

O PAPEL DO ESTADO NO FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO NOS PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO, EM UM CONTEXTO LIBERALIZAÇÃO E INTEGRAÇÃO DOS MERCADOS FINANCEIROS

Nilton C. M. de Araújo

RESUMO

Este trabalho trata dos efeitos da integração dos mercados financeiros dos países em desenvolvimento aos mercados mundiais sobre o papel do Estado no financiamento do investimento nestes países. Conclui-se que a integração financeira apresenta benefícios potenciais para o desenvolvimento dos mercados financeiros e contribui para reduzir a atuação direta do Estado nestes mercados, ao incentivar práticas que contribuem para a redução das imperfeições de informação. No entanto, os resultados não são imediatos e estão sujeitos a eventuais retrocessos, devido a maior exposição dos mercados a riscos associados às crises internacionais. Evidências para o caso brasileiro mostram a que integração incentivou a adoção de aperfeiçoamentos institucionais, mas não produziu resultados identificáveis na ampliação do alcance dos mercados de capitais privados e na redução do papel do Estado neste segmento.

INTRODUÇÃO

Na maioria dos países em desenvolvimento o Estado interferiu diretamente nos mercados financeiros, buscando mobilizar poupança e direcioná-la para investimentos considerados prioritários ao longo do período pós- II Guerra. Esse papel foi justificado a partir de argumentos teóricos quanto a existência de falhas de mercado, apontadas pelas teorias do desenvolvimento e, em parte, formalizados pela teoria microeconômica neoclássica. Essas falhas estariam relacionadas com a incapacidade dos mercados financeiros privados para mobilizarem a poupança necessária e a direcionarem para investimentos socialmente desejáveis. Abordagens teóricas recentes, na linha da Nova Economia Institucional, têm contribuído para reforçar esses argumentos, ao apontarem para um novo tipo de imperfeição presente nos mercados financeiros, causada pela existência de problemas de informação entre os agentes que operam nestes mercados, imperfeições que seriam mais graves sob as condições institucionais vigentes nos países em estágio inicial de desenvolvimento.

A liberalização dos mercados financeiros ocorrida nos países em desenvolvimento a partir do final dos anos oitenta, acompanhando a tendência de crescimento e integração dos mercados financeiros internacionais, tem sido em parte

justificada pelos seus efeitos sobre os níveis de investimento e crescimento destes países. Argumenta-se que a integração financeira trará benefícios ao investimento, através do aperfeiçoamento do setor bancário e do desenvolvimento rápido dos mercados de capitais privados. Por essa razão, a liberalização dos mercados financeiros traz elementos novos ao debate sobre o papel do Estado nos mercados financeiros dos países em desenvolvimento. Entre as questões relevantes que podem ser analisadas, estão: como a integração pode contribuir para reduzir as imperfeições dos mercados financeiros nos países em desenvolvimento, especialmente nos segmentos voltados para o financiamento do investimento ? Quais as implicações da integração sobre a atuação direta do Estado na oferta de recursos financeiros para investimento nos países em desenvolvimento, através de programas de crédito dirigido ?

Neste artigo são revisados os argumentos que tem sido levantados pelas abordagens da Nova Economia Institucional sobre a questão da atuação do Estado nos mercados financeiros nos países em desenvolvimento. Além disso, são apresentados os argumentos teóricos que destacam os efeitos das políticas de liberalização sobre o desenvolvimento dos mercados financeiros e sobre os níveis de investimento e crescimento da economia. Esses argumentos são também analisadas quanto às suas implicações sobre o papel que tem sido assumido pelo Estado nos mercados financeiros nos países em desenvolvimento no período pós-II Guerra. Também são apresentados alguns dados relativos à experiência brasileira recente. O referencial teórico utilizado são as abordagens da Nova Economia Institucional.

1. O ESTADO NO FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO NOS PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO

Apesar do tratamento simplificado que historicamente tem sido dado aos mercados financeiros nos modelos da teoria econômica formalizada, a importância destes mercados e das instituições que os compõe no processo de desenvolvimento econômico tem sido destacada por diversos autores. Autores como Schumpeter (1985) e Gerschenkron (1962), este último através de estudos históricos sobre os processos de industrialização dos países de industrialização tardia, enfatizaram o papel dos bancos no crescimento econômico, destacando seu papel na mobilização de recursos para investimento. Evidências obtidas por King e Levine (1993) mostram a existência de forte correlação entre desenvolvimento financeiro e crescimento

econômico. Esses autores também constataram que o desenvolvimento financeiro explica as taxas futuras de crescimento de longo prazo da economia, reforçando a visão de que estes mercados exercem um papel ativo na promoção do crescimento. Mais recentemente, Levine e Zervos (1997) chegaram a resultados semelhantes a respeito da relação entre desenvolvimento dos mercados de ações e crescimento econômico.

A percepção da importância dos mercados financeiros no desenvolvimento econômico e a convicção, apoiada pelas teorias do desenvolvimento, de que os mercados financeiros privados apresentavam imperfeições que os impediam de cumprir espontaneamente seu papel na mobilização e canalização de recursos para investimento, levou muitos governos de países em desenvolvimento a intervenções diretas nestes mercados no período pós-II Guerra. Uma forma típica de intervenção foram as políticas de crédito dirigido implementadas através de instituições financeiras governamentais, como os bancos de desenvolvimento, criadas com este propósito. Essas intervenções, em geral, foram instrumentos de políticas mais amplas voltadas para o setor industrial e para outros setores da economia, adotadas pela maioria dos países em busca de crescimento rápido no período. Embora na maioria dos casos os efeitos dessas políticas sobre o desenvolvimento tenham sido duvidosos, existem evidências de que em alguns países as políticas de crédito dirigido contribuíram significativamente para promover o crescimento no período pós-II Guerra. Entre esses últimos casos, pode-se destacar os países do Leste da Ásia, em especial Coreia do Sul e Japão, e, em menor grau, o Brasil.

O conjunto de modelos teóricos da chamada Nova Economia Institucional oferece um novo tipo de fundamentação teórica para a percepção dos governos dos países em desenvolvimento quanto às limitações dos seus mercados financeiros para promoverem o crescimento. Entre suas contribuições mais interessantes, está a análise dos efeitos da existência de problemas de assimetria de informação sobre o processo de alocação de recursos nos mercados financeiros. O fato de as transações financeiras em geral envolverem a entrega de recursos hoje em troca de pagamentos futuros, as torna particularmente sensíveis aos efeitos de assimetrias de informação entre os agentes, na forma de problemas dos tipos perigo moral (“moral hazard”) e seleção adversa. Sob essas condições, o processo de alocação nesses mercados não é determinado apenas pelo sistema de preços (os preços não transmitem todas as informações necessárias), importando também aspectos de natureza institucional,

como seleção, monitoramento e contratos. Nos mercados de crédito, Stiglitz e Weiss (1981) mostraram como problemas de perigo moral e seleção adversa podem levar os bancos a práticas de racionamento de crédito como comportamento ótimo.

Greenwald, Stiglitz e Weiss (1984) mostraram que os mercados de ações também estão sujeitos a problemas de racionamento de participação acionária, que limitam seu uso como fonte de recursos para as empresas, comprometendo seu papel como substitutos dos mercados de crédito na oferta de recursos para investimento.

Nos países em desenvolvimento, especialmente nos estágios iniciais de industrialização, esses problemas tendem a ser agravados pelas deficiências do ambiente institucional e dos arranjos institucionais existentes na economia. Problemas como o pequeno tamanho das empresas, falta de legislação apropriada - e imperfeições na sua aplicação devido às limitações do sistema jurídico - e inexistência de instituições geradoras e difusoras de informações sobre as empresas, contribuem para acentuar as práticas de racionamento nesses países (Stiglitz, 1989). Esses problemas podem levar à inexistência, ou mau funcionamento, dos mercados para obtenção de recursos para investimento, como os mercados de crédito de longo prazo e os mercados de ações. As dificuldades para captar recursos de terceiros limitam os empreendedores aos seus próprios recursos para implementar seus projetos de investimento. Sob essas condições, investimentos socialmente desejáveis, em particular os geradores de externalidades tecnológicas positivas para a economia como um todo, podem ser inviabilizados, especialmente se forem de maturação lenta e risco elevado.

Finalmente, a existência de instabilidade econômica também contribui para dificultar o desenvolvimento dos mercados financeiros ao elevar o grau de incerteza na economia e agravar os problemas de assimetria de informação. É importante, no entanto, destacar que as imperfeições identificadas por estas teorias independem do contexto macroeconômico, podendo estar presentes mesmo sob condições de estabilidade. Em outras palavras, a estabilidade econômica, embora importante, não é uma condição suficiente para a criação de um ambiente adequado para o desenvolvimento rápido dos mercados financeiros.

Nessas condições, em princípio, pode-se admitir um papel para o Estado nos mercados financeiros na oferta de recursos para investimento, especialmente nos estágios iniciais de desenvolvimento. A atuação do Estado nesses mercados possibilita a implementação de investimentos socialmente desejáveis, especialmente

os geradores de externalidades positivas de natureza tecnológica, que não seriam financiados através dos mercados financeiros privados. No entanto, as instituições financeiras estatais também estão sujeitas a problemas de informação e a sua capacidade para proporcionar um “second best” na alocação dos recursos depende da existência de arranjos institucionais capazes de atenuar os efeitos destes problemas. Esses arranjos devem dispor de mecanismos de seleção e monitoramento e proporcionar incentivos apropriados aos diferentes agentes envolvidos. Sob essas condições, a alocação do crédito orientada pelo Estado poderia, ao menos teoricamente, ser superior a obtida sob condições de livre mercado. No entanto, o papel do Estado no financiamento do investimento tende a se tornar menos justificável ao longo do tempo, a medida que os mercados financeiros privados passam a oferecer condições que atendam as necessidades das empresas. Nesse sentido, paralelamente à atuação direta nos estágios iniciais de desenvolvimento, o Estado tem um papel importante na criação de um ambiente institucional favorável ao desenvolvimento dos mercados financeiros privados, através de medidas voltadas para o aperfeiçoamento da legislação relativa a estes mercados.

Finalmente, cabe mencionar a existência de estudos recentes na linha da Nova Economia Institucional que têm buscado explicar os resultados obtidos pelos países que adotaram políticas de crédito dirigido como parte de suas políticas industriais no período pós-II Guerra. Calomiris e Himmelberg (1993) e Cho e Hellmann (1993) analisaram os programas de crédito dirigido implementados no Japão e na Coreia do Sul no período pós-II Guerra, destacando o papel desempenhado pelos arranjos institucionais empregados nessas intervenções. Esses autores apontaram algumas características como o alto grau de coordenação e cooperação e a existência de mecanismos eficientes de monitoramento e de incentivos, presentes no arranjo institucional envolvido nos programas de crédito dirigido nesses países, como fatores que explicariam o relativo sucesso obtido na alocação do crédito. O caso brasileiro foi analisado por Araújo (1997), que estudou os programas de crédito dirigido para o setor industrial, implementados através do Sistema BNDES no período pós-1964, e os comparou com programas similares adotados nos países do Leste da Ásia. Verificou-se que, apesar de suas limitações em relação ao observado nos casos do Japão e Coreia do Sul, o arranjo institucional envolvido nos programas de crédito dirigido adotados no Brasil não comprometeu de forma significativa os efeitos destas políticas na promoção do investimento industrial e do crescimento.

2. LIBERALIZAÇÃO E INTEGRAÇÃO DOS MERCADOS FINANCEIROS DOS PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO

A partir de meados dos anos oitenta, com maior intensidade nos anos noventa, tem sido observado um movimento crescente no sentido da liberalização e integração dos mercados financeiros dos países em desenvolvimento aos mercados mundiais. Esse movimento, que foi influenciado pelas mudanças ocorridas nos mercados financeiros dos países desenvolvidos nas duas últimas décadas, tem sido promovido através do aumento das facilidades para o ingresso de fluxos de capitais estrangeiros privados nos mercados de capitais e da redução das barreiras a entrada de instituições financeiras estrangeiras. Essa tendência de integração é ilustrada por estudo do Banco Mundial (1997). Esse trabalho mostra que no período 1985/87 apenas 2 países em desenvolvimento (Coréia do Sul e Indonésia) podiam ser considerados como tendo seus mercados financeiros altamente integrados aos mercados mundiais, enquanto que no período 1992/94 os países altamente integrados eram em número de 13, incluindo o Brasil. Neste último período, o número de países em desenvolvimento medianamente integrados era de 24, pelo critério do Banco Mundial.

Entre os fatores que contribuíram para o crescimento da mobilidade do capital financeiro internacional e para integração dos mercados financeiros a partir dos anos oitenta, têm sido destacados o declínio das taxas de juros nos países desenvolvidos, a busca de maiores retornos e de oportunidades para diversificação de riscos e o elevado crescimento da importância dos investidores institucionais, como os fundos de pensão, nestes países. Também contribuiu decisivamente para a ampliação do alcance do processo de integração a disposição dos países em desenvolvimento para promoverem a desregulamentação dos seus mercados financeiros durante o período, no que foram influenciados pelas pressões exercidas pelos países em desenvolvimento e por organismos multilaterais, como Fundo Monetário Internacional e Banco Mundial.

Em alguns países, como a Coréia do Sul, a liberalização iniciou-se já em meados dos anos oitenta, enquanto na maioria dos outros países em desenvolvimento

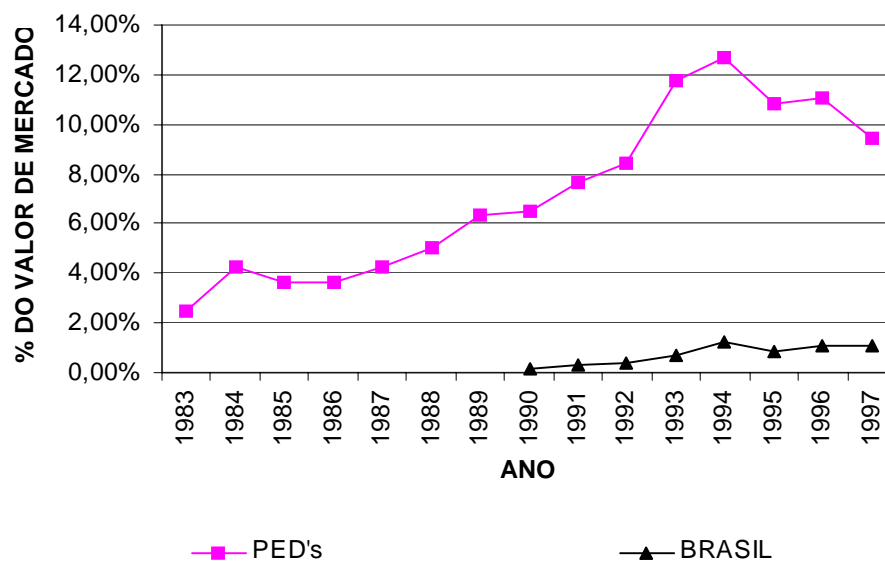
ela se deu ao longo dos anos noventa. No caso brasileiro, verifica-se ainda durante os anos oitenta a adoção de algumas medidas facilitadoras do ingresso de capital estrangeiro nos mercados financeiros, mas tem sido ao longo dos anos noventa que o processo de integração tem se intensificado. No que diz respeito ao mercado de capitais, o marco inicial foi a Resolução Nº 1.289, de 20.03.87, que trata do ingresso de investimentos em portfólio. O alcance dessa resolução vem sendo ampliado ao longo dos anos noventa através de Anexos, destacando-se o Anexo IV, de 31.05.91, que trata das carteiras de valores mobiliários mantidas no Brasil por investidores institucionais estrangeiros. Quanto ao ingresso de capital estrangeiro no setor bancário, vem sendo utilizada a abertura oferecida pelo artigo 52 dos Atos das Disposições Constitucionais Transitórias da Constituição de 1988. Esse artigo prevê a autorização do ingresso de instituições financeiras estrangeiras nos casos de “....acordos internacionais, de reciprocidade ou de interesse do governo brasileiro”, enquanto o artigo 192 da Constituição, que trata dos mercados financeiros, não é regulamentado. Baseado nessa abertura, tem sido autorizado o ingresso e a ampliação das atividades de diversos bancos estrangeiros no mercado brasileiro durante os últimos anos, principalmente via compra do controle de instituições nacionais com problemas de liquidez e, mais recentemente, de bancos estatais.

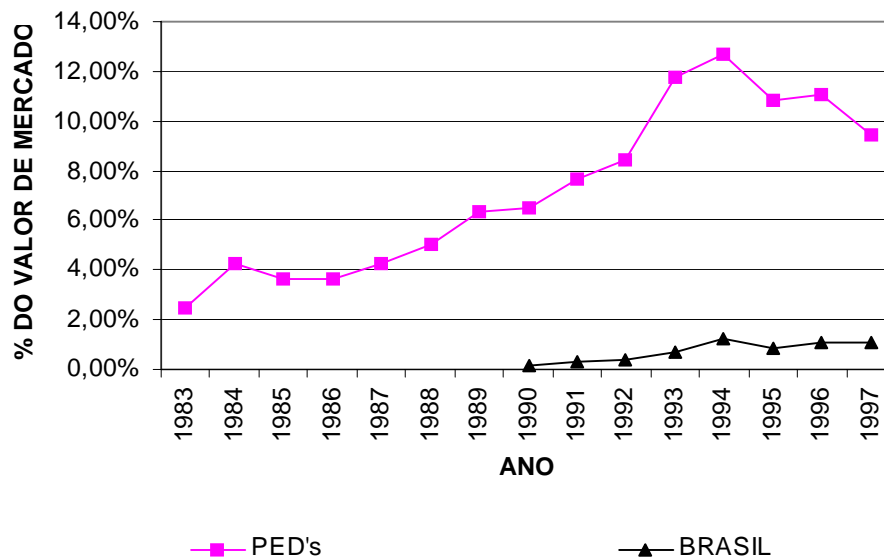
A integração tem produzido efeitos significativos sobre os mercados financeiros dos países em desenvolvimento, tanto no que diz respeito ao aumento da magnitude dos fluxos de recursos destinados a estes países, quanto na mudança na composição destes recursos. Segundo dados do Banco Mundial (World Bank, 1997), os fluxos de capitais privados para os países em desenvolvimento cresceram de pouco mais de R\$ 40 bilhões no início da década de noventa para R\$ 265 bilhões em 1996. Quanto à sua composição, observa-se grande crescimento dos fluxos privados, que tem ultrapassado largamente os fluxos de recursos oriundos de governos. A integração também provocou mudanças na composição dos fluxos de capital privado para os países em desenvolvimento. No início dos anos oitenta os fluxos privados estavam concentrados na forma de empréstimos bancários e comerciais (65 % do total, em 1982), seguidos em importância pelos investimentos diretos e pelos investimentos em portfólio, estes últimos representando uma parcela pequena do fluxo total. Em 1995/1996, os fluxos de investimento direto assumem a primeira posição (aproximadamente 45 %), seguidos dos fluxos de investimento em portfólio (ações e títulos) com 33 % dos investimentos. Ainda uma outra característica importante diz

respeito à concentração dos recursos privados em um número relativamente pequeno de países em desenvolvimento. No período 1990/1995, 80 % dos fluxos privados foram concentrados em apenas 12 países, enquanto 140 países receberam apenas 5 % dos recursos, de um total de 166 analisados pelo Banco Mundial.

Finalmente, verifica-se que fluxos financeiros privados para os mercados de ações conduziram a um aumento considerável nos valores de mercado das ações em bolsa (“market capitalization”) nos países em desenvolvimento. O gráfico abaixo mostra que a participação dos países em desenvolvimento no total do valor de mercado das ações em bolsa nos mercados mundiais subiu de 2,46 % , em 1983, para 12,66% em 1994. Em 1997 essa participação havia caído para 9,47 %, refletindo os efeitos da crise mexicana de 1994 e da crise financeira nos países asiáticos em 1997. O mercado acionário brasileiro teve sua participação no mercado mundial elevada de apenas 0,17 %, em 1990, para 1,09 % em 1997, mostrando-se mais estável em relação ao conjunto dos países em desenvolvimento no período recente.

Gráfico 1- Participação dos Países em Desenvolvimento no Valor de Mercado das Ações em Bolsa nos Mercados Globais- 1983-1997





Fonte: Carta da SOBEET (1998)

3. INTEGRAÇÃO DOS MERCADOS FINANCEIROS E FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO NOS PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO

3.1. ARGUMENTOS TEÓRICOS

Tem sido apontadas diversas vantagens potenciais oriundas da integração dos mercados financeiros dos países em desenvolvimento aos mercados internacionais, no que diz respeito aos seus efeitos sobre o investimento e crescimento da economia. Aqui são destacados os argumentos relativos aos efeitos da integração na redução das imperfeições causadas por problemas de informação nos mercados financeiros, com ênfase nos efeitos que contribuem para o surgimento de fontes alternativas de financiamento do investimento via mercados privados. Essas conclusões são relevantes pelas suas conseqüências sobre o papel que o Estado tem assumido no financiamento do investimento nestes países.

Estudo do Banco Mundial (1997) aponta a existência de efeitos diretos e de efeitos via sistema financeiro sobre o investimento, oriundos da integração dos mercados financeiros dos países em desenvolvimento. Entre os efeitos diretos, é destacado o fato de a integração romper a dependência do investimento em relação a

poupança interna e aumentar as oportunidades para diversificação dos riscos. Os efeitos sobre o sistema financeiro, com consequências sobre o investimento e o crescimento, ocorreriam através do aumento da magnitude e da eficiência dos sistemas financeiros domésticos. No caso do sistema bancário, argumenta-se que a abertura dos mercados produziria ganhos de eficiência via externalidades de conhecimento, aprofundamento financeiro e aumento da competição. No que diz respeito à redução das imperfeições de informação, pode-se esperar um aumento dos incentivos para a introdução de melhorias na qualidade das informações relativas aos riscos associados aos tomadores, além do aumento das oportunidades para diversificação destes riscos. Isso pode ocorrer pela introdução de técnicas mais sofisticadas de seleção por parte das instituições financeiras e pelos incentivos ao surgimento (ou ampliação da atuação) de instituições difusoras de informações sobre os riscos das empresas, como as agências de “credit rating”. Melhoramentos deste tipo contribuiriam ainda para a introdução de práticas, já difundidas nos países desenvolvidos, facilitadoras da gestão de riscos, como os mecanismos de securitização de dívidas.

Nos mercados de capitais, os efeitos da integração financeira seriam ainda mais expressivos. A integração contribuiria para ampliar o papel desses mercados, através do seu aprofundamento e do aumento da liquidez dos ativos. Isso reduziria o custo do capital para as empresas e os riscos para os investidores, incentivando a utilização mais intensiva dos mercados de ações. O efeito sobre o aprofundamento, é em parte apoiado pelas evidências apresentadas na seção anterior, que mostram que os valores de mercado das ações transacionadas nas bolsas sofreram aumentos expressivos nos países em desenvolvimento que abriram seus mercados. A integração também produz incentivos fortes para o aumento da transparência na divulgação de informações relevantes para o mercado por parte das empresas de capital aberto. Nesse caso, também valem as ponderações acima relativas aos benefícios da integração na redução das imperfeições dos mercados através do melhoramento das informações relacionadas aos riscos associados às empresas.

Em ambos os casos, pode-se destacar também os efeitos da integração sobre o ambiente institucional. A preocupação em atrair capitais cria incentivos fortes para a busca de aperfeiçoamento da legislação sobre contratos e direitos de propriedade, das leis relativas a atuação das empresas de capital aberto e das normas que tratam da regulamentação e supervisão prudencial dos mercados financeiros. Além disso, cria

incentivos para a manutenção da estabilidade das regras existentes e para a redução dos custos associados à utilização do sistema jurídico.

Finalmente, a integração dos mercados financeiros também contribui para induzir o aumento da disciplina nas políticas macroeconômicas, com efeitos positivos sobre os mercados financeiros. A preocupação com a percepção dos investidores estrangeiros quanto ao risco associado ao país tende a incentivar práticas que contribuem para manter um ambiente de estabilidade econômica, como a busca e manutenção do equilíbrio fiscal. Estes efeitos são importantes, uma vez que, conforme visto anteriormente, a instabilidade econômica aumenta a incerteza e agrava os efeitos das assimetrias de informação sobre o funcionamento dos mercados financeiros.

Entre os riscos associados à integração financeira, têm sido destacados seus efeitos no aumento da instabilidade dos mercados financeiros, que estariam sujeitos a uma maior volatilidade e mesmo a grandes refluxos de capital. Essas flutuações estão relacionadas com a maior interdependência entre os mercados promovida pela integração. Como fatores potencialmente motivadores de crises de confiança nos mercados financeiros dos países em desenvolvimento, têm sido destacados problemas como sistemas bancários fracos e deficiências nos fundamentos macroeconômicos. No caso dos bancos, são apontados como fontes de risco fatores como baixa capitalização, incentivos para assumir riscos elevados devido à existência de proteção excessiva e ausência de regulamentação prudencial e supervisão adequadas.

Apesar do peso dos argumentos teóricos favoráveis às políticas de integração financeira, pode-se argumentar que os benefícios da integração não se dão de forma imediata e que estão sujeitos a retrocessos. Ao mesmo tempo que acelera o surgimento de condições ambientais favoráveis ao desenvolvimento de mercados privados e contribui para a redução do papel do Estado, a integração introduz elementos novos que podem afetar desfavoravelmente o desenvolvimento dos mercados financeiros. Entre esses, pode-se destacar o aumento da instabilidade, que pode eventualmente contribuir para neutralizar, pelo menos em parte, os efeitos positivos da integração. Além disso, em um contexto de mercados integrados a estabilidade passa a depender não somente das condições específicas de cada país, mas também do comportamento dos mercados mundiais, em particular de outros países em desenvolvimento, conforme evidenciado pelos efeitos das crises cambiais

mexicana (1994), asiática (1997), Russa (1998) e, mais recentemente, a crise cambial brasileira do início de 1999. Até o momento, os efeitos destas crises, especialmente sobre os países não diretamente envolvidos, têm sido de duração relativamente curta, com o retorno do capital estrangeiro ocorrendo com relativa rapidez. No entanto, é difícil prever as consequências de crises mais drásticas e frequentes, especialmente se atingirem simultaneamente um grande número de países, sobre os mercados financeiros dos países em desenvolvimento.

Pode-se argumentar também que a criação de alternativas privadas nos segmentos de longo prazo depende de um período relativamente longo de integração. A introdução e a consolidação dos aperfeiçoamentos institucionais não ocorre de forma rápida e a difusão dos seus efeitos sobre o funcionamento dos mercados também necessita de tempo. Isso se aplica tanto aos mecanismos destinados a facilitar a gestão dos riscos nos mercados de crédito e acionário, quanto aos efeitos das mudanças na legislação relativa a estes mercados.

Finalmente, a adoção de políticas macroeconômicas consideradas saudáveis nem sempre se mostra suficiente para influenciar a percepção dos investidores estrangeiros quanto ao riscos associados aos países em desenvolvimento, como ilustra o caso da Coreia do Sul. Além disso, as medidas adotadas pelos países em desenvolvimento destinadas a melhorar os fundamentos da economia e atender às expectativas dos investidores estrangeiros podem contribuir, em certos casos, para gerar condições desfavoráveis ao investimento e crescimento da economia, pelo menos temporariamente, como mostra o caso brasileiro.

3.2. ALGUMAS EVIDÊNCIAS PRELIMINARES PARA O CASO BRASILEIRO

Evidências disponíveis para Brasil quanto a ocorrência de mudanças nos mercados financeiros nos anos recentes, sugerem que a integração financeira ainda não produziu ganhos significativos na criação de alternativas ao Estado na oferta de recursos para investimento. No caso do mercado de capitais, o afluxo de investimento estrangeiro não produziu efeitos significativos na indução ao ingresso de novas empresas no mercado acionário e no aumento das emissões primárias de ações. Embora o número de empresas de capital aberto registradas tenha crescido de 865, em 1991, para 984, em 1998, este crescimento esteve em grande parte associado ao

processo de privatização das empresas operadoras de infra-estrutura intensificado durante o período, uma vez que as regras de privatização estabeleciam que tanto as empresas vendidas quanto os grupos candidatos a compra deveriam ser empresas de capital aberto (Gazeta Mercantil, 05/06/1998). Na verdade, pode que tenha ocorrido mesmo algum retrocesso no papel destes mercados como fonte de recursos para as empresas; segundo dados divulgados pela Gazeta Mercantil, 133 empresas abandonaram o mercado de ações entre 1994 e 1999 e 165 das 367 que abriram seu capital no período não recorreram a emissões de ações (Gazeta Mercantil, 28/07/1999)

No mercado de crédito intermediado a liberalização, juntamente com a maior estabilidade macroeconômica, tem produzido algumas mudanças significativas. Nesse segmento, o aumento da concorrência estrangeira e a estabilidade incentivaram a adoção de inovações tecnológicas no tratamento dos problemas de informação, como sistemas de “credit rating” e outros mecanismos sofisticados para gerenciamento dos riscos de crédito e de mercado. Paralelamente às inovações adotadas pelos bancos, também começam a surgir no mercado brasileiro provedores de informação de risco sobre as empresas, como as agências de “rating”, fator que poderá contribuir para ampliar o acesso das empresas brasileiras a instrumentos de crédito direto. Apesar dos efeitos potenciais da introdução destes mecanismos na redução das imperfeições de informação, ainda não existem evidências de que essas inovações tenham contribuído para um alongamento de prazos nas operações de empréstimo, que continuam concentrados em operações de curto prazo para capital de giro. As linhas de médio e longo prazo disponíveis nos intermediários financeiros são, em geral, vinculadas a fundos e programas governamentais. Neste contexto, o Estado, através do Sistema BNDES, continuou como a grande fonte de recursos financeiros de longo prazo para investimento na economia brasileira.

Os benefícios da maior integração financeira internacional foram mais notáveis para algumas grandes empresas, inclusive instituições financeiras, que se aproveitaram de classificações de risco favoráveis para captarem recursos nos mercados internacionais durante o período, especialmente durante a fase de estabilidade cambial que se seguiu ao Plano Real. No entanto, essa prática, além de estar fora do alcance da grande maioria das empresas brasileiras, que não podem obter um conceito favorável por parte das agências internacionais de “rating”, está sujeita a riscos elevados em um contexto de instabilidade cambial.

Finalmente, a tabela 1 abaixo mostra a evolução da formação bruta de capital fixo e do PIB na economia brasileira no período 1991-1998. Observa-se que entre 1993 e 1997 houve crescimento real do investimento, destacando-se os anos de 1994 e 1997. A formação bruta de capital fixo como proporção do PIB cresceu entre 1992 e 1995, passando a apresentar tendência de queda a partir de 1996. Embora seja impossível afirmar algo a respeito dos efeitos da integração financeira sobre o investimento no período, a partir dos dados disponíveis, pode-se afirmar que é mais provável que a contribuição do capital estrangeiro para seu crescimento tenha sido muito mais significativa através do ingresso de investimento direto do que indiretamente via contribuição para o desenvolvimento dos mercados financeiros brasileiros.

Tabela 1- Formação Bruta de Capital Fixo na Economia Brasileira - 1990-1998

| Ano | FBCF/PIB (%) (Preços do ano anterior) | FBCF (Variação real %) | PIB (Variação real %) |
|------------|--|--|---|
| 1991 | 19,49 | -4,72 | 1,03 |
| 1992 | 17,00 | -6,62 | -0,54 |
| 1993 | 18,67 | 6,33 | 4,92 |
| 1994 | 20,81 | 14,25 | 5,85 |
| 1995 | 21,36 | 7,29 | 4,22 |
| 1996 | 20,25 | 1,20 | 2,66 |
| 1997 | 20,32 | 9,25 | 3,60 |
| 1998 | 19,79 | -0,82 | -0,12 |

Fonte: IBGE, Departamento de Contas Nacionais.

CONCLUSÕES

Tem sido argumentado que a liberalização e a integração aos mercados financeiros internacionais contribuem para ampliar o alcance e melhorar a eficiência dos mercados financeiros dos países em desenvolvimento, produzindo efeitos positivos sobre o investimento e crescimento desses países. Esses argumentos podem ser, em grande parte, sustentados com base nas abordagens da Nova Economia Institucional, que enfatizam os efeitos dos problemas de informação sobre o funcionamento dos mercados financeiros. Essas conclusões sugerem uma reavaliação

dos argumentos teóricos relativos ao papel que vem sendo assumido pelo Estado nos mercados financeiros dos países em desenvolvimento na oferta de recursos para investimento, visando suprir imperfeições presentes nos mercados privados.

Apesar da consistência dos argumentos teóricos favoráveis à hipótese de que a liberalização financeira contribui para acelerar o desenvolvimento dos mercados financeiros privados, não existem garantias de que ela proporciona um aperfeiçoamento rápido dos segmentos de longo prazo, contribuindo desta forma para acelerar a redução do papel do Estado na oferta de recursos para investimento. Os efeitos das mudanças incentivadas pela liberalização podem ser lentos, uma vez que dependem de alterações mais profundas no ambiente institucional para produzirem efeitos palpáveis sobre o funcionamento dos mercados privados. Além disso, os processos de integração, ao mesmo tempo que geram incentivos no sentido da adoção de práticas que contribuem para a redução dos efeitos dos problemas de informação, aumentam os riscos de crises, ao exporem os mercados financeiros dos países em desenvolvimento a uma variedade maior de fontes de risco associadas aos mercados internacionais. Embora os efeitos dos refluxos de capital devido a essas crises tenham se mostrado até agora de curta duração, é difícil prever os efeitos de crises futuras de maior magnitude sobre os mercados financeiros desses países.

Evidências preliminares obtidas para o caso brasileiro mostram que a integração contribuiu para o crescimento do mercado acionário e da sua participação no total do valor de mercado das ações negociadas nos mercados internacionais. No entanto, ela ainda não contribuiu para ampliar significativamente o número de empresas que têm recorrido a estes mercados como fonte de recursos para investimento. Ao contrário, existem evidências recentes de que muitas empresas têm abandonado os mercados acionários e que o crescimento destes mercados deu-se mais em função das privatizações ocorridas no período. Quanto ao setor de intermediação financeira, observa-se que as condições oferecidas pelos bancos em seus produtos de crédito não têm sofrido alterações significativas nos últimos anos, mantendo-se concentradas em linhas de curto prazo, apesar das modificações estruturais que este segmento vem sofrendo nos últimos anos, com a entrada de concorrentes estrangeiros e o conseqüente aumento da competição, fatores que pressionaram no sentido da introdução de tecnologias novas no tratamento dos problemas de informação.

Nesse contexto, pode-se esperar que o Estado continuará a exercer um papel importante na oferta de recursos de longo prazo para investimento em muitos países

em desenvolvimento, embora o alcance desta interferência deva mostrar-se declinante no tempo. O efeito da integração na aceleração da redução da atuação do Estado deverá ser influenciada pelo grau de estabilidade dos mercados financeiros internacionais, em particular da intensidade das crises relacionadas com os mercados dos países em desenvolvimento com peso mais expressivo nestes mercados, e da rapidez da difusão dos efeitos dos aperfeiçoamentos institucionais relacionados com os mercados financeiros adotados nestes países.

Finalmente, deve-se lembrar que não existem sistemas financeiros imunes a imperfeições derivadas de problemas de informação. Essas imperfeições podem apenas ser atenuadas, através do aperfeiçoamento da tecnologia de informação e dos mecanismos institucionais envolvidos no funcionamento destes mercados. Quanto ao papel do Estado, verifica-se que mesmo em países desenvolvidos pode-se constatar níveis consideráveis de interferência dos governos na alocação dos recursos via mercados financeiros.

BIBLIOGRAFIA

- ARAÚJO, Nilton C. M. **Programas de Apoio Financeiro do Estado ao Setor Industrial Privado, Através do Sistema BNDES, no Período pós-1964: Uma Abordagem Através da Economia da Informação.** Departamento de Economia da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), 1997. (Tese de Doutorado)
- AURÉLIO, Marcela Meirelles. **Poupança Externa e o Financiamento do Desenvolvimento.** Brasília, IPEA, julho de 1997. (Texto para discussão, 496)
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Boletim Mensal**, junho de 1998.

- BASKIN, Jonathan B. The Development of Corporate Financial Markets in Britain and the United States, 1600-1914: Overcoming Asymmetric Information. **Business History Review**, n. 62, p. 199-237, Summer 1998.
- CALOMIRIS, Charles W. and HIMMELBERG, Charles P. **Directed Credit Programs for Agriculture and Industry: Arguments from Theory and Fact**. Washington, World Bank, Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics, 1993.
- CHO, Yoon Je and HELLMANN, T. **The Government's Role in Japanese and Korean Credit Markets: A New Institutional Economics Perspective**. World Bank, 1993. (Working Papers, 1190)
- GAZETA MERCANTIL. **Empresas Batem em Retirada das Bolsas de Valores**. 28/07/1999
- GAZETA MERCANTIL. **O Mercado de Capitais no Brasil: o Jogo da Abertura**. 05/06/1998.
- GERSCHENKRON, Alexander. **Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays**. Cambridge, MA, The Belknap Press of Harvard University Press, 1962.
- GOLDSMITH, Raymond W. **Financial Structure and Development**. Yale University Press, 1969.
- GREENWALD, B.; STIGLITZ, Joseph E.; and WEISS, Andrew. Informational Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations. **American Economic Review**, v. 74, n. 2, p. 194-199, 1984.
- GURLEY, John G. and SHAW, E. S. Financial Aspects of Economic Development. **American Economic Review**, v. 45, n. 4, p. 515-538, September 1955.
- IBGE. Contas Nacionais. www.ibge.gov.br, 1999.
- KING, Robert and LEVINE, Ross. Finance and Growth: Schumpeter Might be Right. **Quarterly Journal of Economics**, p. 717-737, 1993.
- LEVINE, Ross and ZERVOS, Sara. Stock Market Development and Long-Run Growth. **The World Bank Economic Review**, v. 10, n. 2, p. 323-339, 1996.
- SCHUMPETER, J. A. **Teoria do Desenvolvimento Econômico: uma Investigação sobre Lucros, Capital, Crédito, Juro e o Ciclo Econômico**. São Paulo, Abril Cultural, 1982. (Os Economistas)
- SOBEET (Sociedade Brasileira de Estudos de Empresas Transacionais e da Globalização Econômica). **Participação do Brasil nos Fluxos Mundiais de Investimento de Portafólio de Renda Variável**. Carta da SOBEET, março/abril de 1998.
- STIGLITZ, Joseph E. Markets, Markets Failures and Development. **American**

Economic Review, v. 79, n. 2, p. 197-203, 1989.

STIGLITZ, Joseph and WEISS, Andrew. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. **American Economic Review**, v. 71, n. 3, June 1981.

WILLIAMSON, Oliver E. **The Economic Analysis of Institutions and Organizations:** in General and with Respect to Country Studies. Paris, Organization for Co-operation and Development, 1993. (Working Papers, 133)

WORLD BANK. **Private Capital Flows to Developing Countries:** the Road to Financial Integration. Oxford University Press, 1997.