

Apoio do setor financeiro ao crescimento

Márcio G. P. Garcia
8 de Junho de 2000

Não há economista que discorde da constatação de que o processo de crescimento econômico requer um setor financeiro desenvolvido e funcional. Afinal, é o setor financeiro que permite que o excesso da renda sobre os gastos das unidades poupadoras venha a satisfazer as necessidades de recursos das unidades que temporariamente precisam gastar mais do que auferem, como é o caso típico de empresas em fase de investimento.

Setores financeiros são como flocos de neve, ensinava-nos um grande economista: à distância são indistinguíveis, mas não há dois exatamente iguais. Não obstante as diferenças entre sistemas financeiros de países distintos, são duas as formas pelas quais as poupanças chegam às empresas que precisam investir para crescer, gerando renda e empregos. Em uma delas—através do mercado acionário—os poupadores participam quase que integralmente do risco e, por isso, também usufruem de todo o retorno da empresa. Na outra—através do mercado de crédito—os poupadores só correm o risco de crédito (quando a empresa vai à falência), mas, em compensação, não usufruem dos ganhos espetaculares das empresas muito bem sucedidas às quais tenham emprestado.

Empresas necessitam de empréstimos de longo prazo para realizar seus investimentos. Um sistema financeiro funcional deve ser capaz de prover empréstimos de prazos compatíveis com a maturação dos investimentos e com taxas de juros comparáveis à rentabilidade do investimento.

Em países de moeda forte, tais empréstimos são denominados em geral na própria moeda sem indexação. Em economias emergentes, tais mercados são muito pequenos ou não existem. No Brasil, por exemplo, o BNDES sempre teve o virtual monopólio do crédito de longo prazo denominado em moeda nacional, ainda que indexado.

Empresas grandes e de boa reputação podem recorrer ao mercado internacional. Nesse caso, porém, terão que contrair empréstimos denominados em moeda estrangeira, correndo, portanto, o risco da variação do câmbio real. Tal risco é alto, mesmo entre economias financeiramente desenvolvidas. Por exemplo, uma firma europeia não exportadora para fora da Europa e que tivesse tomado um empréstimo em dólares estaria hoje em sérias dificuldades dada a depreciação real do euro.

A criação de mercados de longo prazo em moeda doméstica implica desenvolver instrumentos financeiros de longo prazo que permitam a repartição dos riscos de forma a atender tanto ao prestador quanto ao devedor. A construção desses mercados depende, dentre outros determinantes, do regime cambial.

Uma economia dolarizada, como o Panamá, resolve totalmente o problema do risco cambial ao importar uma moeda forte. Esse caminho vem sendo contemplado em outros países, como a Argentina. A lógica defendida pelos defensores da dolarização é que o fim do risco cambial abriria caminho para a redução do risco país, com a consequente redução dos juros, permitindo também o aumento do crédito de longo prazo às empresas. Ou seja, quer-se usufruir dos benefícios de uma moeda forte abdicando-se de uma moeda própria.

Em economias emergentes com câmbio flutuante, como o Brasil, os empréstimos em moeda forte apresentam, por definição, risco cambial. Empréstimos longos em moeda doméstica, como vimos, inexistem. A solução parece ser indexação dos instrumentos financeiros até que o Real vire uma moeda forte.

O Chile, por exemplo, executou recentemente uma bem sucedida colocação no mercado internacional de títulos longos denominados em pesos chilenos. Todavia, tratava-se de títulos indexados. Ou seja, em que pese a excelente gerência macroeconômica que o Chile vem exibindo há vários anos, os investidores ainda não se mostram com apetite suficiente para correr o risco inflacionário naquele país por um período mais longo. Aceitam o risco da variação do câmbio real, mas não o risco do câmbio nominal.

É muito provável que o mesmo se dê com o real, uma vez que, no Brasil, o desempenho macroeconômico na área fiscal melhorou há apenas pouco mais de ano e meio. Assim, a construção de um mercado de crédito de longo prazo terá que lançar mão, por alguns anos, de instrumentos indexados. O crescimento recente da colocação de debêntures de empresas brasileiras indexadas a índices de preços tem demonstrado que há mercado para tais títulos.

Contra a emissão de títulos indexados a preços levanta-se normalmente a objeção que isso teria conseqüências inflacionárias. Contudo, não há argumento teórico nem evidência empírica que corrobore tal temor. É como o caso de um ex-alcóolico que não admite usar copos de vidro por associar a bebida ao copo que a continha. Indexação facultativa de ativos financeiros é distinta de indexação mandatória de preços, câmbio e salários. É perfeitamente possível ter a primeira sem ter as últimas, como o demonstram diversas experiências internacionais. É certo que há algum risco, e que seria melhor não ter qualquer tipo de indexação. O problema é que isso implicaria em um crescimento baixo devido à ausência de mercados de crédito de longo prazo.

Recentemente, inúmeras medidas vêm sendo tomadas pelo governo no sentido de tornar nosso sistema financeiro um canal mais ágil e seguro que dê apoio ao crescimento econômico. Uma medida adicional que ajudaria a criação de um mercado de crédito de longo prazo privado diz respeito à gerência da dívida pública. Dado o papel balizador que a dívida pública tem para os mercados privados de crédito, seria conveniente também por essa razão—ademais daquelas apontadas no artigo que publiquei neste espaço em 12/05/2000—que o Tesouro Nacional passasse a substituir parte da dívida hoje indexada à Selic por dívida indexada a índices de preços.