

Governo, mercado financeiro e desenvolvimento econômico*

Joseph E. Stiglitz**

1. Introdução; 2. Aspectos da teoria dos mercados de capitais; 3. Uma crítica dos dois paradigmas; 4. Observações sobre política econômica; 5. Conclusões.

1. Introdução

Nas últimas décadas, os economistas ofereceram aos países em desenvolvimento duas contrastantes prescrições para o sucesso. Uma escola de pensamento tem visto o malogro de países na tentativa de desenvolvimento como evidência de uma maciça deficiência de mercado, e tem sugerido que é necessária uma substancial intervenção do governo; na pior das hipóteses, o governo deve assumir um papel central no planejamento, alocando investimento e crédito e controlando o comércio internacional.¹ A segunda abordagem vê o governo mais como um problema do que como uma solução: com mercados livres, as forças dinâmicas do capitalismo levariam naturalmente ao crescimento e à prosperidade. Dentro do Terceiro Mundo há crescente desilusão com essas duas abordagens extremas. Muitos governos estão tateando, à procura de uma abordagem eclética, na qual os governos desempenhem um papel limitado, porém vital no processo de desenvolvimento. Aqueles que advogam tais abordagens “razoáveis” como política governamental encontram uma dificuldade: as duas abordagens alternativas apresentam uma base intelectual nitidamente articulada, uma estrutura que eles podem recolher como guia; não importa que as hipóteses básicas sejam inadequadas ou que algumas das predições centrais das teorias que amparam uma ou outra abordagem possam ser re-

* Artigo originariamente apresentado na conferência promovida pela Fundação Getúlio Vargas em 7-8 de agosto de 1989. O autor agradece o apoio financeiro da Olin Foundation, da Hoover Institution e da National Science Foundation. Ao mesmo tempo, agradece também as proveitosas discussões com Ron McKinnon, além de Mark Gersovitz, Jonathan Eaton, Andrew Weiss e Bruce Greenwald. Uma versão abreviada deste trabalho está em *Financial markets and development, Oxford Review of Economic Policy*, 1989.

** Professor no Department of Economics da Stanford University.

¹ Embora as origens intelectuais dessa visão, sem dúvida, datem de muito tempo, nas décadas recentes essa escola tem tentado relacionar os problemas observados em países em desenvolvimento à “abordagem das deficiências de mercado”, de um modo geral. Essa abordagem começa com o Teorema Fundamental de Bem-Estar Econômico, que fornece um conjunto de hipóteses sob as quais as economias de mercado são Pareto-eficientes, e, então, tenta interpretar exemplos de deficiências observadas nas economias de mercado como sendo relacionadas à não-satisfação de hipóteses específicas dentro desse modelo.

futadas: esses são refinamentos que representam preocupação de acadêmicos. A ideologia tem a função vital de fornecer respostas prontas – se não sempre apropriadas – às questões difíceis.

O propósito deste trabalho é apresentar um resumo de alguns dos ingredientes dos fundamentos intelectuais da abordagem da intervenção equilibrada do governo, focalizando, em particular, os mercados financeiros, e também explicar porque acredito que as duas abordagens extremas e alternativas estejam tão enfraquecidas intelectualmente. Essas abordagens extremas compartilham dois fatores: um apelo a simples prescrições para resolver problemas complexos e uma explicação para as falhas de suas prescrições, argumentando que estas não foram seguidas na sua totalidade.

Vou centrar minha atenção no papel do governo nos mercados financeiros. Isto se deve, em parte, ao consenso geral com relação ao papel central dos mercados financeiros no desenvolvimento econômico e, em parte, à extrema divergência de opiniões acerca do papel apropriado do governo nessa esfera.

Início com duas afirmações sobre a experiência histórica do papel dos mercados financeiros e do governo no desenvolvimento econômico:

1. Os governos têm desempenhado um papel central – pode-se questionar se bem ou mal – no desenvolvimento da maioria dos países que hoje pertencem ao grupo dos mais desenvolvidos. Estou particularmente preocupado com o papel do governo nos mercados financeiros. Nos EUA, o governo fez imensas concessões de terras ao setor ferroviário, o que veio a representar importante ativo, facilitando a obtenção de capital pela emissão de títulos. Ainda hoje, nos EUA, mais de 1/4 de todos os empréstimos (para indivíduos ou firmas privadas) é feito com garantias do governo ou por intermédio de agências de empréstimos governamentais. No Japão, acredita-se que o MITI tenha desempenhado um papel central na determinação de quais indústrias devem obter crédito. Destaca-se nas agendas de nacionalização de muitos países a nacionalização do setor bancário.

2. Mercados *acionários* com bom funcionamento têm desempenhado um papel relativamente pouco importante no desenvolvimento econômico. Ainda hoje, nos países desenvolvidos, uma fração relativamente pequena de novos recursos é levantada nos mercados acionários.

A maioria dos esforços bem-sucedidos para o desenvolvimento, mas não todos, tem como característica empresas que necessitam de montantes consideráveis de capital. Há quatro principais maneiras de se formar esses acúmulos de capital: (a) acumulação de capital pelas famílias; (b) acumulação dentro de empresas de capital aberto; (c) acumulação voluntária de capital via mercados de capital (incluindo bancos); e (d) acúmulo de capital “forçado” pelo governo.² O êxito no desenvolvimento requer não so-

² As políticas governamentais podem, de fato, canalizar poupanças para grandes empresas privadas ou ser usadas em grandes projetos dentro do setor público.

mente o acúmulo de capital, mas também a alocação apropriada e a administração do capital. Isto exige a seleção de oportunidades de investimentos que se mostrem mais promissoras de apresentar retornos elevados e, também, controlar o investimento, de modo que se possa assegurar que ele alcance seu potencial esperado.

Os problemas de acúmulo e alocação de capital estão, certamente, ligados de modo íntimo. Quando o capital é acumulado pelas famílias, não há separação entre propriedade e controle, ou, usando um jargão mais moderno da economia de informação, não há nenhum problema do tipo agente principal. A família tem um claro incentivo em garantir que os recursos sejam bem gastos. É claro que se as famílias têm muitas empresas para controlar, elas só podem dedicar parte de suas energias para cada projeto, e devem, portanto, delegar consideravelmente. Assim sendo, problemas do tipo agente principal inevitavelmente surgem, mas há pelo menos um claro incentivo em assegurar que eles sejam resolvidos da melhor maneira possível.

O elevado senso de equidade nas sociedades modernas tem resultado na utilização de impostos pela maioria dos governos para inibir grandes concentrações de capital pelas famílias.

Algumas acumulações elevadas ocorrem dentro das companhias de capital aberto, porém, como estamos cada vez mais a par, os interesses daqueles que dirigem essas companhias frequentemente são diferentes dos interesses dos proprietários. Até agora, há clara evidência sugerindo que, pelo menos em muitas ocasiões, os dirigentes defendem e agem de modo a não maximizar o valor de mercado da firma.³

Os mercados de capital – propiciando acúmulos voluntários – embora sejam de importância crítica, se deparam, como mostramos na seção seguinte, com importantes limitações decorrentes de informações imperfeitas e incompletas.

Cada vez mais tomamos consciência das limitações do governo dentro dos mercados de capital. Os governos unem os problemas do agente principal-padrão com o que pode ser chamado, na ausência de um nome melhor, de problemas de política econômica. Oferecer empréstimos a taxas de juros que estão abaixo das taxas “atuariais” apropriadas representa uma excelente maneira de os governos fornecerem subsídios ocultos a seus amigos e partidários: é difícil saber, até que o tomador de recursos se torne inadimplente, quando o empréstimo não poderia ser justificado como um bom negócio, e mesmo se houver críticas sob esse aspecto, sempre se pode apelar para objetivos sociais mais amplos. O campo de ação potencial para abuso nos programas de empréstimos públicos e as dificuldades de controlar tais abusos tornam esses programas problemáticos, mesmo se for possível justificá-los com base em outros argumentos (um ponto ao qual retornarei mais tarde).

³ A evidência mais nítida se relaciona a como as firmas respondem aos impostos e à tomada de controle. Veja Stiglitz (1982a) e Shleifer e Vishny (1988).

A partir dessa perspectiva, então, nós nos deparamos com o problema de segundo melhor: nenhum dos métodos que permitem acúmulo de capital deixa de apresentar suas deficiências ou dificuldades.

Este trabalho é dividido em três seções. Na primeira, explico a importância e as limitações dos mercados de capital. Na segunda, uso esses resultados como base para uma crítica do que chamei “as duas abordagens extremas para as estratégias de desenvolvimento”. Na terceira, uso a análise da parte 1 para me dirigir a várias questões políticas.

2. Aspectos da teoria dos mercados de capitais

2.1 Sobre a importância dos mercados de capitais

Os mercados de capitais desempenham alguns papéis críticos: eles agregam poupança e alocam recursos. No processo de desempenho dessas funções, os recursos devem ser alocados não somente entre setores competitivos, mas também entre equipes de dirigentes competitivos (firmas). Dentro dos mercados de capitais, os bancos têm uma função distinta: tendo alocado os recursos, os bancos continuam a executar uma tarefa importante, assegurando que os recursos sejam usados da maneira prometida pelo tomador, e que este último, ao responder a novas contingências, leve em consideração os interesses dos ofertantes de capital. Ao mesmo tempo que fornecem esses serviços, eles reduzem os riscos que se apresentam aos poupadores ao permitir a diversificação.

Os recursos necessários para realizar investimentos de qualquer escala estão, como observamos, além da capacidade da maioria dos empresários. Os bancos e outras instituições financeiras captam as poupanças relativamente pequenas de um grande número de indivíduos, agregam-nas, e assim, criam recursos disponíveis para empresas de maior escala. Isto é socialmente desejável por causa da importância dos efeitos de escala: se cada indivíduo fosse limitado a investir só o que pudesse financiar para si próprio, os retornos seriam, correspondentemente, limitados. Isto seria um papel importante, mesmo se todos os indivíduos fossem idênticos e o banco pudesse alocar os recursos simplesmente escolhendo, de modo aleatório, um indivíduo para receber o empréstimo.

Porém, os indivíduos não são idênticos. Alguns são melhores gerentes do que outros, e alguns têm idéias melhores. Uma função central das instituições financeiras é avaliar quais gerentes e quais projetos irão, mas provavelmente, apresentar os retornos mais elevados.

Além disso, uma vez que o empréstimo tenha sido feito, é importante acompanhar para ver se os recursos estão sendo gastos da maneira prometida, e se o projeto está sendo bem gerenciado.

Essas duas funções das instituições financeiras são conhecidas como *seleção e monitoração*.⁴

⁴ Veja Stiglitz e Weiss (1989).

2.2 Estrutura financeira

A forma na qual o capital é fornecido tem conseqüências sobre como essas funções de seleção e monitoração são executadas e sobre o comportamento dos tomadores de recursos. As três formas mais importantes em que o capital é ofertado são *ações*, empréstimos de longo prazo e empréstimos de curto prazo.

2.2.1 Ações

Sob a perspectiva do empresário, as ações têm duas vantagens distintas e relacionadas. O risco é dividido com o ofertante de capital, e não há obrigações permanentes de repagar os recursos. Logo, se os períodos são ruins, os pagamentos aos fornecedores de capital são interrompidos. A firma não entrará em falência e não será forçada a tomar medidas extremas com o objetivo de protelar a falência. Do ponto de vista social, a ação tem a seguinte vantagem: como os riscos são compartilhados entre o empresário e o ofertante de capital, a firma, normalmente, não reduzirá a produção na mesma intensidade com que faria no caso de uma dívida financeira, se houvesse uma queda na atividade econômica (veja Greenwald e Stiglitz, 1988*b*, 1988*c*).

Porém, as ações apresentam algumas desvantagens. Como os empresários não têm compromissos permanentes (e como eles devem dividir os retornos de suas realizações com os outros acionistas), os incentivos são atenuados. Como os acionistas só obtêm uma fração dos lucros, os gerentes se sentem incentivados a desviar lucros para uso próprio (não somente privilégios adicionais a nível de gerência, mas também aquisição de conhecimentos para melhorar sua posição no mercado).⁵ A literatura recente tem enfatizado como a informação imperfeita fornece explicações teóricas sobre porque mudanças no controle de empresas e outros mecanismos de mercado implicam somente disciplina limitada sobre o comportamento do gerente, e, conseqüentemente, sobre porque os gerentes têm considerável autonomia.⁶ Essas questões de incentivos têm recebido bastante atenção recentemente, à medida que exemplos de ricas companhias de petróleo que esbanjam os lucros extraordinários que receberam durante os anos de lucros elevados se tornam conhecidos: a Exxon, com uma perda de meio bilhão de dólares em Reliance, e a Mobil, com sua perda em Montgomery Ward, são apenas dois de muitos exemplos. De fato, o aumento do valor, que esteve associado à reestruturação financeira das empresas de capital aberto, aumentando o endividamento das firmas, é, com freqüência, par-

⁵ Há, até agora, considerável evidência empírica a favor dessas posições. Os gerentes não só gastam recursos para elevar seu próprio valor no mercado, mas também agem de modo a tornar mais difícil para a firma substituí-los. Isto é conhecido como entrenchamento gerencial. Veja Shleifer e Vishny (1988).

⁶ Veja Grossman e Hart (1980) e Stiglitz (1982*b*, 1985). Veja Berle (1926), que é um precursor desses argumentos.

cialmente atribuído ao fato de que com o endividamento elevado os gerentes são forçados a trabalhar duro – eles ficam entre a espada e a parede.^{7,8}

Além disso, os empresários que mais desejam vender ações de suas firmas incluem aqueles que acreditam, ou sabem, que o mercado sobreevaliou suas ações. Há, naturalmente, boas razões para a emissão de ações – os indivíduos avessos ao risco, com bons projetos de investimento, ao necessitarem de mais capital do que aquele que possuem, também irão emitir ações. Esses indivíduos e firmas estão misturados com aqueles que vêem uma oportunidade para lucrar com a ignorância do mercado e, infelizmente, o mercado não pode distinguir facilmente entre os dois. Como consequência, há um sinal adverso associado à emissão de novas ações – em média, o valor das ações das firmas decresce quando elas emitem novas ações. Isto serve como importante freio à emissão de ações.⁹

As desvantagens da ação parecem, na maioria dos casos, compensar as vantagens, mesmo em economias mais desenvolvidas. Relativamente pouco capital é levantado pela emissão de novas ações, e mesmo por emissões secundárias (onde um acionista principal divide suas ações, de modo que ele possa diversificar sua carteira de títulos ou gastar sua riqueza).

No entanto, os países mais desenvolvidos têm algumas vantagens distintas na emissão de ações, que não são disponíveis na maioria dos países em desenvolvimento. A existência de mercado secundário para títulos bem organizados torna as ações particularmente atrativas. Eles aumentam a liquidez e permitem fácil diversificação da carteira de títulos.

Além disso, os procedimentos contábeis-padrão (impostos, em parte, pelas autoridades tributárias e pelos reguladores dos títulos do governo) reduzem os problemas colocados por fraudes claras dos gerentes. Eles fa-

⁷ Robert Hall se refere a essa teoria de finanças das empresas de capital aberto como teoria “de costas para a parede”. Estudos anteriores que enfatizam o efeito das finanças sobre os incentivos gerenciais incluem Jensen e Meckling (1976) e Stiglitz (1974), que ressaltam a forte analogia entre as preocupações tradicionais com os incentivos na literatura sobre a atividade agrícola de meiro e problemas semelhantes nas modernas empresas de capital aberto. Para uma pesquisa mais recente, veja Jensen (1988).

⁸ Deve-se observar brevemente três outros mecanismos que asseguram que aqueles que obtêm recursos de outros tratam os emprestadores da maneira prometida: a) a reputação pode ser efetiva, se as firmas desejam retornar ao mercado de capitais, novamente, no futuro. Porém, os mecanismos de reputação só são efetivos se as firmas desejam levantar capital adicional, e o efeito adverso de sinalização associado a novas emissões de ações pode fazer com que as firmas relutem em re-entrar no mercado de ações, pelo menos durante um período considerável (veja Gale e Stiglitz, 1989). Além disso, os mecanismos de reputação tornam-se ineficazes quando enfrentam ameaças de falência. (Veja Eaton, Gersovitz e Stiglitz (1986) para uma discussão geral dessas questões). Nos países em desenvolvimento, a ausência de uma reputação estabelecida pode colocar novas instituições financeiras domésticas em desvantagem e servir como uma barreira à entrada; b) leis sobre fraude e títulos de crédito podem impor restrições importantes sobre como as firmas tratam seus provedores de capital. Em muitos países em desenvolvimento, entretanto, os sistemas legais são lentos e relativamente ineficazes; c) nas sociedades tradicionais, trustes (laços éticos) podem fornecer um mecanismo eficaz de fazer com que as leis vigorem. No processo de desenvolvimento, entretanto, esses laços podem ser fracos, diminuindo a eficiência com que os mercados de capitais funcionam.

⁹ Os argumentos teóricos são apresentados em Greenwald, Stiglitz e Weiss (1984) Stiglitz (1982) ou Myers e Majluf (1984). Com relação à evidência empírica, veja, por exemplo, Asquith e Mullins (1986).

zem com que seja mais difícil enganar os investidores por meio de práticas duvidosas, incluindo os esquemas de Ponzi. Os gerentes ainda podem lesar a firma – em um recente episódio de tomada de controle, os gerentes levaram mais de US\$ 100 milhões – porém, tipicamente, a quantia que eles levam é apenas uma pequena fração dos ativos da firma. Nos estágios iniciais das economias capitalistas modernas, ocorreram numerosos casos de escândalos nos mercados de ação. Em razão dessas histórias e da aparente facilidade com que se pode tirar vantagens dos acionistas, chega a ser notável que os mercados de ações funcionem tão bem.

Entretanto, temos que levar em consideração o papel bastante limitado que eles desempenham na obtenção de capital nos países desenvolvidos. Portanto, parece-me não ser razoável a esperança de levantar volumes substanciais de capital, dessa forma, nos países em desenvolvimento.¹⁰

2.2.2 Empréstimos de curto prazo

Os empréstimos bancários de curto prazo fazem com que as firmas tenham muito menos poder de arbitrios: as firmas ficam sob rédeas curtas. Elas têm que pagar juros, e o banco pode exigir seus recursos de volta a cada vencimento. Por conseguinte, enquanto, nominalmente, os acionistas con-

¹⁰ A evidência é sumariada em Mayer, 1989: novas emissões de ações durante o período 1970-1985, como uma porcentagem do financiamento líquido, foram negativas para a Finlândia, o Reino Unido e os EUA, e somente de 2,2% para o Canadá e 0,6% para a Alemanha.

Os críticos podem salientar que, em certas ocasiões, os mercados de ações produziram volumes apreciáveis de financiamento. (Veja, por exemplo, Taggart (1985), que apresenta números tão elevados como 19% para o período 1923-39). Taggart observa que o aumento na emissão de ações, de 2% nos anos 60 para 3% nos anos 70, pode ser explicado, em grande parte, pela emissão de ações preferenciais por parte das empresas públicas; as ações preferenciais não sofrem alguns dos problemas de “vigência” associados às ações ordinárias; além disso, as empresas públicas não sofrem de alguns outros problemas de controle associados ao capital acionário de outros setores, já que elas são reguladas e, portanto, fortemente monitoradas.

Além disso, o sucesso *temporário* de um instrumento financeiro na obtenção de capital oferece pouca evidência quanto à sua viabilidade no longo prazo. Leva tempo para que os investidores aprendam tudo sobre os atributos relevantes de um título, e leva tempo para os gerentes conhecerem todas as maneiras pelas quais eles podem manipular os títulos. Assim, os títulos de renda pareciam apresentar vantagens, em termos de compartilhar riscos, sobre os títulos tradicionais, sem os problemas de vigência associados às ações ordinárias; contudo, os investidores acabaram aprendendo que as firmas podiam manipular o valor da renda, e que eles estavam inadequadamente protegidos. Os títulos de renda, portanto, perderam a preferência. Títulos de alto risco são um instrumento que passou, recentemente, a gozar de considerável popularidade nos EUA. Eles têm rendimentos nominais mais elevados que os dos títulos ordinários; a questão é: são tais rendimentos elevados o suficiente para compensar os riscos adicionais? Embora a experiência com tais títulos seja bem limitada, de modo que devemos ser cautelosos ao tirar conclusões, a evidência preliminar sugere que as taxas de inadimplência sobre esses títulos são tão elevadas que os retornos reais não são maiores que os de títulos muito mais seguros. Uma recessão importante nos EUA, com a concomitante inadimplência, faria os investidores saírem dos títulos de alto risco. Os escândalos no mercado acionário do Reino Unido, na virada do século, contribuíram para o declínio na emissão de ações naquele país (veja Kennedy, 1987, para um excelente relato sobre o assunto).

Hoje, os investidores nos países em desenvolvimento têm uma vasta experiência sobre como os mercados acionários têm sido violados, mesmo em sociedades com sistemas legais funcionando razoavelmente bem. Isto deve torná-los cautelosos com relação ao que poderia acontecer. Veja Greenwald e Stiglitz (1989b) para uma extensa discussão do desenvolvimento de mercados financeiros e sua relação com mudanças nos sistemas legais.

trolam a firma, acionistas minoritários não exercem controle efetivo, ao passo que os bancos freqüentemente exercem influência considerável sobre o funcionamento da firma. Uma recusa dos bancos na renovação de um empréstimo pode acarretar sérios efeitos adversos sobre a firma, e, assim esta tem um forte interesse em agir de acordo com as exigências dos bancos.¹¹ Supervisionar empréstimos é, certamente, uma das principais funções econômicas dos bancos – a função de monitoração observada antes.

Há uma importante diferença entre os arranjos contratuais e a verdadeira natureza econômica da relação com o cliente, pois o provedor de recursos só pode forçar o tomador dos mesmos a repagar a quantia devida se este último tiver recursos; se ele não tem, pode ser levado à falência. Porém, há custos econômicos significativos quando se faz isso, reduzindo, portanto, a quantia que o fornecedor de recursos irá recuperar. Assim, o tomador pode, com freqüência, “coagir” o fornecedor a emprestar mais recursos – ou, pelo menos, não forçá-lo a repagar o que deve. O tomador sabe disso, o que pode afetar o seu comportamento. (Tal fato explica porque os bancos têm aversão a fornecer pouco capital a projetos, pois sabem que eles podem ser “forçados” a fornecer novos créditos posteriormente). A experiência com o Terceiro Mundo oferece ampla evidência sobre a importância desse fenômeno.¹² A possibilidade de condutas que levem os bancos a “empréstimos forçados” subseqüentes cria incentivos adicionais para que estes monitorem os tomadores de recursos.

Os mercados de empréstimos são bem diferentes dos mercados de “leilão” que caracterizam outros bens e serviços. Tradicionalmente, os livros de texto encaram os mercados de empréstimos como o mercado de cadeiras ou mesas, com o preço (taxa de juros) equilibrando oferta e demanda. Porém, essa visão é incorreta. Ela esquece a propriedade essencial dos empréstimos – eles não representam trocas contemporâneas, mas sim uma troca de recursos, por uma das partes, por uma *promessa* de um retorno no futuro. Ela esquece a heterogeneidade essencial dos contratos de empréstimos – as diferenças na probabilidade de inadimplência. E esquece ainda os problemas essenciais de informação – embora o fornecedor de recursos saiba que diferentes tomadores diferem na probabilidade de inadimplência, ele não consegue avaliar perfeitamente quais tomadores apresentam elevada probabilidade de inadimplência; e embora o emprestador saiba que o tomador pode agir de modo a afetar a probabilidade de o primeiro ser pago, este não pode monitorar perfeitamente essas ações.¹³

Daf vêm três importantes conseqüências: primeiro, o processo de alocação de créditos (e de monitoração de seu uso) não é simplesmente en-

¹¹ A visão de que os bancos podem exercer controle mais efetivo sobre o capital do que a maioria dos acionistas é desenvolvida em Berle (1926) e Stiglitz (1985).

¹² Para uma antiga discussão teórica sobre as preocupações com dívidas de curto prazo, veja Héllwig (1977) e Stiglitz e Weiss (1981). Para uma análise da dívida do Terceiro Mundo sob essa perspectiva, veja Eaton, Gersovitz e Stiglitz (1986).

¹³ Esses argumentos também se aplicam aos mercados de ações.

regue ao mercado, com diferentes tomadores competindo por recursos e aceitando pagar taxas de juros mais elevadas. Os bancos selecionam os candidatos a empréstimos. Segundo, por causa da seleção adversa e de efeitos adversos de incentivo associados ao aumento das taxas de juros (isto é, quando a taxa de juros cobrada aumenta, a “qualidade” do grupo de candidatos muda, de modo adverso, e os candidatos bem-sucedidos aceitam projetos mais arriscados),¹⁴ os bancos podem não elevar as taxas de juros mesmo quando há excesso de demanda de créditos. A taxa de juros não desempenha sua função de ajustar o mercado. O equilíbrio de mercado pode ser – e frequentemente é – caracterizado por racionamento de crédito. Terceiro, os contratos de empréstimos conterão uma variedade de cláusulas além da determinação das taxas de juros, e estas irão afetar tanto as decisões tomadas pelos tomadores de recursos quanto a escolha dos candidatos a empréstimos. Embora essas condições não determinadas via preços (tais como colaterais) possam afetar a extensão do racionamento de crédito, elas não a eliminam (veja Stiglitz e Weiss, 1986, 1990). Além disso, os bancos podem reagir a inadimplências não elevando a taxa de juros cobrada nos empréstimos subsequentes, mas sim cortando o crédito.

Assim, os mercados de empréstimos apresentam aspectos diferentes dos três problemas que os mercados de ações enfrentam: execução, seleção e incentivos. Enquanto a firma não vai à falência, o problema de “execução” não é tão sério: não há necessidade de ter que avaliar quais são os lucros da firma. A firma tem um simples compromisso. Porém, como sugerimos, há ainda o problema de execução: no caso de falência, o banco tem que cuidar para que o tomador não subverta recursos; e, como argumentamos, o tomador pode tentar extrair mais recursos do emprestador, sob a ameaça de falência.

O problema de seleção, no caso de ações, se concentrou em firmas com baixos retornos esperados; em mercados de empréstimos, também há um problema de seleção, agora concentrado nos casos de elevada probabilidade de inadimplência.

O problema de incentivos, no caso do mercado de ações, se concentrou na atenuação dos incentivos gerenciais. Como os tomadores podem reter tudo que a firma obtém em excesso ao que eles tomaram emprestado, incentivos são positivos. (E, como sugerimos, esses incentivos podem ser reforçados pela preocupação das firmas com a falência). Porém, há incentivos ao risco que são adversos: as firmas dão atenção insuficiente aos retornos nas contingências em que elas entram em falência.¹⁵ Quando as firmas apresentam probabilidade de inadimplência elevada, essas distorções de incentivos podem-se tornar muito fortes.

Finalmente, embora em princípio tanto os fornecedores de empréstimos quanto os emissores de ações tenham incentivos em monitorar as decisões

¹⁴ Veja Stiglitz e Weiss (1981).

¹⁵ Esse aspecto da discrepância entre os interesses das firmas e dos ofertantes de capital foi notado por Stiglitz (1972).

do tomador de recursos, os emprestadores podem estar numa situação mais eficaz para fazer isso, devido à possibilidade de retirar créditos. E enquanto é típico haver muitos acionistas, cada firma tem somente um, ou, em alguns casos, alguns fornecedores de empréstimos. Isso significa que o problema de “bem público” associado à monitoração – de assegurar que o tomador de recursos decida de acordo com os interesses dos emprestadores – é menor para empréstimos do que para ações.¹⁶

2.2.3 Títulos

Os títulos representam um meio caminho entre empréstimos de curto prazo e ações. Com um título, uma firma tem um compromisso fixado. Ela deve pagar juros a cada ano, e tem que pagar o principal na data estabelecida. Como consequência, todos os problemas que discutimos acima sobre os empréstimos surgem com títulos.

Os títulos apresentam uma importante vantagem – e desvantagem. Já que o emprestador não pode cancelar recursos, mesmo se ele não está satisfeito com o que a firma está fazendo, a firma não fica sob “rédea curta”, do modo que acontece com empréstimos. Isto caracteriza a vantagem de permitir que as firmas persigam políticas de longo prazo – porém, apresenta a desvantagem de permitir à firma perseguir políticas que afetem adversamente os interesses dos acionistas. Títulos com cláusulas podem impor algumas restrições, porém estas geralmente só prevêm algumas das possíveis contingências com que as firmas se defrontam. A recente inundação de mudanças de controle e de reestruturações financeiras de companhias abertas têm afetado os acionistas de modo adverso, e estes tiveram pouco ou nenhum direito de opinar sobre a maneira de operar das firmas.

Pode haver uma segunda razão para que os títulos desempenhem um papel relativamente pequeno no que diz respeito a levantar capital, mesmo nos principais países industriais. Pode haver um sinal adverso associado à falta de vontade de a firma ser posta sob “rédea curta”. Uma firma que sabe que estará tomando decisões seguras, e que seus projetos são realmente bons, desejará se submeter à contínua fiscalização dos banqueiros. Aquelas que não querem essa fiscalização freqüente incluem as que acham que há elevada probabilidade de que, ao final, elas não satisfaçam os requisitos. Portanto, mesmo se houvesse economias associadas aos compromissos de longo prazo, o mercado poderia não oferecer esses compromissos.¹⁷

¹⁶ Isto é, como todos aqueles que fornecem uma forma particular de capital são tratados do mesmo modo, se qualquer um deles toma decisões (por exemplo, monitorar as ações de uma firma) que aumentem seu retorno, todos os outros membros da classe são igualmente beneficiados. Isto dá origem ao clássico problema de bens públicos: o gerenciamento de firmas é um bem público. Veja Stiglitz (1985). Shleifer e Vishny apresentam evidências de que firmas onde a propriedade de ações é concentrada agem mais de acordo com os interesses dos acionistas.

¹⁷ Ao mesmo tempo, deve-se reconhecer que a ênfase sobre o desempenho de curto prazo pode ter efeitos adversos no longo prazo.

2.3 Bancos *versus* mercados

Nos últimos anos, tem havido crescente confiança nos mercados, em oposição aos bancos, como uma fonte de capital. Quais são as causas e as conseqüências desse fato? Uma explicação possível é que os custos de transação podem ser menores. A competição entre bancos pode ser limitada (parcialmente por causa do papel da informação como uma barreira à entrada), e as firmas que possuem elevada percepção pública e forte posição financeira podem ser capazes de levantar recursos a taxas de juros comparáveis, pagando menores taxas de serviços, via mercados. Levantar recursos via mercado tem outra vantagem, mas também uma desvantagem. A firma que usa o mercado (isto é, toma recursos emprestados com emissão de títulos comerciáveis ou debêntures) pode ser menos afetada por apertos de créditos impostos pelas autoridades monetárias. Nesses períodos, as firmas que dependem de crédito bancário podem descobrir que elas ou têm que funcionar com menos recursos, ou têm que emitir títulos negociáveis; porém, ao fazê-lo, elas podem ficar em desvantagem em relação às firmas que recorrem ao mercado com regularidade.¹⁸ Por outro lado, as firmas que dependem de debêntures de longo prazo como fonte importante de financiamento podem descobrir que tais papéis podem responder com menos flexibilidade a situações de mudanças. As firmas que estão financeiramente sólidas podem perceber que necessitam menos dessa flexibilidade, e, nesse caso, a disposição de contar com financiamento via debêntures torna-se um sinal *positivo* (em oposição ao sinal negativo, como sugerido acima).

Se o financiamento de mercado é, de fato, menos flexível que o financiamento bancário, a mudança pode ter conseqüências importantes para a estabilidade macroeconômica da economia: Greenwald e Stiglitz (1988*b*, 1988*c*), Stiglitz e Weiss (1990) e Bernanke e Gertler (1989) sustentam que as restrições financeiras desempenham um papel central nas flutuações do ciclo de negócios.

2.4 A distinção e os elos entre os mercados de capitais primário e secundário

Até aqui, a nossa discussão tem sido centrada no papel dos mercados de capitais na obtenção de novos capitais. O termo “mercados de capitais” (como o termo capital) é usado de várias maneiras; a maioria das atividades que estão sob a rubrica mercado de capitais só está levemente ligada à função básica que descrevi, de levantar e de alocar novos capitais. Os mercados onde direitos sobre ativos são negociados são às vezes chama-

¹⁸ Isso, naturalmente, não seria verdade se os mercados de crédito fossem como mercados de leilão, com o título de uma firma sendo um substituto perfeito para o título de outra. Os empreendedores potenciais têm que decidir se uma firma em particular, que se volta para o título, está fazendo isso por causa do aperto geral de crédito ou porque seu banco sabe que seu risco aumentou, e seu crédito foi cortado.

dos de mercados *secundários* de capital. De fato, somente uma pequena fração dos recursos da indústria financeira é direcionada ao levantamento e à alocação de capital.

Keynes comparava o mercado financeiro secundário (o mercado de ações) a um concurso de beleza, onde os juízes não estavam preocupados em julgar quem era o mais bonito, mas sim quem os outros juízes pensariam que seria julgado o mais bonito (ou, talvez, de modo mais apurado, ele deveria ter dito “quem os outros juízes imaginariam que os outros juízes julgariam ser o mais bonito candidato”...). Outros (Stiglitz, 1982) sugeriram que o mercado de ações poderia ser visto como um cassino. É impossível reconciliar o comportamento nesse mercado com indivíduos racionais e avessos ao risco.

Embora a habilidade dos indivíduos de negociar no mercado secundário torne, sem dúvida, os títulos mais atrativos, Keynes e muitos outros autores recentes (tais como Hirshleifer, 1971, e Stiglitz, 1971) têm sugerido que muito da atividade especulativa de curto prazo tem valor social nulo ou negativo. Embora seja verdade que o mercado de ações possa ser eficiente, refletindo todas as informações disponíveis,¹⁹ tais informações têm pouco efeito na alocação de recursos. As firmas não dependem e não podem depender da informação (qualquer que seja) transmitida pelo mercado de ações para tomar suas decisões de produção e de investimento (veja Stiglitz, 1989). Enquanto um indivíduo, ao obter uma informação antes de um outro, pode ser capaz de “enganá-lo” ao lhe vender ações, tais negócios só afetam quem possui os recursos da sociedade; eles não afetam o nível de produção. Eles representam, em outras palavras, atividades privadas da busca de renda.

Eu enfatizo isso porque os dois aspectos dos mercados financeiros são, freqüentemente, confundidos. A maior parte das recentes inovações nos mercados financeiros foi dirigida para o mercado secundário. Novos instrumentos foram criados. As transações podem ser registradas mais rapidamente. Porém, as melhorias nos mercados secundários não necessariamente significam que a economia funciona eficientemente. De fato, Stiglitz e Weiss (1989) mostraram que algumas das inovações financeiras, tais como registros mais rápidos das transações, podem realmente reduzir o bem-estar, sem ambigüidade. Em particular, os mercados financeiros primários podem não desempenhar suas funções de modo melhor.²⁰

Tais observações são importantes, porque nos previnem contra o pensamento de que melhorias nos mercados financeiros secundários – ou di-

¹⁹ Mesmo se ele fosse verdadeiramente eficiente, nesse sentido, ninguém teria incentivos para obter informações e, portanto, a única informação refletida nos preços de mercado seria informação livre (embora, nesse caso, esse tipo de informação pudesse ter algum valor). Veja Grossman e Stiglitz (1976, 1980).

²⁰ Eles podem mesmo desempenhar suas funções de modo menos eficaz. Taxar transações pode reduzir o ruído nas transações, e, portanto, a volatilidade do mercado. O retorno de longo prazo esperado pelos investidores pode ser aumentado, e o risco pode ser reduzido. Veja, por exemplo, Summers e Summers (1989) ou Stiglitz (1989).

minuição das regulamentações do governo nos mercados secundários – necessariamente, ou mesmo normalmente, irão melhorar a eficiência da economia.

3. Uma crítica dos dois paradigmas

3.1 O paradigma de mercado

A alocação de capital é, portanto, um assunto muito mais complicado do que o simples paradigma de “oferta e demanda” sugere. Infelizmente, grande parte da recomendação simplista dada pelos economistas defensores do “mercado livre” se baseia na hipótese de que os mercados de capital são exatamente como os mercados de cadeiras e mesas; que os mercados competitivos – seja para cadeiras, mesas ou capital – asseguram uma alocação de recursos Pareto-eficiente; e que políticas que conduzem a economia até mais próximo das soluções de mercado livre aumentam o bem-estar. Todas essas três suposições são incorretas. Já argumentamos contra a primeira. E não há fundamentação intelectual para as outras duas.

Os teoremas de segundo melhor de Meade, Lancaster e Lipsey mostraram há muito tempo que em economias onde há algumas distorções, remover uma delas pode não elevar o bem-estar. Embora eles não tivessem em mente problemas do tipo que nos preocupam aqui, a lição básica permanece válida nesse contexto também.²¹

De modo mais fundamental, Greenwald e Stiglitz (1986, 1988a, 1988b) mostraram que economias em que os mercados são incompletos,²² ou em que as informações são imperfeitas – isto é, todas as economias – não são, em geral, economias Pareto-eficientes e restringidas; isto é, quase sempre existem algumas formas de intervenção do governo, bastante limitadas, ou seja, impostos e subsídios, que consideram as limitações de mercado e de informações, e que são Pareto-superiores.²³

Talvez eu devesse distinguir a visão de Greenwald - Stiglitz de outras abordagens para a intervenção do governo em casos de deficiências de mercado. Desde a formulação dos Teoremas Fundamentais do Bem-Estar Econômico, tem havido uma percepção articulada com relação ao papel intervencionista do governo, a qual tem sido conhecida como abordagem das deficiências de mercado. Essa abordagem identifica exemplos importantes, onde as hipóteses que sustentam o Teorema Fundamental não são satisfeitas, e defende uma intervenção muito *seletiva* no mercado, para

²¹ Ron McKinnon (1989) apresenta uma boa discussão sobre como a liberalização de mercados financeiros nos países desenvolvidos pode não ter elevado o bem-estar.

²² Vários estudos anteriores mostraram que economias em que havia mercados de risco incompletos não eram Pareto-eficientes *com restrição*. Veja, em particular, Newbery e Stiglitz (1981, 1982, 1984) e Stiglitz (1982b).

²³ Eles mostram que vários exemplos amplamente discutidos na literatura (por exemplo, o modelo de Arrow-Debreu, ou o modelo de mercado de ações de Diamond (1967)) representam casos especiais em que o mercado é Pareto-eficiente.

corrigir aqueles casos bem identificados de deficiência de mercado. Por exemplo, a presença de poluição requer do governo um imposto sobre poluição.

A abordagem das deficiências de mercado identifica uma função para o governo na correção de externalidades e na provisão de bens públicos. Além disso, a ausência de mercados no futuro justifica que o governo planeje investimentos.

Em contraste, Greenwald e Stiglitz sustentam que as deficiências de mercado são difusas na economia e que, por conseguinte, não há suposição de que o mercado, funcionando por si, seria Pareto-eficiente com restrição. Eles reconhecem que isto, em si, não constitui uma recomendação para a intervenção do governo: deve-se ser capaz de identificar a intervenção que é Pareto-superior e deve-se sustentar que as políticas governamentais serão realmente consistentes com tais intervenções Pareto-superiores.²⁴ As dificuldades associadas a cada uma dessas tarefas sugerem que a intervenção governamental deva ser seletiva e direcionada ao que são, provavelmente, os exemplos mais significantes da deficiência de mercados. Os problemas que surgem nos mercados financeiros sugerem esse mercado como um desses candidatos.

3.2 O Governo como a solução

Embora os argumentos precisos apresentados por Greenwald e Stiglitz em sua crítica às soluções de mercado possam ser novos, a visão de que os mercados não oferecem uma boa base para levantar e alocar capital dentro dos países em desenvolvimento (ou, quanto a isso, em países mais desenvolvidos) não é. Na ausência de um conjunto completo de mercados futuros, os preços não podem desempenhar o papel principal de coordenar as decisões de investir que a teoria de preços tradicional atribui a eles. Seja por essa ou por outras razões, muitos governos têm visto a tarefa de alocar capital como muito importante para ser deixada para o setor privado. A plataforma socialista tem como prioridade, em sua agenda, a nacionalização dos bancos e outras instituições financeiras.

Os problemas centrais que discuti não são problemas menores no setor público do que no setor privado. Alterar a esfera de decisão não altera as dificuldades associadas à seleção e à monitoração. Mas, para piorar a questão, o governo, com freqüência, não tem incentivos para assegurar que ele (ou seus agentes) faça um bom trabalho na seleção e na monitoração de empréstimos. O bolso profundo do governo significa que quaisquer perdas podem ser facilmente compensadas. Além disso, como os critérios econômicos são, freqüentemente, suplementados por outros critérios (poupar empregos, desenvolvimento regional), as perdas podem não

²⁴ Neste trabalho, eles identificam as intervenções governamentais desejáveis com base em parâmetros empíricos observáveis.

ser responsabilidade da incapacidade de fazer julgamentos sobre solvência, mas dos critérios não-econômicos que têm sido impostos. A ausência do teste de controle do mercado significa que o crédito pode ser alocado com base no favoritismo político: o subsídio associado à cobrança de taxas de juros mais baixas do que aquelas que o risco do empréstimo exigiria.²⁵

Os resultados disso e a subseção anterior poderiam, a princípio, parecer estar em desacordo, mas não estão. Na seção anterior, mostramos que em economias onde há mercados incompletos ou com informação imperfeita (virtualmente todos os mercados) o governo pode agir de modo a alcançar situações Pareto-superiores, e respeitar a existência de mercados e a disponibilidade de informações. Não se dá ao Governo nenhum poder a mais do que ao setor privado.²⁶ Quando o resultado central da teoria econômica foi que nenhum governo, não importa quão benevolente ou prudente fosse, poderia melhorar as ações do setor privado, não tivemos necessidade de apelar para uma teoria sobre o governo para descrever o que ele poderia fazer em uma dada situação: o limite superior de suas possibilidades não era mais elevado do que aquele do mercado privado. O Teorema de Greenwald-Stiglitz diz que há um espaço *potencial* para melhorar o bem-estar pela atividade governamental. Se a atuação do governo irá realmente melhorar a situação, é uma questão mais delicada. Esta subseção do trabalho serve para lembrar que o governo enfrenta os mesmos problemas informacionais que o setor privado, e, além disso, enfrenta alguns problemas de “política econômica”, dificuldades que, no passado, em *muitas* (mas não todas) situações limitaram a capacidade de o governo efetuar melhorias no bem-estar.

Porém, embora eu não seja otimista sobre a habilidade do governo em substituir mercados como um mecanismo para levantar e alocar capital, nossa análise, pelo menos, sugere a possibilidade da existência de políticas governamentais que aumentarão a eficiência – do ponto de vista social – com que a economia de mercado levanta e aloca capital. É claro que qualquer análise das políticas governamentais com relação aos mercados de capitais precisa levar em consideração os problemas fundamentais (execução, seleção e incentivos), para os quais nós chamamos a atenção. Com essa visão em mente, quero discutir várias políticas possíveis. Quero enfatizar a natureza experimental dessa discussão: a contribuição principal do meu trabalho é que políticas alternativas precisam ser avaliadas de uma perspectiva que leve em conta as características centrais dos mercados de capitais, do modo como os descrevi, e a natureza do problema de segundo melhor.

²⁵ Além disso, mesmo na ausência de corrupção, se o racionamento é ótimo a capacidade de escolher entre os candidatos a empréstimo dá ao governo um poder enorme.

²⁶ Ainda há, naturalmente, distinções entre o governo e o setor privado. O governo, por exemplo, tem o poder de taxar e de proibir entradas. Para uma análise mais completa, a nível teórico, das diferenças entre o governo e outras organizações econômicas, veja Stiglitz (1989b).

4. Observações sobre política econômica

4.1 Bancos *versus* mercados de valores mobiliários como fontes de recursos

A primeira e mais óbvia implicação da nossa análise é que os países em desenvolvimento devem esperar que suas firmas dependam acentuadamente de empréstimos bancários, em vez de mercados de títulos de crédito, como fontes de recursos. Embora o governo possa causar poucos danos ao tentar promover o crescimento dos mercados de títulos de crédito, tanto do mercado de ações quanto o de títulos de longo prazo, estes provavelmente só fornecerão uma pequena fração dos recursos que as firmas demandam. Se os investidores estão mal protegidos, sem leis rigorosas sobre títulos e fraudes e sem um judiciário que possa de modo justo e efetivo fazer valer tais leis, há uma probabilidade elevada de abusos; a resultante perda de confiança do investidor pode ter repercussões bem além dos efeitos diretos sobre os títulos.

Como uma maior confiança quase inevitavelmente será depositada nos empréstimos bancários, é importante que os governos tomem atitudes para melhorar a eficiência do sistema bancário.

Por exemplo, ter direitos de propriedade bem definidos (digamos, na terra) estabelece um colateral, que facilita o empréstimo bancário. Um judiciário que possa lidar com inadimplências, rapidamente e a custos baixos, permitindo ao credor aprisionar e dispor do colateral, aumenta a disposição dos bancos em conceder empréstimos.

Tais reformas podem parecer relativamente não-controversas, comparadas às sugestões que se seguem.

4.2 Investimento e bancos estrangeiros

Muitos governos de países em desenvolvimento têm sido particularmente pouco propensos a permitir que bancos estrangeiros desempenhem um papel importante. Quero sugerir que essa política *pode* ser errada, porém, em todo caso, ela precisa ser reexaminada sob a perspectiva apresentada neste trabalho.

Em todos os países, a relação patrimônio líquido/passivos dos bancos é usualmente muito pequena. Em certo sentido, os bancos podem ser vistos como firmas altamente endividadas. Firmas altamente endividadas são particularmente propensas a aceitar riscos que não são de interesse de seus prestadores – aqui, aqueles que depositaram recursos nos bancos.

Nos EUA (e em muitos outros países), o governo dá segurança aos depositantes. Quando a idéia de seguro foi pela primeira vez apresentada ao Presidente Roosevelt, ele reagiu negativamente, com firmeza, ressaltando (para usar nossa terminologia moderna) os problemas de azar moral que decorrem do seguro. Embora ele tenha posteriormente cedido, podemos

ver, tardiamente, quão certo ele estava!²⁷ Os bancos que aceitam maior risco podem oferecer taxas de juros mais elevadas aos depositantes, que podem, com impunidade, transferir seus recursos ao banco. Esses bancos atraem recursos dos bancos mais prudentes. Uma espécie de Lei de Gresham funcionando violentamente.

O que está em questão não é só a corrupção (embora esta também seja importante),²⁸ mas sim julgamentos sobre riscos prudentes. Evidentemente, é extremamente difícil para os reguladores dos bancos monitorá-los eficientemente. Deve-se confiar amplamente nas forças de mercado, para garantir que os bancos tomem decisões prudentes. O que os reguladores podem fazer é tentar assegurar que os bancos tenham incentivos para tomar decisões prudentes. A preservação da reputação é um incentivo. Porém, o custo de perder a reputação é obviamente maior para um grande banco internacional do que para um pequeno banco local. Patrimônios elevados também podem ser efetivos. Os bancos locais acham difícil produzir o patrimônio exigido.

Esses argumentos sugerem que os bancos e as firmas estrangeiras podem ser mais confiáveis na alocação eficiente de capital do que os bancos e as firmas domésticas. Colocando de outra maneira, estabelecer uma reputação é como fazer qualquer outro investimento. O processo de alocar capital – quando se dá a devida atenção ao requisito incentivos, se ele deve ser bem feito – é um processo intensivo em capital, e os bancos externos (e outras companhias internacionais) podem ter uma vantagem comparativa nesse processo.

Ao mesmo tempo, pode haver argumentos protecionistas do tipo indústria nascente, e, em particular, argumentos para limitar o fluxo externo de capital (que permitem que instituições estrangeiras executem o papel de intermediários)²⁹ e a operação doméstica de bancos estrangeiros. Enquanto os poupadores puderem escolher entre bancos domésticos e estrangeiros, em termos comparáveis, eles irão escolher os últimos. A falta de reputação serve como uma barreira efetiva à entrada de bancos domésticos: para compensar a falta de reputação, eles não podem pagar taxas de juros mais elevadas, pois isso (de modo familiar) exacerbaria os problemas de azar moral e de seleção adversa.

As firmas domésticas não estão em desvantagem só em termos de reputação: elas também sofrem desvantagem com relação aos riscos. Firmas internacionais podem diversificar suas carteiras de aplicações mais amplamente. Mesmo se os bancos domésticos têm uma carteira de ativos lar-

²⁷ Nos EUA, atualmente, não é só a maioria das instituições de poupança e de empréstimos que tem valor líquido negativo (se seus ativos são avaliados pelo valor de mercado), mas também uma parcela significativa dos grandes bancos. Veja Brumbaugh, Carron e Litan (1989).

²⁸ A corrupção em si pode, em certa medida, ser vista como endógena; as oportunidades de lucro pela desonestidade atraem aqueles com tais inclinações.

²⁹ Em vários países em desenvolvimento, as saídas de capital são iguais aos ingressos de capital. É como se os recursos fossem para os bancos internacionais para serem intermediados, e, então, voltassem para o país de origem.

gamente diversificada com relação aos riscos domésticos, os riscos comuns (do país) que afetam todos eles (riscos cambiais e outros riscos macroeconômicos) tornam suas carteiras mais arriscadas. Portanto, ainda com a mesma “reputação” e a mesma base patrimonial, os investidores poderiam racionalmente preferir as firmas estrangeiras.

Embora as firmas estrangeiras possam ter vantagens dentro do mercado de capital, elas podem ter uma desvantagem informacional – elas podem achar mais difícil responder a situações particulares que surgem no país.³⁰ É por isso que há muito a ganhar de um país que tem seus próprios empresários.³¹ Porém, é preciso, em parte, aprender a ser empresário, e para obter o aprendizado é necessário capital. E nós explicamos porque os empresários domésticos e os bancos podem achar difícil levantar o capital necessário.

Note que um argumento-padrão contra a defesa da indústria nascente simplesmente não se aplica nesse contexto: se a idéia é boa, a firma deveria desejar vender com prejuízos, até que seus custos fossem reduzidos a um nível que lhe permitisse competir eficientemente. Mas para vender com prejuízos a firma tem que tomar empréstimos ou emitir ações, e é precisamente essa incapacidade de as firmas tomarem recursos ou emitir ações que é nossa preocupação.

Além disso, pode haver uma distinção entre retorno privado e social, tanto no ato de dirigir a empresa quanto para prover capital para novos empresários. Os investidores privados (bancos), por exemplo, só estão preocupados com a fração dos retornos totais que pode ser apropriada; a sociedade, dentro de um conceito mais geral, está preocupada com os retornos totais do projeto que resultam para o país (logo, excluindo os retornos que podem resultar para os investidores estrangeiros).^{32, 33}

De modo mais geral, os bancos estrangeiros terão objetivos diferentes daqueles dos bancos domésticos ao alocar capital, de modo que a divergência entre retornos sociais e privados pode ser particularmente ampla. Os bancos estrangeiros podem ter uma preocupação especial com a nacionalização, e, portanto, podem prover capital para setores que aparentemente ser relativamente imunes à nacionalização de uma forma (com restrições) que torne a nacionalização menos provável e que, caso esta ocorra, aumente a probabilidade de recuperação do capital empregado.

Embora esses argumentos pudessem sugerir uma função para o governo nos mercados de crédito, as advertências feitas anteriormente sugerem que outras formas de subsídios indiretos podem ser mais eficazes. Restrições

³⁰ Esse argumento pode não constrianger os bancos estrangeiros situados nos países em desenvolvimento.

³¹ Sem dúvida, há também outras razões, tais como o orgulho nacional.

³² Stiglitz e Weiss (1981) mostram, em seu modelo de crédito, que houve uma disparidade perceptível entre retornos sociais e privados.

³³ Hoff (1989) argumenta, por exemplo, que quando um empresário decide por um novo projeto ele transmite informações para outros empresários sobre as propriedades idiossincráticas da tecnologia de produção do país, retornos que esse empresário não pode apropriar.

sobre os bancos estrangeiros e sobre fluxos de capital para fora do país (impedindo a eficiência do mercado secundário de capital) podem constituir um modo de canalizar recursos para os empresários domésticos e subsidiar bancos e empresas domésticas. Tais restrições gerais dão aos investidores domésticos incentivos para alocar recursos nos melhores projetos/empresários, e se houver competição suficiente na economia interna – uma advertência importante – as rendas obtidas pelas firmas domésticas serão limitadas.

Outra advertência é válida: como sempre, deve-se expressar a preocupação com o fato de que as restrições não são usadas simplesmente para proteger os monopólios domésticos. Logo, se um ou dois bancos dominam o setor bancário doméstico, restrições sobre os bancos estrangeiros podem simplesmente servir para proteger as rendas das firmas monopolistas. Essas firmas podem não alocar capital com eficiência, e a disparidade entre seus interesses e os interesses nacionais, num sentido mais amplo, pode não ser menor do que a correspondente disparidade com relação aos bancos estrangeiros. Como em muitos países em desenvolvimento o setor bancário doméstico está longe de ser competitivo, políticas com o objetivo de discriminar os bancos estrangeiros localizados dentro do país podem ser particularmente desaconselháveis.

Na seção anterior, mostrei que restrições sobre os mercados secundários de capital – sobre o livre fluxo de recursos para o exterior – podem ter algumas vantagens, ao incentivar o desenvolvimento de um setor financeiro doméstico. Para os economistas acostumados a ouvir a afirmação de que os governos devem tentar “liberar” os mercados, esse argumento pode parecer estranho.

Uma das lições mais importantes da teoria do segundo melhor, à qual me referi anteriormente, é que quando há algumas distorções importantes na economia, remover uma distorção pode não melhorar o bem-estar. Na maioria dos países em desenvolvimento, há muitas distorções. De fato, como mostramos anteriormente, em mercados incompletos e com informação imperfeita – isto é, em todos os mercados – não se supõe que haja alocação Pareto-eficientes, e, *a fortiori*, não há nenhuma suposição de que fazer um mercado – o mercado secundário de capital – funcionar mais próximo do que seria o mercado ideal aumente o bem-estar.

Por exemplo, McKinnon (1988) mostrou, persuasivamente, que taxas de câmbio não-controladas (flexíveis) têm imposto riscos enormes sobre os produtores ligados ao comércio internacional, riscos que eles não podem eliminar via mercados futuros. Nossa análise sobre mercados acionários limitados sugere que tais riscos podem ter efeitos reais e deletérios (veja, por exemplo, Newbery e Stiglitz, 1981, 1984).

Tudo isso dá a entender que não há respostas políticas fáceis. Em alguns casos, os governos serviram (talvez não intencionalmente) para exacerbar os problemas que identificamos, em vez de reduzi-los, ao submeter o setor bancário doméstico a impostos elevados e a regulamentos arbitrários e inconstantes. Nesses casos, “liberar totalmente” o mercado pareceria ser uma política sensata.

4.3 Multinacionais

Muitos dos mesmos argumentos que explicam por que os bancos estrangeiros podem ser capazes de desempenhar um papel importante na alocação de capital se aplicam às multinacionais. Elas têm uma vantagem sobre os bancos: elas, tipicamente, oferecem capital na forma de ações (o que são de fato). Enquanto as ações apresentam vantagens sobre endividamentos – elas permitem compartilhar o risco de modo mais efetivo, e, logo, levam as firmas a agir de um modo menos avesso ao risco, resultando, por sua vez, em uma economia menos suscetível a um número variado de choques – vimos que os países em desenvolvimento têm propensão a enfrentar dificuldades particulares de estabelecer mercados de ações com bom funcionamento. Por conseguinte, pode ser desejável que os governos dos países em desenvolvimento reconheçam a função importante que as multinacionais podem exercer no processo de desenvolvimento, em vez de colocar obstáculos em seu caminho.

4.4. Divisão de riscos com o governo

Pelas razões que expus, é provável que os mercados de ações não ofereçam oportunidades efetivas de dividir riscos. Muitos governos, através de políticas tributárias, exacerbam os efeitos de mercados acionários limitados, pois o governo compartilha os lucros, porém compartilha as perdas em muito menor extensão. Como Domar e Musgrave (1944) e Stiglitz (1969) há muito tempo reconheceram, se o governo compartilha totalmente os ganhos e perdas, ele pode realmente encorajar o investimento arriscado; de fato, o governo entra em todo investimento como um parceiro silencioso.³⁴ Embora essa não seja a ocasião para oferecer uma proposta técnica detalhada de como isso pode ser feito, devo observar que há várias maneiras pelas quais os governos podem compartilhar riscos de modo mais eficiente do que eles fazem atualmente.³⁵

4.5 Estratégias governamentais de redução de risco

Há, adicionalmente, políticas que o governo pode implementar para reduzir o risco dos ambientes em que as firmas operam, e dadas as oportunidades limitadas para dividir riscos que o mercado propicia, isto pode dar um forte estímulo à economia. Em particular, pode aumentar tanto a dis-

³⁴ Mais recentemente, Auerbach e Poterba (1987) enfatizaram a importância nos EUA, da limitação de dedução de perdas.

³⁵ A importante diferença entre o governo agir como um parceiro silencioso, através do sistema tributário, e o governo agir como uma fonte de crédito (como descrito no texto) precisa ser reconhecida: no último caso, o governo pode *arbitrar*; no primeiro caso, o acordo de “parceria” é automático. Enquanto o acordo de parceria obviamente afeta os incentivos (atenuando os incentivos ao esforço, e acentuando os incentivos aos riscos), a questão é se o saldo dos efeitos desses incentivos é positivo ou, se negativo, é suficientemente pequeno para exceder os ganhos de receita do governo.

posição das firmas com relação a empréstimos (já que, quanto menor o risco do ambiente, mais elas podem tomar recursos para uma particular probabilidade de falência), quanto o desejo dos bancos de emprestar.

Essas políticas podem ser de natureza microeconômica e macroeconômica. Estabilizar o preço da exportação de safras não só terá um efeito direto sobre os produtores (supondo que preço e quantidade não sejam negativamente correlacionados), como também em efeito indireto: a variação da renda dos produtores agrícolas causa variação na demanda por bens não transacionáveis com o exterior. Estabilizar rendas dentro do setor rural resultará, portanto, em maior produção de bens não transacionáveis com o exterior (veja Newbery-Stiglitz, 1981).

5. Conclusões

Nas duas últimas décadas houve uma importante mudança no modelo econômico prevalecente, refletida nas nossas posições sobre política econômica, em geral, e na economia e política de desenvolvimento, em particular.

As discussões anteriores foram centradas no debate entre aqueles que acreditavam em eficiência e em mercados competitivos – para países em desenvolvimento e desenvolvidos – e viam o governo como um importante impedimento ao funcionamento eficiente da economia, e aqueles que entendiam que as deficiências de mercado requerem a intervenção do governo. Entre as principais deficiências de mercado que eles citaram estava a ausência de um conjunto completo de mercados futuros e de riscos,³⁶ e, conseqüentemente, uma das responsabilidades centrais do governo seria planejar e coordenar as atividades de investimento. Nos anos seguintes à Segunda Guerra Mundial, governos de países recém-independentes criaram Ministérios de Planejamento para executar suas tarefas e facilitar o processo de desenvolvimento.

Porém, a ausência de mercados futuros e de riscos não foi pura casualidade. Ela refletia problemas mais fundamentais – incluindo problemas de informação imperfeita, competição imperfeita e contratos de execução custosos – que afetaram todas as economias. O reconhecimento das limitações do processo de planejamento do desenvolvimento coincidiu com o reconhecimento dessas limitações do modelo econômico-padrão. Em países desenvolvidos, reconheceu-se que os mercados de mão-de-obra, de capital e de produtos funcionavam – pelo menos em muitos casos – de uma maneira marcadamente diferente daquela representada pela análise convencional da demanda e da oferta competitivas. Embora este trabalho tenha focado os problemas associados aos mercados financeiros, levando ao racionamento de crédito e de ações, análises similares foram reali-

³⁶ Como observado anteriormente, o Teorema Fundamental do Bem-Estar Econômico, que representou a formalização da idéia da Mão Invisível de Adam Smith, exige que existam mercados futuros e de risco completos. Somente sob essas condições os mercados competitivos asseguram eficiência econômica.

zadas para os mercados de trabalho e de produto. Esses problemas são mais penetrantes e mais proeminentes em países em desenvolvimento do que em economias desenvolvidas.

Já observamos uma importante consequência dessa perspectiva: não há mais qualquer suposição de que as soluções de mercado sejam Pareto-eficientes (com restrição). Porém, há uma outra implicação igualmente importante: os problemas de informação imperfeita – incluindo monitoração imperfeita – não estão menos presentes no setor público do que no setor privado. O fato de que os mercados não funcionam tão bem como seus ardentes proponentes afirmam não significa que os governos possam resolver esse problema. A ausência ou o campo limitado de mercados financeiros pode não ocorrer simplesmente porque o setor privado deixou de reconhecer uma oportunidade rentável. Há, como vimos, boas razões que fazem com que os mercados financeiros pareçam acentuadamente diferentes do modo como eles são caracterizados em livros de texto no estilo antigo. Os governos deviam, pelo menos, ir com cautela para onde os mercados privados receiam caminhar.

Nós reconhecemos que, particularmente para pequenas economias abertas, os problemas de coordenação macroeconômica enfatizados na literatura mais antiga sobre planejamento do desenvolvimento podem ser bem menos importantes do que os problemas microeconômicos de seleção (bastante específicos) de projetos e de escolha de bons gerentes para gerenciar tais projetos. E também reconhecemos a dificuldade desse gerenciamento microeconômico – a virtual impossibilidade de especificar as características (incluindo datas de entrega, durabilidade, etc.) e de estabelecer preços para cada um dos possíveis (infinitos) bens. Também reconhecemos a difusão do planejamento descentralizado em economias de mercado. O velho modelo de mercado estava errado em muitos pontos mais do que o sugerido pela simples ausência de mercados futuros.³⁷

Uma das funções das instituições financeiras em uma economia não é somente levantar capital, mas também canalizar recursos para as oportunidades mais rentáveis (a função de seleção ou de filtragem), e assegurar que esses recursos sejam bem usados (função de monitoração). Precisamos pensar mais sobre que tipos de instituições podem desempenhar essas funções de modo mais eficiente. A burocracia do governo centralizado e as grandes instituições de crédito público podem estar em má posição para desempenhar aquelas funções. Porém, pode haver modos nos quais o governo possa ajudar no desenvolvimento de uma série de instituições que podem desempenhar um papel importante.

Porém, boa parte deste trabalho é baseada em uma avaliação mais pessimista do papel potencial dos mercados financeiros no processo de desenvolvimento. Ele mostrou que esses mercados desempenham uma função limitada mesmo dentro de países desenvolvidos bem organizados, e que seu papel nos países em desenvolvimento é provavelmente ainda mais limitado. Por conseguinte, as políticas governamentais devem ser di-

³⁷ Para uma discussão mais ampla sobre essas questões, veja Stiglitz (1989).

reconstruídas para atenuar as consequências dessas limitações que são inerentes e importantes, dos mercados e instituições financeiras dos países em desenvolvimento. Políticas que poderiam ser chamadas de “segundo” ou “terceiro” melhor devem ser desenvolvidas. Muitas políticas governamentais atuais deixam de reconhecer essas limitações que o governo e o setor privado enfrentam. Apresentei algumas propostas bastante preliminares que sugerem algumas maneiras pelas quais a política governamental pode ser delineada, de modo a refletir o amplo conjunto de assuntos que levantei nesse trabalho.

Referências bibliográficas

Asquith, P. & Mullins, D. W. Equity issues and stock price dilution. *Journal of Financial Economics*, 1986.

Auerbach, A. & Poterba, J. Tax loss carryforwards and corporate tax incentives. In: Feldstein, M., ed. *The effects of taxation on capital formation*. University of Chicago Press (Chicago), 1987.

Berle. Non voting stock and ‘bankers’ control. *Harvard Law Review*, 1926.

Bernanke, B. & Gertler, M. Agency costs, net worth and business fluctuations. *American Economic Review*, 79: 14-31, 1989.

Brumbaugh, R. D.; Carron, A. S. & Litan, R. E. Cleaning up the depository institutions mess. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1: 243-95, 1989.

Diamond. The role of a stock market in a general equilibrium model with technological uncertainty. *American Economic Review*, 57: 753-6, 1967.

Domar, E. & Musgrave, R. Proportional income taxation and risk taking. *Quarterly Journal of Economics*, 58: 388-422, 1944.

Eaton, J.; Gersovitz, M. & Stiglitz, J. E. The pure theory of country risk. *European Economic Review*, 30: 481-513, 1986.

Gale, I. & Stiglitz, J. E. The informational content of initial public offerings (a ser publicado), *Journal of Finance*.

Greenwald, B. & Stiglitz, J. E. Externalities in economics with imperfect information and incomplete markets. *Quarterly Journal of Economics*, 101: 229-256, May 1986.

— & —. Pareto inefficiency of market economies: search and efficiency wage models. *American Economic Review – Papers and Proceedings*, 78: 351-355, May 1988a.

—— & —— . Financial market imperfections and business cycles. NBER Working Paper n° 2.494, Jan. 1988*b*.

—— & —— . Examining alternative macroeconomic theories. *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1: 207-270, 1988*c*.

—— & —— . Financial market imperfections and productivity growth. NBER Working Paper n° 2.365, Apr. 1989*a*.

—— & —— . Information, finance and markets: the architecture of allocative mechanisms. Paper prepared for International Conference on the History of Enterprise: Finance and the Enterprise in a Historical Perspective. Terni, Italy, Sept. 1989*b*.

Greenwald, B.; Stiglitz, J. E. & Weiss, A. Informational imperfections and macroeconomic fluctuations. *American Economic Review*, 194-9, May 1984.

Grossman, S. & Hart, O. Takeover bids, the free rider problem, and the theory of the corporation. *Bell Journal*, 35(2): 42-64, 1980.

Grossman, S. & Stiglitz, J. E. Information and competitive price Systems. *American Economic Review*, 66 (2): 246-253, June 1976.

—— & —— . On the impossibility of informationally efficient markets. *American Economic Review*, 70(3): 393-408, June 1980.

Hellwig, M. A Model of borrowing and lending with bankruptcy. *Econometrica*, 65: 1.876-1.906, 1977.

Hirschleifer, J. The private and social value of information and the reward to incentive activity. *American Economic Review*, 67: 561-574, 1971.

Hoff, K. Essays in the theory of trade and taxation under incomplete risk markets. Unpublished doctoral dissertation. Princeton University, 1988.

—— . *An argument for industrial policy for infant industries based on the production and transmission of information*. University of Maryland, 1989. mimeogr.

Jensen, M. Takeovers: their causes and consequences. *Journal of Economic Perspectives*, 2: 21-48, 1988.

Jensen, M. & Meckling. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3: 305-60, 1976.

Kennedy, William P. *Industrial structure, capital markets, and the origins of british economic decline*. Cambridge University Press, 1987.

Mayer, C. Myths of the west: lessons from developed countries for development finance. CEPR discussion paper, London, Mar. 1989.

McKinnon, R. Monetary and exchange rate policies for international financial stability: a proposal. *Journal of Economic Perspectives*, 2 (1): 83-105, 1988.

———. Macroeconomic instability and moral hazard in banking in a liberalizing economy. In: *Latin American Debt and Adjustment*, P. L. Brock, M. B. Connolly & C. Gonzalez-Vega, ed. Praeger, New York, 99-111, 1989.

Meade, J. E. *Trade and welfare: mathematical supplement*. Oxford University Press, Oxford, 1955.

Myers, S.C. & Majluf, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not. *Journal of Financial Economics*, 11: 187-221.

Newbery, D. & Stiglitz, J. *The theory of commodity price stabilization*. Oxford University Press, Oxford, 1981.

———. The choice of techniques and the optimality of market equilibrium with rational expectations. *Journal of Political Economy*, 90(2):223-246, Apr. 1982.

——— & ———. Pareto inferior trade. *Review of Economic Studies*, LI, (164): 1-13, Jan. 1984.

Shleifer A. & Vishny, R. Managerial entrenchment: the case of manager-specific investments. Paper presented at Olin Conference on Economic Organizations, Princeton, Oct. 1988.

Stiglitz, J. E. A re-examination of the modigliani-miller theorem. *American Economic Review*, 59(5): 784-793, Dec. 1969.

———. Perfect and imperfect capital markets. Paper presented to Econometric Society Meetings, New Orleans, Dec. 1971.

———. Some aspects of the pure theory of corporate finance: bankruptcies and take-overs. *Bell Journal of Economics*, 3(2): 458-82, 1972.

———. Incentives and risk sharing in sharecropping. *Review of Economic Studies*, 41: 213-255, 1974.

———. Information and capital markets. In: Financial economics: essays in honor of Paul Cootner, William F. Sharpe and Cathryn Cootner ed. Englewood Cliffs, New Jersey, Prentice Hall, 118-159, 1982a.

———. Ownership, control and efficient markets: some paradoxes in the theory of capital markets. In: Boyer, Kenneth & Shepherd, William G., ed. *Economic regulation: essay in honor of James R. Nelson*. Ann Arbor, Michigan State University Press, 1982b. p. 311-41.

———. The inefficiency of the stock market equilibrium. *Review of Economic Studies*, 241-2.611, Apr. 1982c. Paper presented at a Conference on Uncertainty and Insurance in Economic Theory in honor of Karl Borch, Bergen, Apr. 1979.

———. Money, credit and banking lecture: credit market and the control of capital. *Journal of Money, Credit and Banking*, 17 (1):133-152, May 1985.

———. Using tax policy to curb speculative short-term trading. Conference on Regulatory reform of Stock and Futures Markets, Columbia University, May 1989.

———. Incentives, information, and organizational design. *Empirica*, 10 (1): 3-29, 1989c.

———. On the economic role of the state. *The Economic Role of the State*, A. Heertje, ed. (Bank Insinger de Beaufort NV) 1989d.

Stiglitz, J. & Weiss, A. Credit rationing in markets with imperfect information. *American Economic Review*. 71: 393-410, June 1981.

—— & —— . Incentive effects of termination: applications to the credit and labor markets. *American Economic Review*, 72: 912-927, Dec. 1983.

—— & —— . Credit rationing and collateral. *Recent Developments in Corporate Finance*, Cambridge University Press, 101-135, 1986.

—— & —— . Macroeconomic equilibrium and credit rationing. NBER Working Paper n^o 2.164, Feb. 1987.

—— & —— . Banks as social accountants and screening devices and the general theory of credit rationing. *Essays in Monetary Economics in Honor of Sir John Hicks*, Oxford University Press, 1989.

———. *Credit rationing and its implications for macroeconomics*. Stanford University, 1990. mimeogr.

Summers, L. H. & Summers, V. P. When financial markets work too well: a cautious case for a securities transactions tax. Paper presented to the Annenberg Conference on Technology and Financial Markets, Washington, Feb. 28, 1989.

Taggart, R. A. Jr. Secular patterns in the financing of U. S. corporations. In: Friedman, B. M., ed. *Corporate capital structures in the United States*, National Bureau of Economic Research Project Report, Chicago, University of Chicago Press, 1985.