sobretudo no mercado de crédito, o respeito aos contratos livremente pactuados permite não apenas uma maior eficiência econômica, como também o maior acesso por parte das famílias de baixa renda e pequenas e médias empresas a instrumentos mais baratos de financiamento ou de seguro, como veremos adiante.

A caracterização do debate entre economistas e juristas como contratos *versus* justiça social também não parece adequada porque a tradição jurídica brasileira não é consequencialista.<sup>30</sup> Isso significa que os princípios básicos de justiça são definidos *a priori* e as decisões jurídicas não devem

<sup>29</sup> A política pública pode, eventualmente, interferir na distribuição de riqueza ou no acesso a oportunidades, de modo a alterar a alocação eficiente de bens e serviços entre as famílias, segundo critérios de justiça social. O cuidado da política pública, porém, deve ser sempre reduzir a probabilidade de que essa ação resulte em perdas de bem-estar generalizadas. O rompimento de contratos livremente pactuados é, usualmente, uma forma bastante ineficiente de ação pública, reduzindo o bem-estar social.

<sup>30</sup> Devo a diversas conversas com Daniel Goldberg e a leitura privilegiada de uma versão preliminar de sua tese de doutoramento minha compreensão da análise jurídica desse debate entre economistas e juristas.

incorporar a análise de suas conseqüências. A existência de princípios normativos de justiça que não incorporem critérios econômicos de bem-estar pode gerar situações paradoxais. Como discutido na segunda seção, uma solução eficiente, no sentido de Pareto, significa que qualquer solução alternativa piora ao menos uma das partes. Além disso, uma solução ineficiente, em geral, significa que existe uma decisão alternativa que melhora todas as partes. Dessa forma, caso os princípios normativos não incluam uma análise de bem-estar que selecione soluções eficientes no sentido de Pareto, pode ocorrer que *decisões judiciais "justas"*, porque seguem princípios normativos previamente definidos, *resultem em perda de bem-estar para todas as partes envolvidas*.<sup>31</sup>

Nos últimos anos, diversos juízes têm se mostrado favoráveis a uma análise consequencialista do direito, como captado por Pinheiro (2001a). Essa tendência no direito brasileiro tem sido objeto de análise jurídica, que não cabe comentar neste texto. Do ponto de vista econômico, todavia, devem ser feitas algumas observações, uma vez que diversas vezes as decisões judiciais são de natureza alocativa, ou seja, determinam a divisão entre as partes de um conjunto de ativos ou recursos. Uma análise consequencialista, nesses casos, deve necessariamente analisar os impactos diretos e indiretos das decisões sobre o bem-estar das partes envolvidas. Como veremos adiante, decisões judiciais preocupadas com o bem-estar social que não analisam implicações diretas e indiretas sobre o funcionamento dos mercados podem resultar em conseqüências inversas às pretendidas, levando à piora do bem-estar social.<sup>32</sup>

Firmas e famílias decidem sobre suas estratégias de poupança, consumo, produção e investimento com base nas regras e incentivos existentes.

<sup>31</sup> Serão apresentados adiante exemplos concretos de decisões judiciais que levam à perda de bem-estar das partes envolvidas.

<sup>32</sup> Um ponto importante é que nem sempre uma decisão judicial é uma forma eficiente, no sentido de Pareto, para resolver uma disputa alocativa. Isso significa que, em muitos casos, podem existir soluções alocativas opcionais que melhoram ambas as partes em relação ao arbitrado juridicamente. Dessa forma, uma decisão importante para o magistrado deve ser em que medida deve ou não decidir sobre o caso, o que depende da análise empírica sobre o quanto sua escolha em decidir sobre o caso pode piorar o bem-estar das partes envolvidas direta ou indiretamente.

Uma decisão judicial que modifica regras e incentivos pode, portanto, alterar comportamentos individuais, cujas conseqüências devem ser incorporadas na análise da decisão judicial. Se essas conseqüências não são analisadas, o resultado da decisão judicial pode ocasionar conseqüências negativas precisamente para as partes que procurava proteger.

Pinheiro (2001a) documenta que alguns juízes tomam decisões contrárias às regras existentes baseando-se em princípios jurídicos, sobretudo de justiça social. Princípios jurídicos, todavia, devem ser utilizados para interpretar a lei e outros princípios, e não para afastar a regra, uma vez que a ordem legal brasileira possui mecanismo muito bem definido para alterar o marco legal quando necessário: a alteração na legislação definida pelo Congresso Nacional.<sup>33</sup> Dessa forma, o debate entre economistas e juristas não se refere a contratos, de um lado, e justiça social, do outro, e sim à necessidade de respeito às regras, de um lado, e análise, se possível empírica, das conseqüências das decisões judiciais, do outro, de modo a reduzir a probabilidade de decisões judiciais que gerem resultados inversos aos pretendidos, piorando o bem-estar dos grupos que se buscava proteger. A próxima subseção apresenta diversos exemplos de aspectos legais e decisões judiciais que resultaram em perda de bem-estar social.

#### **Decisões judiciais, aspectos legais e bem-estar social**

Como vimos, as operações de crédito e seguro constituem serviços de intermediação de fluxos financeiros. Esses fluxos podem ser continentes inclusive à ocorrência de eventos específicos, como um sinistro, no caso de seguros tradicionais, ou preços relativos, como no caso de opções. O preço pago por esses serviços inclui, entre outros, impostos e contribuições sobre a intermediação, despesas administrativas e o custo de oportunidade dos recursos.

Além disso, os serviços de intermediação apresentam a peculiaridade de terem seus preços sujeitos a diversas regulações legais e decisões judiciais, ausentes para a grande maioria dos demais serviços de nossa economia. A legislação atual, por exemplo, limita os juros cobrados por instituições

<sup>33</sup> Para uma discussão sobre a necessidade de diferenciação entre princípios e regras, ver Alexy (1989).

não financeiras, assim como são freqüentes ações na Justiça argumentando que os juros pactuados em determinados contratos são abusivos. Essas são ações que não raro resultam em processos longos, com arbitragem dos juros sobre o montante devido durante o período da ação significativamente abaixo dos juros de mercado.

Algumas conseqüências dessas ações sobre o mercado de crédito e de juros podem ser facilmente analisadas. Considere-se um serviço qualquer: concessão de crédito, realização de procedimentos médicos ou contratação de serviços advocatícios. Admita-se que, na contratação do serviço, seja livremente negociado um preço pelo serviço fixado em contrato e que, no momento pactuado para o pagamento, o contratante entre com uma ação na Justiça argumentando que o preço cobrado é excessivo e que, portanto, o contrato não deve ser pago ou deve ser pago por um preço abaixo do pactuado inicialmente. Admita-se também que esse tipo de ação se torna usual, com decisões judiciais favoráveis.

O ofertante do serviço passará a considerar no preço de seu serviço o custo decorrente da venda a uma fração de clientes que não o pagam na forma como contratado originalmente. Além disso, para toda ação de revisão de um contrato negociado livremente pelas partes, haverá custo adicional de serviços legais e custo de oportunidade dos recursos que eram devidos, mas que são pagos parcialmente e somente após um longo processo judicial. Isso significa custos adicionais no provimento do serviço que implicarão um aumento do preço cobrado de todos os clientes. Caso uma fração maior de clientes não pague os honorários de serviços médicos, advocatícios ou financeiros, os médicos, advogados e intermediários financeiros incorporarão em seu custo de oferecimento dos serviços que parte de seu tempo será utilizada no provimento de serviços que não serão remunerados e que, portanto, os custos desse serviço serão divididos pelos clientes que pagam o serviço como contratado originalmente.

Nos serviços de intermediação, o preço cobrado é a taxa de juros, que se eleva à medida que a taxa de inadimplência aumenta. O aumento do preço do serviço, porém, terá conseqüências negativas. Diversos clientes dispostos a pagar o preço inicial não estarão dispostos a pagar o novo preço. Assim, a fração de clientes do serviço que efetivamente pagam pelo serviço será ainda menor, levando a novos aumentos do preço do serviço ou da taxa de juros. Nessas condições, o custo da inadimplência é pago so-

cialmente por dois grupos: os clientes que utilizam o serviço pagando um preço maior e os clientes que deixam de utilizar o serviço porque o preço ficou elevado. De forma sintética, os bons pagadores pagam pelos maus pagadores, um fenômeno presente em qualquer provimento de serviço, seja este médico, jurídico ou financeiro.

Uma decisão judicial isolada que permita a quem utilizou um empréstimo bancário com determinada taxa de juros não pagar o preço livremente pactuado pode resultar em perdas momentâneas para o provedor do serviço. Mas essas decisões, à medida que se tornam recorrentes, passam a integrar o custo do serviço, pago pelas famílias que cumprem o contrato livremente pactuado ou por aquelas que deixam de ter acesso ao serviço porque seu preço ficou excessivamente elevado.<sup>34</sup>

Um exemplo simples ajuda a entender como o risco de inadimplência afeta o custo do empréstimo. Admita-se que a taxa de captação de recursos de uma instituição financeira é de 18% ao ano, e que seus custos administrativos e fiscais demandem um adicional (*spread*) de 2% ao ano para serem cobertos. Em um ambiente de inadimplência nula, o banco, ao captar R\$ 100,00, precisará, para poder cobrir os seus custos, obter R\$ 120,00 ao fim de um ano. Suponha-se agora que a taxa de inadimplência passe de zero para 5%. Nesse caso, os R\$ 120,00 terão de ser pagos por apenas 95% dos tomadores de empréstimos, exigindo uma taxa de juros de empréstimo de 26,32% ao ano ( $= 120 / 0,95 - 1$ ). Verifica-se que, para remunerar os custos da intermediação, o *spread* tem de saltar de 2% ao ano para 8,32% ao ano, ou seja, mais que quadruplicar. Para uma taxa de inadimplência de 10%, a taxa de juros de empréstimo tem de ser de 38,89% ao ano ( $= 120 / 0,90 - 1$ ), o que significa um *spread* de 20,89% ao ano. Como o impacto da inadimplência decorre de sua incidência sobre o principal do empréstimo, e não apenas sobre os juros, vê-se que os bons pagadores, porque cobrem os prejuízos causados pelos inadimplentes, pagam um preço mais alto pelos empréstimos que tomam. Além disso, o *spread* pode aumentar

<sup>34</sup> Tentativas adicionais de fixar o preço do serviço para todos os consumidores teriam como consequência reduzir a taxa de retorno dessa atividade em face dos demais setores econômicos, diminuindo mais a oferta desse serviço e, no limite, extinguindo-a, com custos sociais ainda mais elevados.

mais ainda em decorrência dos custos indiretos associados à inadimplência, como custos administrativos e jurídicos.

Ora, o menor acesso a crédito seja pelas taxas de juros mais elevadas, seja pela inexistência de serviços em razão dos elevados custos esperados-decorrentes de ações judiciais ou regulação inadequada, diminui o potencial de crescimento da economia e o bem-estar das famílias. Com menos crédito, as firmas se beneficiam menos das oportunidades de crescimento de sua renda esperada, reduzindo o potencial de geração de emprego e renda, assim como consumidores podem antecipar menos renda futura para gastos correntes, decrescendo a demanda corrente. Ao mesmo tempo, tanto famílias quanto firmas têm menor acesso a operações de seguro que reduzam os custos de choques negativos na economia.

As dificuldades de acesso ao crédito no Brasil não afetam as firmas e famílias de maneira uniforme. Grandes empresas ou famílias que podem oferecer ativos em garantia aos empréstimos concedidos reduzem o impacto da insegurança jurídica no acesso ao crédito e obtêm taxas de juros menores. Dito de outro modo, a insegurança jurídica afeta sobretudo as famílias de baixa renda e as pequenas e médias empresas, contribuindo para a desigualdade de renda. É por essa razão que o maior acesso ao crédito no Brasil e a consequente redução dos *spreads*, sobretudo por famílias ou firmas com poucos ativos que possam ser oferecidos como garantia para o pagamento das dívidas, passa pela jurisprudência e por aperfeiçoamentos legais que garantam o cumprimento dos contratos de dívida livremente pactuados.

O fenômeno pode ser comprovado pela análise das taxas de juros de diversas modalidades de crédito existentes no Brasil. Quanto maior a insegurança jurídica dos concedentes de crédito em face da probabilidade de não cumprimento dos contratos de dívida, maior a taxa de juros, como ilustrado pelo Quadro 1 a seguir.

As taxas cobradas nos empréstimos para aquisição de veículos são aproximadamente um quarto das taxas cobradas no cheque especial. Isso acontece porque os empréstimos para a aquisição de veículos contam com o instrumento da alienação fiduciária, em que o consumidor se torna proprietário pleno do veículo apenas após o pagamento de todas as parcelas do empréstimo. O uso desse instrumento tem duplo efeito sobre a perspectiva de recuperação do crédito pela instituição financeira. Em

QUADRO 1

Operações de crédito com recursos livres – pessoa física

Modalidade de empréstimo	% a.a.
Cheque especial	146,4
Crédito pessoal	75,3
Crédito consignado em folha de pagamento	39,4
Aquisição de veículos	36,2

Fonte: Banco Central do Brasil

caso de inadimplência, a propriedade do bem se consolida no banco, o que permite a retomada da posse do veículo e sua venda no mercado secundário. Ao mesmo tempo, diante da possibilidade real de perda do bem, o consumidor evita ao máximo permanecer inadimplente. Segundo dados do Banco Central do Brasil para fevereiro de 2005, a inadimplência nos empréstimos para aquisição de veículos (2%) é menos da metade da inadimplência nas demais operações de crédito pessoal (5,7%).

A importância da segurança jurídica nos contratos pode ser ilustrada também pelos impactos do projeto de lei que instituiu o crédito consignado em folha de pagamento para trabalhadores do setor privado e para beneficiários do INSS (Leis nº 10.820/2003 e nº 1053/2004). Durante muitos anos, foram debatidas as razões para as elevadas taxas de juros no Brasil, discutindo-se a possível importância relativa dos custos da inadimplência e da insegurança jurídica em face das margens de lucro das instituições financeiras. A consignação em folha de pagamento em nada altera a concorrência da intermediação financeira, tendo como única consequência a queda na insegurança sobre o pagamento das operações de crédito.<sup>35</sup>

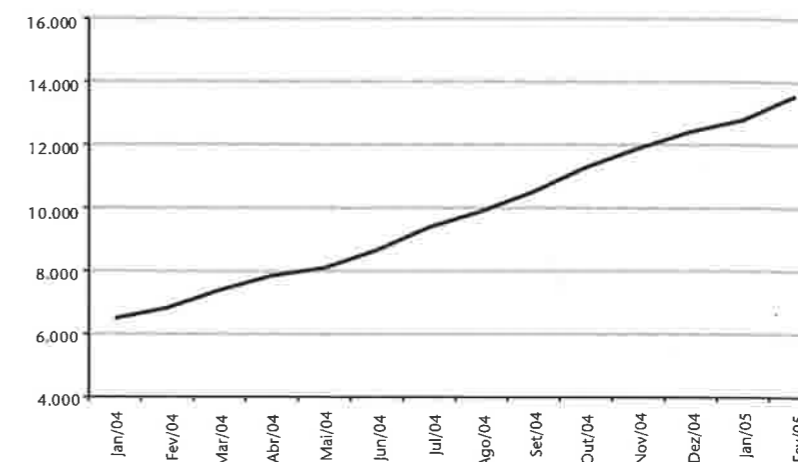
A taxa de juros que tem sido cobrada para crédito pessoal consignado em folha de pagamento é menos da metade, chegando em alguns casos a um terço, das taxas de juros cobradas em modalidades como crédito pessoal e cheque especial. Além disso, o volume de crédito concedido, em apenas uma amostra das instituições bancárias, já chega, em pouco mais

<sup>35</sup> Essa insegurança permanece tanto nos casos de demissão do empregado quanto em função da existência de ações no Judiciário questionando a consignação em folha de pagamento.

de um ano, a cerca de R\$ 14 bilhões de reais ou cerca de 37% do volume total das operações de crédito pessoal. Dessa forma, famílias que não tinham acesso ao crédito ou tinham de pagar taxas de juros de 5 a 7% ao mês podem agora financiar suas compras com taxas de juros de cerca de 2% ao mês, apenas porque uma medida legal reduziu a insegurança no pagamento da dívida.

GRÁFICO 17

Evolução das operações de crédito consignado em folha de pagamento – R\$ milhões



Fonte: Banco Central do Brasil.

Um terceiro fator de ampliação do acesso ao crédito, sobretudo para famílias de baixa renda e pequenas e médias empresas, é a permissão para a utilização de cadastros positivos de crédito. A principal garantia que essas famílias e empresas podem oferecer à concessão de crédito, dadas suas restrições patrimoniais, é o bom histórico de crédito. Como visto na segunda seção, evidências empíricas demonstram que, em países emergentes, o desenvolvimento de cadastros de crédito é particularmente importante para um maior acesso ao crédito, pois cadastros positivos sistematizam todas as informações de crédito realizadas durante alguns anos e permitem distinguir os tomadores de empréstimos com problemas recorrentes daqueles

com problemas eventuais ou dos que jamais tiveram qualquer problema no cumprimento de suas obrigações. De posse das informações desses cadastros positivos, as instituições financeiras podem oferecer menores taxas de juros aos clientes com melhores históricos, pois a probabilidade de esses não pagarem no futuro é menor. Além disso, no caso de cadastro unicamente negativos, como os existentes no Brasil, a simples arguição judicial de uma única dívida pode ser bastante custosa para o cliente, ao contrário do cadastro positivo, em que essa única dívida está diluída no total das suas operações de crédito realizadas por um determinado período.<sup>36</sup> Os cadastros positivos permitem ainda a análise e a classificação dos mutuários, gerando maior eficiência, e, portanto, menores custos na concessão de crédito.

A regulamentação dos bancos de dados de proteção ao crédito permite ainda reduzir o monopólio que algumas instituições possuem pelo acesso privilegiado ao histórico de crédito. A partir do momento em que esses cadastros podem ser realizados por empresas privadas, que vão disponibilizá-los para os concedentes de crédito, todas as instituições passam a ter acesso a essas informações e podem competir pelos clientes oferecendo taxas de juros mais adequadas. Além disso, a própria concorrência entre os concedentes de crédito contribui para garantir o bom funcionamento desses cadastros. Cadastros com informações equivocadas reduzem a competitividade dos concedentes de crédito em relação aos seus concorrentes.

A melhoria do mercado de crédito brasileiro, todavia, não se resume à criação de novos instrumentos de crédito e à regulamentação de aspectos específicos não contemplados na legislação atual, como os cadastros positivos de proteção ao crédito. Diversas decisões judiciais e alguns aspectos de seu desenho legal vão de encontro a princípios básicos do funcionamento da uma economia de mercado, gerando custos sociais ou se revelando inócuos.

Um dos princípios fundamentais de uma economia de mercado é o *princípio da não arbitragem*, segundo o qual contratos com fluxos de paga-

<sup>36</sup> Em fevereiro de 2005, o Governo Federal pôs em consulta pública um projeto de lei que regulamenta a atividade dos bancos de dados de proteção ao crédito.

mento idênticos em todos os períodos e possíveis estados contingentes da economia devem apresentar preço idêntico no momento da sua pactuação.<sup>37</sup> A proibição de juros compostos é um primeiro exemplo do desenho legal do mercado de crédito brasileiro que tenta violar o princípio da não arbitragem e, por essa razão, acaba por se revelar inócuo ou com consequências negativas para o bem-estar social.

Considerem-se duas modalidades de empréstimo de R\$ 100,00. Na primeira, o empréstimo é anual e, no fim desse ano, ambas as partes podem, se assim o desejarem, acordar um novo empréstimo por mais um ano. Admita-se, para simplificar o exemplo, que a taxa de juros é de 10% ao ano. No fim de um ano, o cliente deve R\$ 110,00. Se esse cliente, no fim do primeiro ano, desejar um novo empréstimo nesse montante com a mesma taxa de juros de 10% ao ano, deverá, no fim do segundo ano, R\$ 121,00 reais.

Na segunda modalidade, o cliente resolve tomar um empréstimo de R\$ 100,00 por dois anos com a mesma taxa de juros de 10% ao ano. Utilizando-se a fórmula de juros compostos, o cliente deve, no fim do segundo ano, os mesmos R\$ 121,00. Se, no fim do primeiro ano, o cliente deve os R\$ 100,00 do empréstimo mais R\$ 10,00 de juros e pagará seu empréstimo apenas no fim do segundo ano, ele toma emprestado no começo do segundo ano R\$ 110,00, exatamente como descrito no parágrafo anterior. A proibição de juros compostos pelo desenho legal, todavia, estabelece que a instituição deve emprestar os R\$ 10,00 adicionais devidos no fim do primeiro ano sem qualquer taxa de juros, devendo ser pagos apenas os juros sobre o montante emprestado no começo do primeiro ano, ou seja, nessas condições o cliente deve pagar apenas R\$120,00.

São duas as consequências possíveis desse desenho legal. De um lado, as instituições podem passar a fazer apenas empréstimos de curto prazo, a fim de evitar a proibição legal que fere o princípio econômico. Há, nesse caso, custo para o cliente, pois ele poderia se beneficiar de um empréstimo

<sup>37</sup> O princípio da não arbitragem estabelece que, se dois contratos apresentam fluxos idênticos em todos os períodos e estados de natureza, à exceção possível de um único, o fluxo no período restante deve ser idêntico. Esse princípio decorre unicamente da hipótese de que ao menos um agente prefira mais renda em vez de menos renda no possível evento em que os fluxos de pagamento podem ser diferentes e não haja restrições à venda a descoberto.



longo não sujeito a possíveis flutuações das taxas de juros entre o primeiro e segundo ano. Como, no começo do primeiro ano, o cliente não sabe qual a taxa de juros que estará em vigor no segundo ano, essa incerteza pode reduzir sua decisão de gasto em bens de consumo ou em investimentos produtivos, com conseqüências negativas para a economia. De outro lado, instituição e cliente podem pactuar uma taxa de juros de 10,5% ao ano para um empréstimo de dois anos, respeitando a regra da taxa de juros simples, ou ainda fixar em 21% a taxa de juros de um empréstimo de dois anos. Nesses casos, portanto, a medida legal se revela inócua, na melhor hipótese, ou prejudicial ao cliente caso os prazos médios dos empréstimos sejam reduzidos.

Vale observar ainda que as aplicações financeiras feitas cotidianamente em cadernetas de poupança, fundos de investimento e fundos de previdência ou pensão são remuneradas por taxas de juros compostas. De outro ângulo, pois, se a proibição da taxa de juros composta fosse efetivamente válida no desenho legal do mercado de crédito brasileiro, todas as remunerações e fundos de previdência e pensão deveriam ter seus rendimentos reduzidos de acordo com o cálculo da taxa de juros simples, o que, mais uma vez seria inócuo ou teria conseqüências negativas do ponto de vista social. É sintomático, portanto, que as decisões judiciais sobre essa matéria penalizem apenas os concedentes de crédito, sem considerar que os depósitos realizados nas instituições que financiam esses mesmos empréstimos são remunerados por taxas de juros compostas.

Um segundo exemplo em que o sistema legal brasileiro procura violar o princípio da não arbitragem é a proibição de taxas de juros livres na concessão de crédito por instituições não financeiras. O fluxo de pagamentos associado a esses empréstimos é idêntico ao concedido pelas instituições financeiras, sendo o custo de oportunidade e o eventual custo de captação que viabilizam a concessão de crédito condicionados pelas taxas de juros de mercado, que são livres. Assim, uma rede de varejo que financia seu cliente, por exemplo, não pode cobrar a taxa de juros dos recursos que utiliza para financiar seu empréstimo, acrescida do custo da intermediação, do custo tributário e do custo da inadimplência. Mas dado que esse custo existe independentemente da decisão legal, o resultado é o surgimento, por um lado, de lojas de varejo que apenas vendem à vista e com preço mais baixo, e, por outro, de lojas que apenas vendem a prazo sem a

cobrança de juros, porém com preço mais caro, refletindo a diferença de preços e o custo do financiamento.

Um último exemplo ilustra o impacto de decisões judiciais sobre o custo dos empréstimos e o funcionamento do mercado de crédito. Em 1999, após a forte desvalorização do real, foram iniciadas na Justiça diversas ações questionando os contratos de financiamento de automóveis mediante operações de *leasing* com cláusula de variação cambial. Até então, o *leasing* era a modalidade de financiamento de automóveis mais barata do mercado e, portanto, bastante utilizada. Além disso, os contratos de *leasing* sujeitos à variação cambial tinham a menor taxa de juros entre as operações de financiamento existentes. De acordo com a Associação Brasileira das Empresas de Leasing, as taxas mensais das operações de *leasing* com cláusulas de variação cambial entre 1997 e 1998 flutuaram entre 1,5% e 2,5%, enquanto as de operações de *leasing* com contratos pré-fixados estiveram entre 1,9% e 3%. Nessa época, os juros pagos no crédito direto ao consumidor (CDC) variavam entre 3 a 4% ao mês.

A menor taxa de juros do contrato com variação cambial refletia o maior risco associado a uma possível desvalorização cambial, uma vez que a economia enfrentava seguidas crises externas e havia grande incerteza sobre a condução da política cambial, que começara a adotar desvalorizações periódicas na taxa de câmbio. O maior risco, portanto, era o preço pago pela menor taxa de juros. Se não houvesse esse risco, todos os consumidores naturalmente utilizariam os contratos de *leasing* com variação cambial, que cobrava menor taxa de juros.

Quando o câmbio passou a flutuar livremente em janeiro de 1999, observou-se forte desvalorização da moeda nacional e as prestações dos contratos de *leasing* com cláusula de variação cambial se tornaram abruptamente mais caras, desencadeado uma série de questionamentos na Justiça, sob a alegação de desequilíbrio financeiro. De modo geral, as decisões judiciais favoreceram os clientes que haviam utilizado contratos com variação cambial e obrigaram as instituições financeiras e empresas de arrendamento mercantil a rever os contratos e substituir a cláusula de variação cambial por taxas pré-fixadas ou índices de preços.

Com isso, os clientes que haviam adquirido contratos com taxas de juros menores foram duplamente beneficiados. Em um primeiro momento, esses contratos, atrelados ao risco de desvalorização cambial, permitiam

taxas de juros menores que as dos contratos com taxas de juros em reais. E após a ocorrência do risco, que era parte do preço do contrato, a Justiça determinou que não se deveria pagar esse preço, tornando sem efeito os riscos inerentes aos contratos de *leasing* com valorização cambial.

Como mostra o Quadro 2, as operações de *leasing* com cláusula cambial se tornaram praticamente inexistentes depois de 1999, e as poucas ainda realizadas embutem um prêmio de risco traduzido em maior custo para os clientes, uma vez que se mantém a possibilidade de os atuais clientes questionarem judicialmente a cláusula cambial.

QUADRO 2  
Leasing – Novos negócios por tipo de indexadores, % do total

	Pessoa física		Pessoa jurídica	
	1998	2004	1998	2004
Prefixados	76,55	99,97	56,17	69,45
Dólar	19,19	0	33,43	3,37
TR	3,69	0	9,2	0,12
TJLP	0,54	0,01	0,4	9,92
Outros	0,03	0,02	0,8	17,14

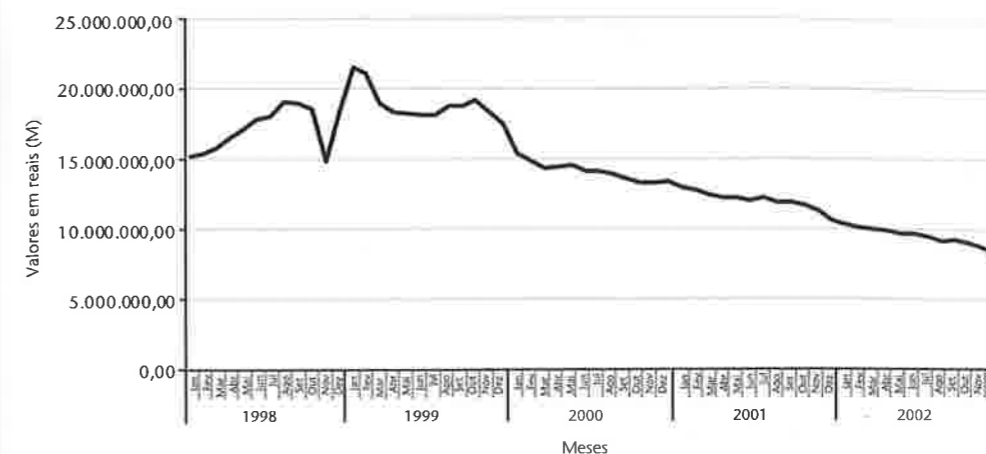
Fonte: Associação Brasileira das Empresas de Leasing – ABEL.

O fim das operações de *leasing* cambial trouxe imensos prejuízos, por exemplo, às famílias e empresas com renda indexada à taxa de câmbio, como os exportadores. Como suas rendas são indexadas à taxa de câmbio, é benéfico para esses grupos que ao menos parte de seus custos seja indexado a essa taxa, como discutido no começo desta seção. Infelizmente, contudo, tais linhas de financiamento não estão mais disponíveis como no passado.

Além disso, essas decisões do Judiciário contaminaram as demais operações de *leasing*, as quais, em razão da incerteza relacionada ao instrumento, retraíram-se ou tiveram seu custo médio elevado. Para o conjunto da sociedade, houve não só a perda de uma alternativa de financiamento – que, no jargão da economia, chamamos fechamento de mercado – como

também a elevação do custo do financiamento de outras operações sujeitas a questionamentos semelhantes. O Gráfico 15 ilustra a redução significativa do volume das operações de *leasing* após janeiro de 1999.

GRÁFICO 17  
Valor Presente da Carteira de Leasing



Fonte: Associação Brasileira das Empresas de Leasing (ABEL).

### Desenho institucional e custo de resolução de conflitos

Como visto, o desenvolvimento dos mercados de crédito, de capitais e de seguros depende da segurança jurídica dos contratos livremente pactuados pelas partes. Por essa razão, a política econômica em 2003 e 2004 teve como um de seus principais objetivos aprimorar a provisão legal dos instrumentos jurídicos, de modo a reduzir a insegurança jurídica dos contratos existentes e permitir o estabelecimento de novas formas de contrato. Ainda que as principais características dos instrumentos de crédito para o funcionamento adequado dos mercados possam ser definidas de forma simples, existem aspectos específicos para cada modalidade de financiamento e de seguros que variam de acordo com as características da garantia oferecida ou mesmo dos grupos envolvidos.

Um exemplo da necessidade de desenvolvimento de provisão legal específica se refere à natureza dos bens oferecidos em garantia na concessão de empréstimos. O desenho legal diferencia bens fungíveis e infungíveis. No caso dos primeiros, a transferência de seu uso implica a transferência de sua posse, podendo ser substituídos por bens de natureza idêntica, como ocorre com valores monetários ou toneladas de grãos. Por sua vez, os bens infungíveis, como automóveis e prédios, podem ser identificados unitariamente. Mesmo entre os bens fungíveis podem ser observadas diferenças marcantes na depreciação do ativo, por exemplo, entre valores monetários e estocagem de grãos, havendo necessidade de provisão legal específica para cada caso. O regime tributário, do mesmo modo, deve ser adequado às características de cada operação, posto que os cálculos para a geração de renda adicionada em cada operação podem ser bastante complexos e distintos entre si.

Dessa forma, não basta a legislação definir as características gerais das garantias em contratos de crédito. As características específicas das garantias concedidas, que podem ser imóveis, grãos ou recebíveis, resulta em características específicas dos contratos de crédito cuja não regulamentação legal pode gerar insegurança jurídica. Assim, a melhoria ou criação de instrumento de crédito para uma operação específica requer a previsão de um adequado instrumento legal. Nos últimos dois anos, foram enviados ao Congresso Nacional diversos projetos de lei referentes ao financiamento dos mercados imobiliário e agropecuário, além de alterações específicas em diversos instrumentos já existentes mas cuja jurisprudência apresentava problemas (Secretaria de Política Econômica 2004).

Os exemplos a seguir ilustram as dificuldades existentes no mercado de crédito. No caso de arguições na cobrança de juros de dívidas imobiliárias, por exemplo, freqüentemente são concedidas liminares suspendendo o pagamento de todas as obrigações do mutuário, inclusive o pagamento do principal e das demais taxas, ainda que estes não tenham sido objeto de arguição judicial. Uma das medidas recentemente aprovadas pelo Congresso Nacional estabelece que, no caso de arguição em um contrato imobiliário, o requerente deve destacar a parcela do contrato que é objeto de arguição, permanecendo o dever de cumprir as demais obrigações que não são objeto de contestação judicial.

Um segundo exemplo se refere à alienação fiduciária de automóveis. Muitas vezes, em caso de não pagamento do empréstimo, eram impetradas ações que dificultavam a transferência de propriedade nos órgãos competentes, impedindo por vários anos a venda do automóvel dado em garantia. Isso resultava na depreciação do bem oferecido em garantia, cujo valor, após a retomada pelo concedente de crédito, ou pelo tomador de empréstimo em caso de cobrança inadequada, era significativamente inferior ao do início da ação. Não só ambas as partes perdiam com a demora no julgamento da ação, como a perda implicava maior custo esperado pelo concedente de crédito, resultando em maiores taxas de juros.

O Congresso Nacional estabeleceu que, em caso de inadimplência, não apenas o automóvel pode ser retomado, como pode ser concedido imediatamente o registro de propriedade em nome do novo comprador. Caso se constate erro na retomada do automóvel, além da devolução do valor auferido na venda, multa-se o concedente de crédito em 50% desse valor, sem prejuízo de outras ações por perdas e danos. Essa medida tem duas vantagens: penaliza-se significativamente o concedente de crédito que retoma inadequadamente o automóvel dado em garantia e impede-se a desvalorização do bem dado na possibilidade de um longo processo judicial.

#### **Estrutura de incentivos e eficiência**

Como discutido na segunda seção, um desenho institucional adequado deve resultar em incentivos para escolhas individuais eficientes do ponto de vista do bem-estar social. É fundamental que as reformas microeconômicas ajustem a estrutura de incentivos decorrente do desenho das instituições, pois a ação individual em cada circunstância depende dos incentivos, custos e benefícios decorrentes das diversas estratégias possíveis. Em outras palavras, o desenho adequado das instituições e regras de procedimento deve ter como objetivo alinhar os custos e benefícios individuais aos custos e benefícios sociais. Um exemplo clássico em economia da necessidade de adequado desenho de incentivos é a poluição decorrente de ações individuais que penaliza grupos sociais, mas não, na mesma intensidade, os próprios responsáveis pela poluição. Se uma determinada fábrica despeja detritos em um rio, inviabilizando atividades de pesca ou lazer, sua ação individual impõe um custo social superior ao cus-

to privado da sua ação. Nessa situação, a decisão de produção da fábrica, por se subordinar a custos e benefícios privados distintos dos custos e benefícios sociais, é socialmente ineficiente. Em contrapartida, é socialmente eficiente a imposição de custos ou taxas para a fábrica em função do impacto da sua estratégia sobre o bem-estar social, cujo desenho depende da análise técnica dos impactos sociais específicos da ação da fábrica e pode resultar na imposição de multas, na contrapartida de programas de despoluição ou em indenização para os grupos socialmente atingidos por sua estratégia.

O mesmo princípio se aplica a situações tão distintas como o desenho do Código de Processo Civil, a legislação falimentar e os instrumentos de gestão e monitoramento das políticas públicas. Em todos esses casos, devem ser definidas regras que incorporem o impacto dos incentivos ao comportamento individual, bem como o quanto esse comportamento induzido reflete os custos e benefícios sociais. O restante desta seção aborda o código de processos de execução de dívidas e a legislação falimentar, temas tratados em projetos de lei analisados pelo Congresso Nacional em 2003 e 2004.

Os códigos de processos definem os procedimentos cabíveis nas ações judiciais, e variam de acordo com a natureza da causa, por exemplo, ações trabalhistas e execução de sentenças e de títulos extrajudiciais. A reforma do Código de Processo Civil, em particular sua fase de execução, é um exemplo interessante, pois há relativo consenso sobre os problemas existentes na estrutura de incentivos decorrente das regras existentes, e que resultam em elevado prazo médio do julgamento das ações.<sup>38</sup> O objetivo básico da reforma em questão é selecionar o bom recurso, causado pelo legítimo desejo de recorrer de decisão judicial, do mau recurso, que visa apenas protelar o processo e a execução judicial.<sup>39</sup>

<sup>38</sup> A agenda de reformas dos códigos de processos, como no código de processos da Justiça do Trabalho, envolve diversas outras medidas, que estão listadas na seção 3.4.1.3 do documento estão listadas em no citado documento "Reformas microeconômicas e crescimento de longo prazo" (Secretaria de Política Econômica 2004).

<sup>39</sup> A analogia com mercado de crédito deve ser imediata. Lá, como aqui, o objetivo é diferenciar o bom pagador do mau pagador.

A Tabela 1 apresenta estimativas de custo e prazos de recuperação de contratos de crédito para títulos judiciais e extrajudiciais.

**TABELA 1**  
Custo e prazo estimados de recuperação de contratos de crédito<sup>40</sup>

Processo	Prazo de tramitação	Valor do contrato			
		R\$500	R\$1.000	R\$5.000	R\$50.000
Extrajudicial simples	até 1 ano	R\$216 (43,2%)	R\$320 (32,0%)	R\$997 (19,9%)	R\$8.502 (17%)
Judicial	até 8 anos				
Fase do conhecimento	até 3 anos	R\$ 486 (97,2%)	R\$779 (77,9%)	R\$3.018 (60,4%)	R\$ 28.122 (56,2%)
Fase de execução	até 5 anos	R\$500 (100%)	R\$967 (96,7%)	R\$3.989 (79,8%)	R\$ 37.946 (75,9%)

Fonte: Secretaria de Política Econômica (2004)

Como se pode ver, mesmo na execução mais simples e eficiente, a de títulos extrajudiciais, o processo pode custar mais de 43% do valor da causa. No caso de títulos judiciais, o processo, cujo custo mínimo é superior a 50% do valor da ação, pode levar oito anos. Vejamos como isso se dá.

O título judicial decorre de sentença judicial, iniciada pela fase de conhecimento do processo em que se discute exaustivamente o mérito da ação. Com a ocorrência de uma sentença judicial condenatória, o interesse público é alcançado à proporção que a sentença é cumprida rapidamente e não gera custos desnecessários às partes. Atualmente, tanto a liquidação quanto a execução de sentença fazem parte de uma etapa adicional e autônoma ao processo de conhecimento. Na prática, portanto, inicia-se um novo processo, com todos os procedimentos usuais, mesmo a citação, fazendo com que a execução da sentença judicial se torne bastante morosa.

<sup>40</sup> Esses valores foram calculados com base em estimativas de despesas processuais diretas (custas, advogados, oficial de Justiça, peritos, entre outros) e considerando um custo de oportunidade do capital de 20% ao ano, ou seja, o quanto a parte credora deixou de ganhar por não poder aplicar livremente o valor em litígio.

No vocabulário da economia, todo processo judicial apresenta custos fixos elevados, em termos de tempo, para o início do processo, sendo os custos variáveis relativamente moderados. A existência de múltiplos processos na mesma ação judicial termina por multiplicar o custo fixo de forma desnecessária, resultando em longo período para a execução judicial.

O projeto de Lei nº 52/2004, em tramitação no Senado Federal, torna a liquidação e a execução da sentença judicial parte do processo de conhecimento, simplifica a notificação do réu (intimação em vez de citação) e arbitra multa de 10% sobre o valor devido em caso de não cumprimento da sentença em 15 dias. Além disso, estabelece que o autor da ação passa a indicar os bens do réu a serem penhorados, extingue o embargo à execução, que automaticamente suspende o processo, e cria, em seu lugar, a figura da impugnação, sem efeito suspensivo automático.

As execuções de títulos extrajudiciais, por sua vez, ocorrem quando direitos e obrigações objeto de controvérsia são líquidos, certos e exigíveis, por terem sido acordados por instrumentos como títulos cambiais, contratos de crédito e hipoteca. Na atual execução desses títulos, cabe ao devedor indicar os bens a serem penhorados, que freqüentemente são ilíquidos ou superestimados, enquanto o credor procura impedir a proposição de embargos e argüir a inadequação dos bens apresentados para penhora, solicitando sua substituição.

O projeto de lei nº 4.497/2004, em análise na Câmara dos Deputados, propõe diversas alterações no processo de execução de títulos extrajudiciais. Em primeiro lugar, o credor passa a ter o direito de indicar os bens do devedor a serem penhorados, sendo possível obter, no início do processo, certidão com a qual grava esses bens até o valor da dívida. Em segundo, amplia os meios pelos quais os bens penhorados podem ser alienados, e que serão concedidos ao credor pelo valor avaliado, por meio da venda do bem pelo próprio credor ou por corretor credenciado na Justiça. Por fim, permanece a opção de venda em hasta pública, para a qual são permitidas outras facilidades e simplificações, como o parcelamento do valor devido pelo arrematante.

Já os problemas com a antiga legislação falimentar brasileira decorriam da estrutura de incentivos associados à legislação existente. Em toda economia de mercado, algumas empresas têm dificuldades para cumprir suas obrigações, o que significa que não conseguem pagar suas obrigações

correntes e nem mesmo financiá-las de forma sustentável com novos empréstimos. No Brasil, um fenômeno pouco analisado é que o número de empresas em dificuldades depende também dos mecanismos de resolução dos conflitos nos casos de incapacidade de pagamento das obrigações. Uma legislação que protege excessivamente o patrimônio dos controladores das empresas nos casos em que estas enfrentam dificuldades pode incentivar práticas empresariais mais agressivas e arriscadas, com maior retorno nos casos de sucesso, porém igual probabilidade de fracasso. Em outros termos, quanto maior o custo do fracasso para os controladores, menor o estímulo à adoção de práticas empresariais mais arriscadas. Práticas mais arriscadas, contudo, podem resultar tanto em custos sociais, por exemplo, na destruição de ativos produtivos e no uso ineficiente dos recursos, quanto em ganhos de bem-estar, como no desenvolvimento de novas tecnologias que aumentem a produtividade. Assim, o desenho da política pública deve procurar incorporar ambas as implicações sobre as escolhas individuais no desenho das regras falimentares, contrabalançando, em termos esperados, ganhos e perdas possíveis. Além disso, a legislação falimentar deve reduzir a probabilidade de destruição de ativos produtivos durante o processo de renegociação da dívida.

A tradicional legislação falimentar brasileira não previa a possibilidade de renegociação das dívidas. Uma empresa em dificuldades que procurasse renegociar suas dívidas podia ter sua falência pedida por qualquer um de seus credores. Suas opções passavam a ser o pedido de concordata ou o pedido de falência. No primeiro caso, o juiz concedia um favor legal, expresso na suspensão das execuções de dívidas, com a empresa tendo dois anos de carência para se reestruturar e saldar suas obrigações. Caso a empresa não conseguisse honrar seus compromissos ou o juiz não concedesse a concordata, era decretada a falência, sendo lacrados os ativos da empresa. Iniciava-se, então, um longo processo de reconhecimento judicial dos credores, sendo definida uma ordem de preferência para o pagamento das dívidas.

Na prática, os processos de concordata, previstos para durar dois anos, eram significativamente mais longos. Além disso, o pedido de concordata dificultava a obtenção de novos créditos, levando, na maioria das vezes, à falência da empresa. O processo de falência, por sua vez, podia ser igualmente longo devido à dificuldade de reconhecimento dos diversos credores

e à possibilidade de medidas protelatórias por todas as partes envolvidas. Mesmo a conclusão do processo falimentar podia gerar situações paradoxais do ponto de vista dos incentivos, pois os novos compradores da empresa se tornavam responsáveis por eventuais dívidas trabalhistas e fiscais não identificadas – sucessões trabalhista e fiscal. Muitas vezes, portanto, a conclusão do processo de falência não levava à venda dos ativos, pois os potenciais compradores permaneciam inseguros a respeito de passivos ocultos, resultando em depreciações dos ativos das empresas ainda maiores e, portanto, valores menores a receber por credores e trabalhadores.

Segundo a legislação em vigor até a promulgação da nova lei, os valores auferidos com a massa falida devem ser utilizados inicialmente no pagamento das dívidas trabalhistas. Havendo sobra de recursos, pagam-se as dívidas com o fisco e, em seguida, os demais credores. Essa ordem de prioridades, todavia, gera diversos problemas. Em primeiro lugar, os gestores da empresa que recebem salários, normamente os mais altos, são privilegiados no pagamento das dívidas, pois essa legislação prevê que, se os recursos auferidos na venda da empresa não forem suficientes para o pagamento de todas as dívidas trabalhistas, os pagamentos devem ser feitos proporcionalmente às dívidas trabalhistas individuais. Em segundo lugar, fornecedores e demais credores em geral nada recebem. Assim, havendo temor de que uma empresa pode entrar em dificuldades, a reação usual, tanto de credores quanto de fornecedores, é suspender a concessão de crédito para a empresa, agravando ainda mais a sua situação e prejudicando a capacidade de produção e geração de empregos.

As legislações falimentares de diversos países, muitas das quais alteradas nas últimas duas décadas, apresentam diferenças significativas em relação à tradicional legislação brasileira. Na grande maioria dos casos, existem as seguintes características principais: a) a empresa pode renegociar suas dívidas sem que atividades produtivas da empresa sejam suspensas; b) caso a empresa consiga renegociar suas dívidas, as dívidas antigas são suspensas e substituídas por novos títulos de dívida, com a empresa retomando normalmente suas atividades normais; e c) os créditos com garantias reais têm prioridade em relação às demais dívidas. Além disso, alguns países garantem prioridade apenas para pequenas dívidas trabalhistas, como os últimos três meses de salário, muitas vezes limitadas a um pequeno múltiplo do salário mínimo, como indica a Tabela 2.

**TABELA 2**  
Prioridades na falência em países selecionados

Pais	Prioridades na falência				
Alemanha	Créd. c/ garantia real	Extra-concursais			
Austrália	Créd. c/ garantia real	Extra-concursais	Salários atrasados		
Áustria	Créd. c/ garantia real	Extra-concursais			
Bélgica	Créd. c/ garantia real	Extra-concursais			
Bermudas	Créd. c/ garantia real	Extra-concursais	Fisco e Prev. Social	Créditos fiscais	
Bulgária	Créd. c/ garantia real	Salários e encargos (alguns)	Extra-concursais		
Canadá	Créd. c/ garantia real	Extra-concursais			Créditos fiscais
China	Créd. c/ garantia real	Extra-concursais	Salários atrasados (limitados)	Créditos fiscais	
Coréia	Créd. c/ garantia real	Extra-concursais	Créditos trabalhistas <sup>1</sup>		
Escócia	Créd. c/ garantia real	Extra-concursais			Créditos trabalhistas
Eslováquia	Créd. c/ garantia real	Extra-concursais <sup>2</sup>	Créditos fiscais		
Espanha	Salários <sup>3</sup>	Créditos fiscais			
Estados Unidos	Créd. c/ garantia real	Extra-concursais	Créd. c/ garantia real	Créd. fiscais (limit. até 3 anos)	
Estônia	Extra-concursais	Créd. c/ garantia real	Créditos trabalhistas	Impostos em atraso	
Finlândia	Créd. c/ garantia real	Extra-concursais			
França	Salários em atraso	Extra-concursais	Créd. c/ garantia real		
Holanda	Créd. c/ garantia real	Extra-concursais	Créditos fiscais	Créditos trabalhistas	
Hong Kong	Extra-concursais	Créd. c/ garantia real	Créditos trabalhistas	Fiscais <sup>4</sup>	
Hungria	Extra-concursais	Créd. c/ garantia real	Crédito alimentício	Créditos fiscais	
Inglaterra	Créd. c/ garantia real	Extra-concursais	Fisco e Prev. Social	Créditos trabalhistas	
Irlanda	Créd. c/ garantia real	Créditos fiscais (limitados)	Créditos trabalhistas		
Israel	Créd. c/ garantia real	Extra-concursais	Créd. trabalhistas (limitados)	Créditos fiscais (limitados)	
Itália	Extra-concursais	Fiscais e trabalhistas <sup>5</sup>	Créd. c/ garantia real		
Japão	Créd. c/ garantia real	Extra-concursais	Créditos trabalhistas		
Malásia	Créd. c/ garantia real	Extra-concursais	Créditos trabalhistas	Créditos fiscais	
Polônia	Créditos fiscais	Extra-concursais <sup>6</sup>	Créd. c/ garantia real		
Portugal	Créd. c/ garantia real	Créditos trabalhistas	Extra-concursais	Créditos fiscais	
Rússia	Extra-concursais	Créditos trabalhistas	Créd. c/ garantia real	Créditos fiscais	
Singapura	Créd. c/ garantia real	Extra-concursais	Créd. trabalhistas (limitados)		
Suécia	Extra-concursais	Créd. c/ garantia real	Créditos fiscais	Créditos trabalhistas	
Suíça	Créd. c/ garantia real	Extra-concursais	Créd. trabalhistas (limitados)		
Tailândia	Extra-concursais	Créd. c/ garantia real	Créditos trabalhistas		
República Tcheca	Créd. c/ garantia real	Extra-concursais	Créditos trabalhistas		
Vietnã	Extra-concursais	Créd. c/ garantia real	Créditos trabalhistas	Créditos fiscais	

1 Em algumas regiões antecedem os extra-concursais. 2 Inclusive eventuais três salários atrasados. 3 Últimos trinta dias até dois salários mínimos. 4 Alguns associados a fundos trabalhistas. 5 Mediante ações de apreensão judicial. 6 Dívidas ativas com garantia até 50% do valor da venda do ativo garantidor.  
Fonte: Insolvency & Restructuring 2003, Getting the Deal Through Series

O objetivo da ordem de prioridades adotada pela grande maioria dos países, portanto, é evitar que, por ausência de crédito, a empresa seja condenada à falência em caso de dificuldades temporárias. O dilema do legislador a esse respeito é que toda tentativa de privilegiar os trabalhadores das empresas em processo falimentar aumenta a probabilidade de que uma empresa solvente entre em falência, com redução dos empregos oferecidos e, possivelmente, incapacidade de pagar suas obrigações trabalhistas, mesmo que sejam prioritárias. Dito de outro modo, medidas que beneficiam a empresa falida ou os direitos trabalhistas relacionados a empresas falidas prejudicam as empresas saudáveis e os direitos de seus trabalhadores. Em contrapartida, quanto maiores as garantias ao crédito para as empresas saudáveis, menor a fração de empresas que entra em dificuldades.

A nova legislação falimentar brasileira procurou combinar diversos aspectos da experiência internacional com a tradição jurídica e as especificidades do Brasil. Foram criados dois mecanismos de renegociação de dívida: recuperação judicial e recuperação extrajudicial. A última não pode incluir as dívidas trabalhistas ou tributárias. Em caso de recuperação judicial, as execuções de dívida ficam suspensas por seis meses e é constituída uma assembléia de credores, que pode indicar um comitê de credores para negociação com a empresa. Cabe ao controlador da empresa apresentar um plano de reestruturação das dívidas que deve ser aceito pelas três classes de credores: trabalhistas, garantia real e demais créditos. Caso o plano seja aprovado pela assembléia de credores, a empresa passa a ter direito a um parcelamento das dívidas tributárias, conforme projeto recentemente aprovado no Senado Federal e em tramitação na Câmara dos Deputados. Caso o plano não seja aprovado, é decretada a falência, podendo a empresa ser gerida pelos credores, em caso de acordo, ou por administrador indicado pelo juiz. Deve-se observar que, nesse caso, a empresa continua a operar e deverá ser vendida, preferencialmente em bloco, com possibilidade de os trabalhadores utilizarem seus créditos trabalhistas para adquiri-la. O resultado da venda da empresa é utilizado para o pagamento das dívidas trabalhistas até o limite de 150 salários mínimos por trabalhador. Em seguida, se houver recursos, são pagas dívidas com credores reais, dívidas com fisco e demais dívidas. Por fim, a nova legislação acaba com as sucessões trabalhista e fiscal, viabilizando a venda dos ativos da empresa e a preservação da sua capacidade de produção e geração de empregos.

## Conclusão

Nos quarenta anos seguintes à década de 1930, a análise de questões macroeconômicas, como inflação, emprego e crescimento, foi tratada de forma distinta do restante da teoria econômica, que passou a ser conhecida como teoria microeconômica, refletindo-se em uma utilização de diferentes técnicas e instrumentos de análise, de acordo com essas duas abordagens dos fenômenos econômicos.<sup>41</sup> Em grande medida, a natureza peculiar da análise macroeconômica naquele período era o resultado de problemas instrumentais. Nas primeiras décadas do século XX, os desenvolvimentos teóricos não se revelavam capazes de auxiliar de forma eficaz a análise e implementação de políticas macroeconômicas, mais necessárias ainda a partir do fim da década de 1920, com o começo da Grande Depressão.

No fim do século XIX, a teoria econômica tem como ponto de partida a escolha individual para análise das relações de mercado. Essa abordagem, porém, tinha dificuldades na análise das trajetórias das variáveis macroeconômicas, como emprego e taxa de juros.

Em primeiro lugar, o instrumental técnico disponível não era suficientemente desenvolvido para permitir uma análise precisa das escolhas individuais, bem como dos resultados da sua interação nos mercados. Frequentemente, por exemplo, havia apenas a capacidade técnica de resolver modelos estáticos de escolha individual quando os problemas se referiam à dinâmica das trajetórias de produção, consumo e emprego. Os resultados que a teoria era capaz de produzir, portanto, não bastavam para estudar os importantes problemas associados à política econômica.

Em segundo, no começo do século XX, acreditava-se que talvez fosse possível derivar implicações claras do comportamento agregado dos diversos indivíduos e firmas. Desde meados dos anos 1970, porém, pode-se provar formalmente que resultados arbitrariamente complexos podem ser obtidos com base em modelos de escolha individual.

<sup>41</sup> Não comentarei nesta conclusão as tentativas de formulação econômica alternativa à teoria neoclássica.

Terceiro, os instrumentos analíticos utilizados pelos economistas não interagiam com a evidência empírica por meio da utilização de testes estatísticos. Isso dificultava o processo de análise e aperfeiçoamento dos instrumentais aplicados para os gestores das políticas públicas.

Entre as grandes inovações introduzidas por John Maynard Keynes na década de 1930, destaca-se a sistematização de um conjunto relativamente simples de instrumentos analíticos que se revelaram eficazes no auxílio da gestão macroeconômica. Esses instrumentos tinham como origem a postulação de relações funcionais entre variáveis agregadas, como renda e consumo, e permitiram uma notável simplificação do estudo dos problemas macroeconômicos. Em vez do complexo processo de análise das decisões individuais que então deveriam ser agregadas para analisar o impacto das políticas macroeconômicas, a análise keynesiana propôs conjecturas sobre a relação observada entre as variáveis agregadas. A simplicidade dessas conjecturas permitia que elas fossem testadas com as técnicas estatísticas disponíveis, resultando em um notável aperfeiçoamento dos instrumentos macroeconômicos ao longo das décadas de 1940 e 1950.

Em meados dos anos 1950, iniciou-se um esforço intelectual para verificar a compatibilidade do modelo keynesiano com a teoria econômica, com as importantes contribuições de James Tobin, Franco Modigliani e Don Patinkin. Esses pontos se tornaram ainda mais relevantes porque o desenvolvimento da teoria econômica permitiu tratar de temas ausentes da análise keynesiana, mas igualmente importantes para a gestão macroeconômica, como a interação entre mercados de ativos, produtos e trabalho, e a dinâmica dos preços e das quantidades em uma economia de mercado.

Nessa época, a tradicional abordagem keynesiana enfrentava diversos problemas. Em que medida as conjecturas agregadas são consistentes com os modelos de escolha individual? É possível utilizar os instrumentos estatísticos macroeconômicos para estudar a dinâmica agregada de uma economia de mercado? Como aperfeiçoar o modelo keynesiano para estudar a interação de diversos mercados, como os mercados de bens e de ativos financeiros, e o comércio entre países?

Na segunda metade do século XX, a teoria econômica passou por notáveis avanços. A análise teórica desenvolveu modelos sofisticados de interação individual, como os modelos de teoria dos jogos e equilíbrio geral, e o desenvolvimento da econometria permitiu que diversos desses novos

resultados analíticos passassem a ser testados empiricamente, gerando um novo caminho para o desenvolvimento de modelos aplicados.

Os novos modelos teóricos se revelaram crescentemente capazes de tratar também temas até então ausentes da teoria econômica, contribuindo para áreas do conhecimento tão distintas como ciência política, urbanismo, psicologia e análise de economias que não de mercado. Os trabalhos de Gary Becker, por exemplo, mostraram como um simples modelo de escolha individual pode auxiliar no estudo de questões tão diversas como educação, discriminação e crime, e os trabalhos de Robert Fogel, como as técnicas econômicas podem ser utilizadas com sucesso empírico na análise de temas surpreendentes, entre os quais a escravidão.

O desenvolvimento do pensamento econômico não se restringiu a apontar o sucesso empírico de modelos de escolha e interação individual em temas surpreendentes. Houve notável desenvolvimento de temas econômicos como a análise dos preços dos ativos financeiros, da dinâmica do mercado de trabalho e da assimetria de informação nos mercados de crédito e de seguros. Em todos esses casos, o desenvolvimento de modelos teóricos foi acompanhado de modelos aplicados e testes empíricos.

Por outro lado, a política macroeconômica enfrentou, nos anos 1970, uma série de novos desafios que iam de encontro aos principais resultados dos tradicionais instrumentos macroeconômicos. A integração entre modelos sobre níveis de produção e emprego e análises mais elaboradas de determinação dos preços relativos e dos processos inflacionários, em particular, era uma das principais dificuldades da análise keynesiana tradicional, tornando-se esse problema particularmente grave em um período com recessão econômica e elevadas taxas de inflação.

Dito de outro modo, a fragmentação e simplicidade analítica dos instrumentos keynesianos, que haviam sido fundamentais para o seu sucesso quarenta anos antes, começavam a revelar suas limitações para tratar de contextos que requeriam uma análise integrada de diversos temas. Tendo a segunda metade do século XX assistido a um notável desenvolvimento de novos mercados de ativos financeiros e dos fluxos internacionais, tanto estes mercados quanto os novos resultados teóricos não eram adequadamente tratados pela análise keynesiana, ainda que ambos tivessem consequências importantes para o comportamento dos agregados macroeconômicos e para a política econômica.



A todas essas dificuldades somou-se uma importante contribuição de Robert Lucas, conhecida como *crítica de Lucas*, que permite compreender em maior profundidade os problemas da abordagem keynesiana com as questões da política econômica de meados dos anos 1970. Segundo Lucas, as escolhas individuais são tomadas dada a estrutura de incentivos existente. Essa estrutura inclui, além dos desenhos institucionais, as características adotadas pela política econômica, significando que alterações da política econômica em geral resultam em alterações nas regras de decisões dos indivíduos.

A estimativa empírica das funções demanda por trabalho ou liquidez, por exemplo, decorre das regras existentes na economia, em particular dos diversos aspectos da política econômica. Alterações no desenho institucional do mercado de trabalho ou na condução da política monetária podem, portanto, alterar essas funções demanda. Como argumenta Lucas, os gestores da política econômica não podem simular os impactos de uma alteração na condução da política tomando como dadas as funções estimadas empiricamente. A análise da política pública deve estimar como as regras de decisões individuais se alteram em decorrência de uma nova condução na política monetária ou do novo desenho institucional.

Os trabalhos de Robert Lucas, Thomas Sargent e Edward Prescott iniciaram então profunda transformação no pensamento macroeconômico nos anos 1970. Seus trabalhos procuram utilizar os desenvolvimentos da teoria econômica, ou microeconômica, que tinham ocorrido nas últimas décadas para analisar os agregados macroeconômicos. Tratou-se, sobretudo, de uma revolução metodológica, em que se passou a utilizar o instrumental microeconômico para análise das variáveis macroeconômicas, de forma similar às demais áreas de pesquisa aplicada da teoria econômica, como comércio internacional, finanças públicas ou mercado de trabalho. Em outros termos, a análise dos temas macroeconômicos passou a derivar seus resultados das escolhas individuais e sua interação nos mercados, permitindo integrar determinação dos preços relativos, quantidades produzidas, regras de política econômica e imperfeições de mercado.

Dez anos após essa revolução no pensamento macroeconômico, iniciou-se processo semelhante de renovação intelectual na teoria do desenvolvimento econômico. Apesar de uma fase de intensos e interessantes trabalhos acadêmicos nos anos 1950, a literatura sobre desenvolvimento

entrara em relativo ostracismo, algo que pode ser parcialmente explicado pelas dificuldades dessa literatura em sistematizar tanto um conjunto significativo de fatos estilizados e resultados empíricos, quanto formalizar adequadamente as conjecturas formuladas que permitem uma melhor compreensão das razões da diferença de renda *per capita* observada entre os países.

Esse quadro se alterou nos anos 1980 em razão de dois movimentos. De um lado, a nova tradição macroeconômica, tal como utilizada por trabalhos de Paul Romer e Robert Lucas, e antecipada em duas décadas por Kenneth Arrow, começou a estudar analiticamente as possíveis razões do subdesenvolvimento, inclusive com a retomada de conjecturas formuladas nos anos 1950, mas que não possuíam sólido modelo analítico. Douglass North contribuiu para esse desenvolvimento, ao indicar o papel central das instituições na estrutura de incentivos de uma economia e, portanto, no comportamento dos indivíduos e firmas que condicionam o desempenho econômico dos países. Paralelamente, começaram a ser sistematizadas extensas bases de dados com informações desagregadas sobre mais de uma centena de países, que tornaram possível testar empiricamente as diversas conjecturas formuladas. Foi esse processo de formulação de hipóteses empiricamente testáveis, calcado em grandes bases de dados favorecidas pelos baixos custos de computação, que permitiu o expressivo desenvolvimento da literatura sobre desenvolvimento econômico nas últimas duas décadas, parcialmente sistematizado na segunda seção deste texto.<sup>42</sup>

Essa profunda alteração na análise do desenvolvimento econômico ocorrida nas últimas duas décadas tem encontrado suporte na evidência empírica das experiências de crescimento econômico, destacando-se a esse respeito a adoção de políticas sociais efetivas de estímulo ao aumento

<sup>42</sup> É curioso mencionar que essa nova fase da literatura sobre desenvolvimento resgata temas caros aos autores clássicos dos séculos XVIII e XIX, como Adam Smith e Karl Marx. Em ambos, a análise histórica do desenvolvimento dos países passa por uma análise das características institucionais, das tecnologias disponíveis e da estrutura existente de incentivos. Marx, inclusive, procura derivar diversos aspectos agregados, como a mais-valia relativa, dos incentivos em uma economia de mercado que induzem o comportamento inovador das firmas, resultando em aumento de produtividade, a qual, ao ocorrer nos setores produtores de bens e salários, resulta em aumento da mais-valia.

da escolaridade e da qualidade de vida, a sustentabilidade fiscal e desenhos institucionais adequados ao funcionamento eficiente dos mercados. De forma surpreendente, todavia, esses mesmos temas estiveram basicamente ausentes dos debates sobre política econômica no Brasil na segunda metade do século XX. Como visto na terceira seção, tal ausência tem contrapartida na evolução dos indicadores de produtividade, educação e equilíbrio fiscal de nossa economia durante as últimas décadas.

De fato, o debate sobre política econômica no Brasil nas décadas de 1950 e 1960 esteve centrado nas razões de nosso atraso em relação às economias desenvolvidas, bem como em torno do quanto a política pública poderia contribuir para garantir o desenvolvimento econômico. A visão convencional e dominante da época sobre as políticas públicas mais adequadas à superação do atraso da nossa economia focava o papel do setor público de planejar, coordenar e financiar as decisões de investimento, assim como de proteger a indústria nacional. Os eventuais problemas macroeconômicos eram vistos como uma possível restrição à estratégia de desenvolvimento, que deveriam ser superados por políticas públicas não convencionais.

Na visão dominante dessa época, desenvolvimento se identificava com industrialização, tendo a economia brasileira de enfrentar, segundo essa interpretação, ao menos três restrições para iniciar um processo de crescimento sustentável de longo prazo que permitisse a convergência para a renda das economias desenvolvidas. Em primeiro lugar, as empresas brasileiras teriam acesso restrito ao financiamento de suas decisões de investimento. Em segundo, em razão de uma tendência de piora dos termos de troca, nossa economia enfrentaria crescentes restrições no acesso a recursos externos para financiar as importações necessárias – sobretudo de máquinas e equipamento – e viabilizar um processo de industrialização. Por fim, um processo sustentável de industrialização requereria uma coordenação das decisões de investimento nas diversas cadeias produtivas.

A visão convencional no Brasil sobre as razões de nosso atraso reflete, em boa medida, a interpretação dominante sobre subdesenvolvimento existente na literatura acadêmica internacional da época. Essa interpretação dominante, entretanto, incluía formulações analíticas bastante distintas. Ainda que fosse relativamente consensual a necessidade da ação pública para viabilizar uma estratégia de desenvolvimento, cujo percurso

passava por uma acelerada industrialização, havia diferenças significativas no desenho e compatibilização dos instrumentos de política econômica. A ausência de formulações teóricas precisas, de amplas bases de dados e de tradição em testes empíricos dificultou a comparação dos diversos argumentos presentes no debate, assim como a avaliação do sucesso relativo das estratégias adotadas. Embora as características gerais da visão convencional sobre as razões do subdesenvolvimento tenham sido relativamente consensuais e influentes na formulação das políticas públicas nas décadas posteriores à Segunda Guerra Mundial, as políticas públicas adotadas nos diversos países emergentes apresentaram diferenças significativas.

Há pelo menos cinco aspectos que distinguem o caso brasileiro do observado nos demais países, sobretudo do Leste Asiático. Em primeiro lugar, as políticas sociais, sobretudo em saúde e educação, ocupam papel pouco relevante na política pública e estão virtualmente ausentes da formulação da política econômica de crescimento.<sup>43</sup>

Em segundo lugar, a política fiscal apresentava desequilíbrios frequentes, sendo usual o financiamento inflacionário do setor público, que encontrava dificuldades para expandir sua dívida em função dos seguidos desequilíbrios macroeconômicos. Em terceiro, os desequilíbrios fiscais coexistiam com um regime de câmbio fixo, resultando na tendência de valorização da moeda nacional e de desequilíbrios nas contas externas. Esse contexto levava à adoção de mecanismos de controle cambial, segundo os quais o Governo Federal determinava de forma discricionária as demandas setoriais que teriam acesso à moeda estrangeira. Como resultado desses dois pontos, os períodos de expansão da atividade econômica eram seguidos de forte pressão inflacionária e crise externa, com frequentes renegociações das obrigações externas.

Em quarto lugar, menos consensual no debate, porém dominante na prática da política econômica, havia maior opção pelo endividamento externo em detrimento do investimento direto estrangeiro. Acreditava-se, na época, que o investimento estrangeiro reduziria a capacidade de ação da política econômica, sendo por isso mais adequada a preferência por

<sup>43</sup> Para uma resenha do debate sobre desenvolvimento no Brasil na década de 1950, ver o livro de Bielschowsky (2000).

empresas nacionais. Em conjunto com os dois pontos anteriores essa opção agravava as dificuldades externas do Brasil, que periodicamente tinha de renegociar sua dívida externa, reduzindo o acesso a recursos externos que poderiam ter contribuído para ampliar a capacidade de crescimento econômico.<sup>44</sup>

Por fim, havia muito pouca preocupação com a adequação de nosso desenho institucional ao funcionamento eficiente de uma economia de mercado. O Brasil, por exemplo, teve Banco Central apenas em meados dos anos 1950. Até então, a atividade monetária era subordinada às decisões de crédito do Banco do Brasil, com pouco controle sobre a execução monetária e efetiva ausência de controles fiscais.<sup>45</sup> Além disso, as previsões legais para operações de financiamento eram usualmente bastante limitadas, restringindo o desenvolvimento do mercado de crédito para produção e consumo. De forma similar, não havia previsão legal adequada para os setores regulados e para os mercados de seguros e de capitais.<sup>46</sup>

O conjunto de reformas institucionais ocorridas em meados da década de 1960 foi uma importante exceção ao desenho da política econômica durante as décadas de 1950 a 1980. Criação de sistema de crédito para bens duráveis e imóveis, política de veracidade tarifária para os setores regulados, criação do Banco Central, instituição de um imposto sobre valor adicionado foram, entre várias outras, medidas significativas para o aprimoramento institucional da economia brasileira.<sup>47</sup>

<sup>44</sup> Todos esses pontos encontram, além de dificuldades teóricas, pouco suporte empírico. A formalização da conjectura de problemas de coordenação para a geração de armadilhas de pobreza, por exemplo, requer hipóteses adicionais, como mostram Murphy, Shleifer e Vishny (1989). Além disso, a evidência empírica não parece apoiar a hipótese de termos de troca decrescentes ou a existência de problemas de coordenação que expliquem o diferencial de renda entre os países (Cuddington e Urzua 1989).

<sup>45</sup> A separação efetiva total entre Banco Central e Banco do Brasil ocorreu apenas em meados dos anos 1980.

<sup>46</sup> É importante destacar que a especificidade brasileira ilustrada por esses cinco pontos vai de encontro à evidência internacional sobre os fatores mais correlacionados com a maior renda *per capita* das diversas economias, como apresentado na segunda seção. deste texto

<sup>47</sup> Há, inclusive, muitos trabalhos recentes que identificam nesse conjunto de reformas as bases para o vigoroso crescimento econômico verificado nos dez anos seguintes (Rodrik 2003; Gomes, Pessôa e Velloso 2004).

Apesar desse extenso conjunto de reformas, o debate e o desenho da política econômica continuaram cerca de mais vinte anos essencialmente centrados em temas semelhantes aos das duas décadas anteriores, com especial ênfase na política macroeconômica e eventuais restrições externas, bem como na ação coordenadora do governo sobre os investimentos público e privado para garantir o crescimento sustentado.<sup>48</sup>

A partir de meados da década de 1970, a economia brasileira atravessou crescentes desequilíbrios fiscais e progressivo aumento das taxas de inflação, os quais, sob um regime de câmbio fixo, resultaram em recorrentes dificuldades com o balanço de pagamentos, tornando provavelmente inevitável que o foco dos debates permanecesse centrado nos modos de enfrentar as crescentes restrições macroeconômicas.

Esse quadro, todavia, modificou-se bastante da década de 1990 em razão de dois fatores principais. Em primeiro lugar, a redemocratização e a Constituição de 1988 colaboraram para inverter a tendência da política pública no Brasil, que começou a garantir maior destaque à política social. Em segundo, a conquista da estabilidade permitiu que a política econômica se voltasse progressivamente para outros temas, como a regulação dos setores de infra-estrutura e a defesa da concorrência, a despeito das dificuldades macroeconômicas recorrentes. Nos últimos anos, sedimentada pela combinação de equilíbrio fiscal, baixa inflação e bons resultados nas contas externas, a maior solidez da economia brasileira tem favorecido o debate sobre os desafios a serem enfrentados na construção do desenvolvimento econômico de longo prazo para o país.

A importância do tema, todavia, não deve minimizar as dificuldades envolvidas nesse debate. A evidência empírica, como discutido na segun-

<sup>48</sup> A exceção foi o debate desencadeado pelo trabalho de Langoni (1973), que se seguiu aos trabalhos de Duarte (1971) Hoffman (1971) e Fishlow (1972) sobre a piora da desigualdade de renda na década de 1960. Langoni, em trabalho tecnicamente primoroso, decompõe os fatores correlacionados com a distribuição pessoal da renda e mostra a importância dos anos de escolaridade para a determinação dos salários reais. Esse trabalho se junta à sua tese de doutorado (Langoni 1970), na qual argumenta que a taxa de retorno do gasto público em educação, sobretudo em educação fundamental, é significativamente superior à taxa de retorno das demais opções de gasto público

da seção, sugere algumas regularidades no desenho das políticas públicas dos países que vêm se desenvolvendo, porém também sugere que as experiências bem-sucedidas dependem da adequação da política pública às características de cada país. Além disso, muitas vezes reformas convencionais convivem com aspectos não-convencionais, motivo pelo qual o cuidado com os diversos problemas envolvidos, a detalhada análise da evidência empírica e a desapaixonada discussão de todas as hipóteses possíveis são fatores cruciais nesse debate.<sup>49</sup>

O objetivo deste texto foi contribuir para esse debate, tendo por base a sistematização de parte da extensa pesquisa aplicada das últimas décadas. Existe notável similaridade das dificuldades em áreas que a visão convencional de economia tende a tratar como essencialmente distintas. Mesmo em questões macroeconômicas, como estabilidade e taxa de juros, os desafios se assemelham àqueles verificados no desenvolvimento dos mercados de crédito e de seguros: quadro institucional e regras de política econômica consistentes com os objetivos de bem-estar da política pública que resultem em incentivos adequados às decisões de produção, investimento e emprego.

Um dos desafios recorrentes de nossa história tem sido reduzir a insegurança sobre o cumprimento dos contratos livremente pactuados, sejam estes títulos de dívida pública ou privada. De forma similar, a insegurança sobre a estrutura de financiamento do setor público tem se constituído em fonte de instabilidade macroeconômica e, ainda que esse quadro tenha começado a se alterar nos últimos anos, sua consolidação institucional requer um longo período de condução sustentável da política fiscal. A melhoria da estrutura de incentivos e do desenho institucional que balizam o funcionamento dos diversos mercados é fundamental para ampliar a capacidade de crescimento da nossa economia. Aperfeiçoamento de regras legais há muito consolidadas, e que impedem o acesso ao crédito, sobretudo dos grupos de menor renda, e o desenvolvimento de novos instrumentos de financiamento e seguro são exemplos do longo trabalho

<sup>49</sup> Muitas vezes questionam-se resultados apenas razoáveis associados a momentos específicos da política econômica, esquecendo-se do elevado custo que a economia brasileira já pagou no passado por políticas inovadoras e mal-sucedidas.

institucional que começou a ser feito, e para o qual há ainda um extenso caminho a ser percorrido (Arida, Bacha e Lara-Resende 2005).

Como enfatizado, há também que se construir um importante diálogo com o Judiciário sobre diversos aspectos de nosso marco legal para o funcionamento dos mercados e sobre as conseqüências das decisões judiciais no bem-estar social. Como indicado pela experiência internacional, esse processo de aprimoramento institucional é longo e requer diversos cuidados técnicos. Em geral, reformas institucionais lidam com problemas bastante específicos e seu sucesso depende de um desenho técnico adequado, da capacidade de resolução de problemas inesperados e de amplo apoio da sociedade.

Muitas vezes, desenhos tecnicamente bem feitos não geram os resultados esperados porque a prática institucional difere da provisão legal. É o caso, por exemplo, de diversas medidas legais que se revelam ineficazes seja pela prática do Judiciário, seja por inconsistência com outros dispositivos legais. O debate prévio sobre a natureza das reformas e uma ampla discussão sobre suas motivações e conseqüências são fundamentais para que elas tenham sucesso. Reformas institucionais são mais sólidas, estáveis e benéficas quanto maior for seu apoio na sociedade. Mesmo aparentemente imperfeitas, podem se tornar bem-sucedidas caso se revelem adequadas às características específicas do marco jurídico-institucional do país ou recebam o suporte necessário ao seu exercício efetivo. A autonomia do Banco Central é um exemplo típico de reforma que pode se tornar inócua em face da falta de apoio social. Recentemente, em alguns países latino-americanos, sua aprovação legal não impediu a freqüente substituição de seus dirigentes. Em contrapartida, países como Chile realizaram reformas apenas parcialmente satisfatórias do ponto de vista técnico, mas seu funcionamento na prática se revelou bastante eficaz, mostrando que a prática institucional é mais relevante que seu desenho legal.

Além disso, o ritmo das reformas é tão relevante quanto seu conteúdo. Frequentemente, alterações legais ou institucionais têm implicações inesperadas que podem requisitar, quando possível, ajuste posterior. Por isso, é preciso analisar com extremo cuidado as implicações de cada reforma proposta, que sempre podem ter impactos significativos em grupos sociais específicos.

O trabalho de aperfeiçoamento institucional, portanto, é um desafio de longo prazo que requer cuidadoso trabalho técnico e amplo debate social

para se tornar efetivo.<sup>50</sup> As experiências de países semelhantes ao Brasil indicam que longos períodos com seqüências progressivas de reformas conseguem elevar de forma sustentável a renda nacional, melhorando a qualidade de vida dos cidadãos e do ambiente de negócios para as empresas e as instituições de crédito e de seguros.

Entre os aperfeiçoamentos mais importantes do desenho institucional, destacam-se o aprimoramento dos mecanismos de controle da eficiência dos gastos públicos e a elevação da efetividade das políticas sociais em reduzir a desigualdade e aumentar a escolaridade e a qualidade de vida da população. Da mesma forma, a evidência disponível indica a importância de um permanente trabalho de aperfeiçoamento do marco legal e institucional, que inclui a gestão do Estado e a ação do Judiciário. Todas essas mudanças contribuem para o crescimento de longo prazo.

O Brasil já passou por diversas grandes reformas econômicas sem o necessário debate público sobre a natureza e as conseqüências de medidas que acabaram resultando em graves conseqüências econômicas e em profundas questões jurídicas, algumas ainda não resolvidas. Essas questões jurídicas não só geraram passivos públicos significativos, pagos por todos nós, como também ampliaram a insegurança jurídica.

O cuidado técnico, portanto, deve ser simultâneo ao amplo debate e ao reconhecimento das especificidades e restrições do país. Como vimos, há natural complementaridade entre política social e crescimento econômico. Da mesma forma, há inevitável e natural complementaridade entre política econômica, reformas institucionais e razão política. Para viabilizar mudanças efetivas na ação prática das instituições, o desenho adequado das reformas é tão importante quanto sua sustentação político-jurídica. A análise das reformas deve incorporar as especificidades do sistema legal e das restrições políticas, reduzindo a probabilidade de possíveis inconsistências com outros aspectos da legislação, além de construir uma visão predominante sobre seu desenho e finalidade. A lenta e permanente

<sup>50</sup> Os únicos exemplos que conheço de reformas institucionais com impactos no curto prazo são planos de estabilização em economias com inflação elevada. Esses planos muitas vezes não são bem-sucedidos, com significativos custos sociais. Seus impactos, porém, tendo tais planos sucesso ou não, são, ao contrário das demais reformas, imediatos.

construção de reformas e políticas públicas, com amplo debate na sociedade e apoio técnico-político, revela-se a forma mais eficaz para aumentar a probabilidade de uma estratégia bem-sucedida de desenvolvimento.