

Resenha sobre o Financiamento em Longo Prazo

Review on Financing Long Term

Fernando Nogueira da Costa

Bolsista do IPEA

Professor-adjunto/livre-docente

Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas – UNICAMP

Cidade Universitária “Zeferino Vaz”

Caixa Postal 6135

13083-970 – Campinas – SP - Brasil

<http://fernandonogueiracosta.wordpress.com/>

<http://lattes.cnpq.br/6773853439066878>

E-mail: fercos@eco.unicamp.br

Fones: (19) 3287-8685 / 8166-3707

Resumo: Este Relatório de Pesquisa resume as pesquisas mais recentemente realizadas sobre a dificuldade brasileira de constituírem-se mecanismos privados de financiamento em longo prazo e/ou desenvolver o mercado de capitais. Recuperaremos, inicialmente, o estado da arte, ou seja, o debate atual sobre financiamento em longo prazo. Em seguida, compararemos algumas experiências internacionais. Resumiremos, brevemente, os resultados e as conclusões dos relatórios de pesquisa recentes sobre cada segmento: fundos sociais, grau de endividamento das empresas não-financeiras brasileiras, mercado de crédito bancário corporativo, as transformações institucionais do sistema bancário e a evolução do crédito bancário, mercado primário de ações, mercado de títulos de dívida pública e privada, mercado de capitais, entre os quais o de derivativos de crédito. Finalizaremos com conclusão a respeito das diversas metodologias utilizadas nessas pesquisas.

Palavras-chave: Financiamento – Mercado de Crédito – Mercado de Capitais

Abstract: *This Research Report summarizes the most recent research conducted on the difficulty of constituting up Brazilian private mechanisms for financing long-term and / or develop the capital market. Regain initially the state of the art, ie, the current debate about long-term financing. Then we compare the international experiences. Summarize briefly the results and conclusions of recent research reports, for each segment: social funds, level of indebtedness of non-financial Brazilian, credit market corporate banking, institutional changes in the banking system and the evolution of bank credit, primary stock market, bond market of public and private debt, capital markets, including the credit derivatives. We will end with a conclusion about the different methodologies used in these studies.*

Keywords: *Finance - Credit Market - Capital Market*

Classificação JEL / JEL Classification: G20 – G21 – G23

1. Introdução

Um dos objetivos da Pesquisa patrocinada pelo IPEA a respeito da *Agenda Desenvolvimentista Brasileira e sua Inserção Global: Financiamento Interno em Longo Prazo* é sistematizar o debate atual sobre a histórica dificuldade nacional de constituírem-se mecanismos privados de financiamento em longo prazo e/ou desenvolver o mercado de capitais. Vamos, neste Relatório de Pesquisa, escrever um *survey* das pesquisas mais recentemente realizadas, sob forma de artigo-resenha, para estabelecer o ponto-de-partida da pesquisa.

Diferentemente dessa literatura recente, *esta pesquisa estará voltada para o futuro suposto, possível e esperado da economia brasileira*. Terá caráter prospectivo, tentando ver adiante. Seu foco será relativo à preparação do financiamento em longo prazo para esse futuro previsto. Portanto, não repetirá a metodologia usual de construção de séries temporais e análise de ciclo de crédito do passado recente, tendendo daí extrapolar tendências.

Sabemos que se define um economista como “um expert que saberá *amanhã* porque as coisas que ele previu *ontem* não aconteceram *hoje*”. A imprensa explora as divergências entre as previsões econômicas, pois existem tantas opiniões diferentes sobre o futuro da economia quanto existem economistas. Os homens de negócios reclamam porque um estudo de economista, geralmente, revela que a melhor época para comprar algo já passou...

Os peritos em previsões não falam com vozes discordantes; todos dizem mais ou menos a mesma coisa ao mesmo tempo. E o que dizem é quase sempre errado. Na realidade, a Economia é uma ciência exata. Erra 100% das vezes!

O problema maior está não nas diferenças entre as diversas previsões econômicas, mas sim nas diferenças entre as previsões como um todo e o que acontece. Uma análise do desempenho dos modelos de previsão, checando com a (fácil) sabedoria *ex-post*, demonstra que existe uma previsão de consenso, em torno da qual agregam-se os peritos. Esse consenso, no entanto, não conseguiu prognosticar nenhum dos mais importantes acontecimentos econômicos dos últimos anos.

Um dos motivos para essa aglomeração das previsões em torno de um consenso deriva da maioria delas basear-se apenas na avaliação que os peritos fazem das opiniões e previsões de terceiros. Portanto, não é surpreendente assemelharem entre si. A imprensa sempre consulta os mesmos notáveis, e estes leem o próprio grupo, quando não as mesmas fontes estrangeiras. Eles não respondem às perguntas que jornalistas fazem porque sabem qual é a resposta. Eles respondem, simplesmente, porque foram perguntados!

Para peritos do mercado financeiro, cujas carreiras profissionais podem estar em jogo, é sempre mais seguro cometer o mesmo erro de todo mundo. Por isso, raramente se distanciam muito do consenso. Mesmo quando os fatos desmentem suas previsões, os peritos preferem insistir no consenso, pois senão seriam “culpados” individualmente de imperícia, em vez de se colocarem como “vítimas” coletivas dos acontecimentos.

Tecnicamente, a previsão consensual é fácil de ser conhecida. Pode-se obtê-la calculando a média dos dados do presente e a do passado. Quando as variáveis

encontram-se em níveis historicamente baixos, o consenso é que subirão. Quando estão acima da média, o prognóstico modal é que deverão cair. E, finalmente, quando estão muito mais perto da média, a maioria dos peritos acha que irão permanecer onde estão... Não é de admirar que, adotando o mesmo princípio e o mesmo método, cheguem à mesma conclusão.

Nos modelos de previsão, com a ausência de choques exógenos, ou depois deles, retorna-se rapidamente à tendência histórica. A pressuposição de que “o futuro será parecido com o passado” é comum. Como não existem ainda “dados do futuro”, os modelos econômicos são criados fazendo relações entre variáveis-chave, baseadas em dados passados, para prever as variações futuras. No entanto, as mudanças estruturais na economia podem provocar grandes problemas para essa abordagem. Nem sempre o passado é um bom guia. Podem ocorrer mudanças no comportamento dos agentes econômicos, quebrando sua regularidade histórica.

A fraqueza fundamental da abordagem prospectiva é que ela é incapaz de identificar mudanças estruturais na economia. Por exemplo, as mudanças nos preços dos ativos desempenharam um papel no boom e no crash que não tinham sido vistos da mesma forma em ciclos econômicos anteriores. Fenômeno não visto e, portanto, não antecipado, por ser inédito, a “previsão consensual” deixa escapar quase inteiramente.

Além disso, a previsão consensual de que a inflação subirá, porque no passado sempre subiu, ou de que o crescimento de reverterá, porque isso sempre ocorreu, não ajuda muito nas tomadas de decisão, tanto dos empresários, quanto dos condutores de política econômica. O difícil não é prever “o apocalipse”, mas sim o *timing* exato da crise. Esta poderá resultar da convergência de fatores aleatórios imprevisíveis.

As decisões de qualquer pessoa – física ou jurídica – depende de expectativas incertas sobre o cenário futuro da economia. Este depende da resultante de comportamentos heterogêneos, divergentes e descentralizados de todos os agentes econômicos.

Pode-se, então, como a mídia frequentemente faz, ridicularizar a precisão de previsões de economistas arrogantes. Eles cometem muitos erros, mas mesmo assim nunca demonstram dúvidas. Galbraith diz que temos duas classes de previsores: *os que nada sabem... e os que não sabem que nada sabem!*

Antes de nos arrogarmos de fazer nossas previsões, vamos captar as tendências históricas *despontadas*, ou melhor, *desapontadas*, recentemente. Para tanto, adotaremos o método consagrado de artigo-resenha. Em resenha temática, a gente falará de vários textos que tenham assunto em comum através de passos simples. Primeiro, apresentaremos o tema, dizendo ao caro leitor qual é o assunto principal das pesquisas que serão tratadas, e o motivo por o termos escolhido. Depois, resumiremos, brevemente, os relatórios, utilizando um tópico para cada segmento do mercado de crédito e do mercado de capitais. Diremos, logo no início de cada tópico, quem é o autor, e explicaremos, em seguida, o que ele diz sobre o assunto. Acabado de resumir cada um dos textos, agora será nossa vez de opinar, e tentar chegar a alguma conclusão sobre o tratamento do tema. Mostraremos no final, detalhadamente, as fontes, colocando as Referências Bibliográficas de cada um dos textos utilizados.

2. Estado da Arte: Debate Atual sobre Financiamento em Longo Prazo

O diagnóstico ortodoxo para carência de mercado de crédito de longo prazo é que:

1. A população poupa muito pouco.
2. O modelo de desenvolvimento se ampara no consumo presente em detrimento do futuro.
3. Os brasileiros de maior poder aquisitivo, isto é, os funcionários públicos, têm estabilidade no emprego e aposentadoria integral, o que é desincentivo à poupança.
4. O sistema tributário, com taxação excessiva dos investimentos financeiros de prazos mais longos, inibe o hábito de poupar.

Assim, a terapia deduzida dessa “sabedoria convencional” é cortar o consumo, elevando o incentivo para aplicações financeiras em longo prazo, via “curva de juro líquido”, com o objetivo do sistema bancário tornar-se o principal provedor desse tipo de crédito em longo prazo. Hoje, os bancos comerciais captam em prazos curtos, logo, não têm como operar de forma maciça com financiamentos mais longos. Estes virão do estímulo à poupança, o que não se fará apenas com a adoção de medidas como a redução de tributos e a diminuição de recolhimentos compulsórios.

A **agenda neoliberal** envolve, portanto, a retomada de reformas institucionais como as da Previdência Social e do Regime Próprio dos Servidores Públicos, as do Estado e da legislação trabalhista, além da tributária. Esta é a agenda apresentada como capaz de promover o equilíbrio estrutural das contas públicas, com consequências positivas sobre o custo de financiamento do Estado e sobre os níveis de eficiência do setor produtivo. Entretanto, fica sem resposta uma questão crucial: quem, no espectro político brasileiro, está disposto a se candidatar para levá-la adiante?

Essa agenda propõe também a extinção do crédito direcionado e dos fundos compulsórios sob a alegação de que as oneram as empresas, dificultando a criação de novos empregos e elevando o custo do capital no país, bem como a privatização das instituições públicas de fomento. Sendo politicamente simplistas, os neoliberais não levam em conta os benefícios sociais (empregos gerados e outros) provenientes das aplicações desses fundos e o papel social desempenhado por essas instituições públicas.

O diagnóstico ortodoxo para carência de mercado de capitais no País coloca quase toda a responsabilidade na oferta de crédito subsidiado por parte do BNDES. De fato, essa alternativa de financiamento cresceu durante a crise recente, mas o mercado de capitais não encolheu, simplesmente, porque não foi demandado para lançamento de ações de empresas privadas?

Em 2007, antes da turbulência, foram realizadas no país 86 ofertas públicas iniciais de ações (IPOs). No ano seguinte, o da crise, os lançamentos caíram para quatro; em 2009, os IPOs não retornaram, pois ocorreram apenas cinco ofertas; em 2010,

somente onze até agosto. Logo, durante a crise, os lançamentos refrearam-se. Os neoliberais, no entanto, alegam que o gigantismo do BNDES está inibindo o mercado de capitais ao desestimular a emissão primárias de ações por sociedades abertas.

Eles questionam os empréstimos do BNDES a grandes empresas, que têm condições de acessar outras fontes, pois o mercado internacional está líquido e barato. Para os neoliberais, não faz sentido o BNDES, por exemplo, financiar R\$ 25 bilhões à Petrobras. Entretanto, isso foi feito em meio à crise de 2008/2009, quando o mercado de endividamento externo estava fechado.

A concentração da carteira de empréstimos do BNDES é reflexo do que se observa na economia brasileira. O investimento no país é concentrado, por exemplo, em 2009, as cinco maiores empresas brasileiras foram responsáveis por 15% dos investimentos feitos no país, logo, os cinco maiores clientes do BNDES receberam 13% dos recursos. Como os grandes grupos que fazem a maior parte dos investimentos no país, por isso, o BNDES os apoia. Um quarto dos trabalhadores com carteira assinada no país trabalham para fornecedores da Petrobras.

O BNDES tem sido criticado também pelos neoliberais por escolher algumas empresas como “campeãs nacionais”. Esquecem-se que há diferença fundamental entre as operações de crédito do BNDES e as capitalizações por parte do BNDESPar, que atua mais como banco de investimento, em busca de alta rentabilidade para, inclusive, gerar *funding* para o banco. Historicamente, a escolha de empresas e setores prioritários para a estratégia de desenvolvimento, ou seja, de “vencedores”, sempre existiu.

Praticamente todos os grandes projetos de investimento previstos para os próximos anos exigirão financiamento em longo prazo: estádios de futebol, aeroportos, portos, estradas, transporte urbano, pré-sal etc. Deve o BNDES cruzar os braços e aguardar o esperado desenvolvimento do mercado de capitais? Não faz sentido...

Governo e setor privado estão discutindo medidas para fomentar o *funding* de longo prazo, sem o qual não há crédito longo. O programa de incentivo ao crédito em longo prazo compreende três eixos:

1. definir qual o tamanho possível do BNDES no futuro e quais suas fontes de financiamento disponíveis;
2. aumentar a oferta de crédito imobiliário, que cresce a taxas mais elevadas que a da captação de poupança;
3. criar mercado de captação de recursos a partir da desoneração ou mesmo isenção do IR nos papéis de prazos mais longos.

Pode-se optar pela desoneração fiscal conforme o prazo dos títulos ou, ainda, de acordo com o direcionamento dos recursos, como, por exemplo, isentar o que for investido em infraestrutura. O governo já definiu algumas das medidas do pacote de incentivo a captações e aplicações financeiras em longo prazo como isentar do Imposto de Renda as empresas que aplicarem em Letras de Crédito Imobiliário, equiparando pessoas físicas e jurídicas, estimular à securitização do crédito imobiliário, autorizar os bancos a emitirem Letras Financeiras, desonerar do Imposto de Renda os títulos financeiros de longo prazo. Resta ainda definir o *funding* para o BNDES, alternativa aos “empréstimos perpétuos” concedidos pelo Tesouro Nacional.

3. Fundos Sociais: Delimitação Histórico-Conceitual e Experiências Internacionais

O Projeto de Pesquisa, realizado pelo Convênio CECON-IE-UNICAMP-IE-UFRJ-BNDES, em 2009, “*O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento*”, em seu Subprojeto IX – *Crédito direcionado e desenvolvimento econômico no Brasil: o papel dos fundos públicos*, teve seu Primeiro Relatório, “*Caracterização dos fundos, delimitação conceitual, experiências internacionais e enfoques teóricos*”, elaborado por Marcos Antônio Macedo Cintra.

Este trabalho procura discutir o papel desempenhado pelas instituições financeiras públicas, em especial, as instituições financeiras de desenvolvimento e a importância dos fundos de poupança compulsória. O texto está dividido em três seções.

Na primeira, busca-se identificar aspectos conceituais e históricos sobre os bancos de desenvolvimento, os quais auxiliam na construção do *argumento central*, qual seja, a mobilização de recursos de fomento é uma função pública para desenvolver setores ou atividades consideradas *prioritárias*, uma vez que os mercados financeiros são imperfeitos e/ou incompletos. As instituições privadas de crédito dificilmente atendem à demanda por financiamento daqueles setores ou atividades de alto risco, longo prazo de maturação, elevado retorno social e relativamente baixo retorno privado.

Observa-se que esse argumento tem fundamentos mais históricos e institucionais do que propriamente conceitual. Em termos abstratos, a idealização dos liberais de uma economia de mercado livre levaria a que esses setores sem competitividade para sobreviver fossem eliminados ou não desenvolvidos. A sugestão ortodoxa seria o País se especializar naqueles setores onde tivesse vantagem competitiva, ou seja, ativesse à vocação agrícola, e comprasse no mercado externo, via abertura para o comércio exterior, os produtos de setores não disponíveis internamente.

Na abordagem heterodoxa que os fundos sociais (denominados por alguns de “poupança compulsória”) e o crédito dirigido são atividades que se relacionam com as próprias funções de alocação por parte do Estado. Esses aspectos conceituais, fora considerada “sabedoria convencional”, representam parâmetros desenvolvimentistas para orientar a compreensão da concepção geral da atuação histórica do Estado brasileiro como agente fomentador do desenvolvimento por meio de instituições financeiras especializadas e de fundos sociais. Baseia-se também na experiência histórica dos principais bancos regionais de desenvolvimento, com destaque para o Banco Europeu de Investimento e para os latino-americanos.

Na segunda seção, Cintra efetua uma reconstituição histórica da trajetória das principais instituições especializadas brasileiras e o papel do setor público no mercado de crédito doméstico, sobretudo, no financiamento do investimento de longo prazo. Recupera também as transformações cruciais nos instrumentos de direcionamento do crédito. Procura, assim, identificar o modelo de crédito brasileiro, com forte participação do Estado, não apenas no que diz respeito à administração de taxas de juros e condições de crédito, mas também no fornecimento direto de financiamento, uma vez que o mercado de capitais pouco se desenvolveu e as relações entre o sistema bancário e as empresas tampouco se constituíram em uma base relevante de financiamento do investimento. Efetua ainda uma caracterização dos diversos fundos

compulsórios brasileiros, identificando sua institucionalidade, natureza e funções. Esses fundos constituem *funding* para instituições financeiras públicas, garantidoras do crédito de longo prazo.

Há também um resumo das principais questões levantadas pelos opositores do crédito direcionado e da poupança compulsória no país bem como o debate crítico. Cintra procurou argumentar que a ausência de mecanismos eficazes de direcionamento voluntário de crédito para setores prioritários condiciona a decisão de os governos manterem esquemas de direcionamento de parcela dos recursos captados pelos bancos e mecanismos de poupança compulsória. O Estado ocupa o vácuo resultante de falhas do mercado.

Na terceira seção de seu Relatório de Pesquisa, Cintra busca avaliar se a experiência internacional pode fornecer evidências empíricas cabíveis de serem aplicadas no Brasil. Para tanto, ele apresenta as principais transformações nos sistemas financeiros dos **Estados Unidos, Japão, Alemanha, Coréia, China e Índia**, com destaque para a propriedade dos bancos de desenvolvimento, o *funding* das suas operações e os instrumentos de direcionamento de crédito e de taxa de juros.

EUA, Japão e Alemanha possuem instituições privadas ou mistas, mas, em geral, nos países emergentes as instituições especializadas permanecem públicas ou com patrocínio governamental. Elas têm seu *funding* apoiado em financiamentos de médio e longo prazo mediante a emissão de títulos frequentemente com garantia do governo, e em recursos fiscais. Operam, principalmente, por meio do crédito relativamente às operações por participação no capital. No entanto, essa modalidade se expandiu na **Coréia** e no **Japão** após a crise de 1997.

Os mecanismos utilizados no direcionamento variam consideravelmente. Em um extremo do espectro se encontra a **China** e a **Índia**, onde as autoridades utilizam praticamente todos os instrumentos disponíveis. No outro extremo, a Alemanha e os Estados Unidos, nos quais os mecanismos de crédito seletivo estão associados aos programas e às instituições financeiras especiais de crédito, e de garantias no caso dos EUA.

O **Japão** e a **Coréia**, que empreenderam agressivas políticas de direcionamento do crédito entre 1950 e 1980, tiveram de implementar profundas reestruturações em seus sistemas financeiros após as crises nos anos 1990, o que parece encaminhá-los para sistemas mais próximos dos EUA e da Alemanha. O Japão tem como meta eliminar todas as suas instituições financeiras públicas até o ano de 2017 e as coreanas atuam cada vez mais como bancos universais.

Para compreender o papel ainda desempenhado pelos bancos de desenvolvimento, fez-se necessário entender minimamente às especificidades das estruturas dos sistemas financeiros nas quais estavam inseridos. Em todos os casos, efetuou-se uma tentativa de partir das transformações na estrutura – na composição do sistema financeiro – e apreender a atuação das instituições financeiras especializadas.

Nos **Estados Unidos**, mesmo no amplo e profundo mercado financeiro americano, persistiram inúmeras agências de fomento, sobretudo, mediante um sistema público de suporte ao comércio exterior (Eximbank), a setores com maior dificuldade de levantar recursos no mercado privado (agricultura, pequena e média empresa,

educação, habitação residencial etc.) e garantia aos empréstimos em âmbito federal (habitação, agricultura). Essas instituições financiam suas operações emitindo obrigações com ou sem garantia do governo, obtendo empréstimos diretos junto ao Tesouro e com os recursos orçamentários destinados pelo Congresso.

Os programas de empréstimos e garantias diretas do Tesouro (*US Federal Loan Programs*) são estimados em US\$ 1,34 trilhão em 2005 (sendo US\$ 247 em crédito diretos do governo federal e US\$ 1,09 trilhão em garantias a empréstimos), o equivalente a 6,9% do estoque do crédito. Entre os empréstimos diretos predominam as operações para os negócios e o desenvolvimento rural. Entre as garantias efetuadas, destacam as residenciais. Se forem incluídas as operações das *Government-Sponsored Enterprises* (GSE), que fornecem suportes indiretos, incluindo a compra de hipotecas do setor privado, atingem 20,7%.

No **Japão**, a ascensão do primeiro-ministro de ideologia liberal desencadeou uma revisão do papel desempenhado pelas instituições financeiras públicas, mediante a privatização do *Japan Postal*, que inclui o sistema de poupança postal e da companhia de seguro de vida postal, a maior instituição financeira do mundo, do Development Bank of Japan e do Shoko Chukin Bank, que era banco central para cooperativas comerciais e industriais. Houve o fechamento da Japan Finance Corporation for Municipal Enterprises (JFCME) e a limitação das atividades da Japan Housing Loan Corporation à securitização dos empréstimos imobiliários originados pelo setor privado.

Planejava-se ainda integrar as quatro instituições restantes – *Japan Finance Corp. for Small and Medium Enterprises (JASME)*, *National Life Finance Corp. (NLFC)*, *Agriculture, Forestry and Fisheries Finance Corp. (AFC)*, *Okinawa Development Finance Corp. (ODFC)* – com as operações financeiras internacionais na *Japan Bank for International Cooperation*, formando uma nova instituição *Japan International Cooperation Agency*.

Todos os recursos depositados no Sistema Postal (poupança e seguro de vida postal) e no sistema de pensão público eram canalizados para o *Trust Fund Bureau*, administrado pelo Ministério das Finanças. Esses recursos eram repassados para o *Fiscal Investment and Loan Program (FILP)* e investido nas diferentes agências do setor público, tais como *Japan Highway Public Corporation* e instituições financeiras públicas como *Development Bank of Japan*, *Japan Bank for International Cooperation* e outras companhias financeiras governamentais.

Em abril de 2001, o *Trust Fund Bureau* foi abolido e criada a *Postal Services Agency*, gerida pelos Ministérios da Administração Pública, Negócios Habitacionais, e Correios e Telecomunicações. Essa agência passou a administrar de forma independente a aplicação dos recursos postais e do sistema de pensão, que podem ser investidos no mercado de capitais e nas instituições financeiras públicas.

Assim, a obrigatoriedade do Sistema Postal (*Japan Postal*) e dos fundos de pensão transferir seus recursos para um fundo público, que eram repassados ao FILP, e funcionava como principal *funding* de recursos para as instituições financeiras públicas, foi abolida. A captação do FILP passou a ser realizada por meio da emissão de dois tipos de bônus: os *bônus FILP agency*, sem garantias governamentais e os *bônus FILP*, com garantias.

Os *bônus FILP agency*, sem garantias governamentais, são emitidos pelas diferentes agências do setor público e dependem da avaliação da rentabilidade dos projetos e da capacidade de pagamento de cada agência. Procura-se, então, introduzir princípios de mercado na captação e no monitoramento dos recursos das agências. Evidentemente, o Sistema Postal e de pensões podem adquirir esses bônus.

Por sua vez, os *bônus FILP*, com garantias governamentais, são emitidos para fins específicos do governo central, não necessariamente atendendo a critérios de rentabilidade e eficiência. Esses bônus FILP são agrupados em uma “nova conta especial” (*New special account*), que os repassam para as agências, de acordo com os projetos de interesses governamentais.

Assim, os recursos continuam passando pelo *Fiscal Investment and Loan Program*, mesmo não sendo compulsório. Tornou-se necessária a emissão de bônus – os *FILP agency*, emitidos por cada agência, dependendo da avaliação do mercado financeiro e os *FILP bonds* utilizados apenas em programas específicos –, sendo os projetos executados pelas diferentes agências e instituições financeiras públicas.

Sem grandes alterações, o sistema financeiro universal persiste na **Alemanha** contemporânea. Em 2005, os bancos comerciais detinham 22% dos ativos financeiros alemães, sob a liderança dos *big banks*, 13,9%. O conjunto dos bancos públicos tem o maior *market share* do sistema financeiro alemão em termos de ativos. As caixas econômicas (*saving banks*) e os *Landesbanks* controlam 27%; o sistema de cooperativas, 9,2%. Se forem incluídos os bancos públicos com propósitos específicos (*special purpose banks*), os bancos hipotecários (*mortgage banks*) e as companhias hipotecárias (*building and loan associations*) públicas, cerca de 40% do mercado financeiro alemão persistem sob o controle do Estado.

Entretanto, o *Postbank*, as caixas econômicas e os *Landesbanks* atuam crescentemente como bancos universais, em grande parte de forma equivalente aos bancos privados. Todavia, mantêm empréstimos para pequenas e médias empresas, habitação, proteção ambiental, desenvolvimento tecnológico, projetos regionais e de educação.

As instituições de fomento puras ficam restritas ao KfW, o DtA (*Deutsche Ausgleichsbank*) – que fundiram em outubro de 2002 – e os bancos estaduais com propósitos específicos. Somando seus ativos e levando-se em conta os bancos parcialmente engajados em financiamento público (partes dos *Landesbanks*, dos bancos hipotecários regidos por legislação pública e outros bancos especiais), a participação do financiamento de fomento supera 5% do ativo total do sistema financeiro alemão. Porém, devido à prática de concessão de empréstimo por meio de outras instituições financeiras, esse número minimiza a importância do financiamento público na Alemanha.

O **sistema financeiro coreano** sofreu grandes transformações, após a crise de 1997. Os bancos persistiram dominantes, com os bancos especializados controlando quase 40% do volume de empréstimos. Com a falência de grande parte do sistema bancário comercial, o sistema foi amplamente internacionalizado, com repercussões em suas formas de gestão e monitoramento do risco.

Ampliou-se o financiamento para as famílias com colateral, melhor risco e menor

recolhimento de capital. Os bancos especializados foram assumindo o mesmo padrão de negócios dos bancos comerciais, consolidando um sistema de bancos universais. O mercado de capitais (ações e bônus) tomou uma dimensão que nunca existiu no processo de desenvolvimento forçado do país.

O **sistema financeiro chinês** é dominado pelos quatro bancos comerciais estatais, os doze *joint-stock commercial banks*, os *city commercial banks* e os três bancos criados para fornecer crédito a setores específicos. Os ativos do sistema bancário correspondiam a 160% do PIB no final de 2004. Os bancos realizavam a intermediação de 72% do capital na economia. Os bônus governamentais representavam 8%; as dívidas corporativas, 5% e; as ações, 15%.

Os depósitos bancários e a poupança acumulada ultrapassaram US\$ 2,6 trilhões em 2004. As famílias mantêm grande parte de seus ativos em poupança bancária e/ou *cash*. Após 1998, os imóveis apresentam participação crescente.

As empresas públicas absorvem praticamente 73% do crédito bancário: 35% destinado às empresas estatais (*State Owned Enterprises*) e; 38% às empresas coletivas, entre as quais se destacam as *Town and Village Enterprises* (TVE) ligadas às aldeias, comunidades rurais, cooperativas urbanas ou províncias costeiras. As empresas privadas e de capitais estrangeiros (joint ventures ou totalmente estrangeiras), 27% do crédito.

Assim, o setor bancário, sob a liderança dos quatro bancos comerciais estatais, com cobertura nacional, estritamente regulamentado, gerencia a massa da poupança das famílias e fornece grande parte do *funding* para as corporações públicas e privadas. Desempenha papel decisivo para a potenciação do celerado processo de acumulação de capital chinês.

A **reforma financeira indiana** tem sido caracterizada pelo pragmatismo associado a um relativo aumento da “disciplina de mercado” na gestão dos bancos. As autoridades indianas:

1. desregulamentaram os controles sobre as taxas de juros;
2. reduziram as exigências incidentes sobre os bancos de aplicar em papéis do governo;
3. modernizaram e fortaleceram os dispositivos de regulação e supervisão das práticas bancárias, seguindo as recomendações do Comitê da Basiléia;
4. encorajaram a concorrência no setor mediante a remoção de barreiras às operações de crédito de instituições não-bancárias e a concessão de licenças a bancos privados, nacionais e estrangeiros.

Essas mudanças instituições levaram ao surgimento de novos bancos comerciais privados, a fusão com bancos de desenvolvimento, a criação dos bancos universais e de novos instrumentos e fontes de captação de recursos. O governo manteve, no entanto, um conjunto de restrições às operações das instituições bancárias e não-bancárias, a fim de assegurar fluxos de recursos para os setores prioritários, para financiar o persistente e elevado déficit do setor público consolidado (central e províncias) e garantir a rolagem da dívida pública, bem como para as empresas estatais.

Por determinação do *Reserve Bank of India*, os bancos devem manter em torno de 25% dos seus ativos em bônus governamentais e direcionar 36% dos seus empréstimos para a agricultura, pequenos negócios familiares, pequena indústria e outros setores prioritários: *software*, atacadistas, educação, habitação, microcrédito, agroprocessamento. O governo determina ainda que uma proporção das agências bancárias deve ser estabelecida nas áreas rurais.

Em suma, o banco central indiano aperfeiçoou normas prudenciais, permitiu a entrada de novos bancos domésticos e estrangeiros, mas manteve a administração das taxas de juros sobre depósitos e empréstimos e o direcionamento de parte do crédito para setores prioritários, persistindo um elevado grau de “repressão financeira”. Assim, o setor público desempenha ainda um papel crucial na dinâmica do sistema financeiro indiano, seja mediante a regulação, seja mediante a atuação dos bancos públicos, que controlam grande parte dos ativos, depósitos e empréstimos.

4. Padrões de Financiamento das Empresas Não-Financeiras no Brasil

O projeto de estudos sobre as “*Perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos*”, em seu subprojeto “*Padrões de financiamento das empresas não-financeiras no Brasil*” fez uma descrição e análise quantitativa dos resultados de um levantamento sobre os dados financeiros de empresas brasileiras. O período de análise compreendeu os anos de 2003 a 2007, mas os dados retroagem a 1998 para que se tivesse uma base de referência.

O Relatório de Pesquisa, escrito por Júlio Sérgio Gomes de Almeida, está organizado em duas seções. Na primeira, sintetizam-se os aspectos metodológicos: base de dados, classificação das empresas, definição dos indicadores econômico-financeiros selecionados. Na segunda, apresenta-se uma descrição preliminar dos dados financeiros das corporações brasileiras, com destaque para os indicadores de rentabilidade, *mark-up*, despesas financeiras líquidas, endividamento, distribuição dos ativos e estrutura de capital.

O relatório consistiu em uma análise dos resultados de um levantamento sobre os dados financeiros de 172 empresas de capital aberto. O período de análise compreendeu os anos de 2003 a 2007, mas para se ter uma base de referência, foram obtidos dados também para o período 1998/2002. Foram considerados três macros setores: Indústria, Comércio e Serviços, além de agregações para subgrupos desses setores.

Uma primeira conclusão do levantamento foi que o ambiente econômico mais adverso, no primeiro período (1998-2002), deprimiu a rentabilidade das grandes empresas brasileiras. O impacto maior foi entre as empresas de Serviços. As informações também apontam que a Indústria conseguiu, neste período, preservar a sua taxa de lucratividade líquida sobre o patrimônio, embora em um nível muito mais baixo *vis-à-vis* ao período subsequente. Com taxas mais baixas, o mesmo se aplica ao Comércio que obteve taxa de rentabilidade sobre o patrimônio líquido também superior no segundo período.

Um fator decisivo para o forte aumento da *geração de lucros* da grande corporação no período mais recente (2003-2007) foi a *elevação do mark-up*, ou margem bruta de lucro, dadas as condições muito favoráveis para as empresas, em face da desvalorização do real em 2002, da valorização dos preços de *commodities* nos mercados internacionais e do crescente dinamismo do mercado interno consumidor. Também foi relevante a *queda das despesas financeiras líquidas*, em grande parte porque as empresas, obtendo maiores lucros, puderam reduzir seus níveis de endividamento sobre o capital próprio.

A *redução das despesas financeiras líquidas como proporção da receita líquida* constatada no levantamento colocou-se, simultaneamente, como causa e consequência do aumento dos lucros empresariais. Se maiores lucros permitiram que as empresas reduzissem seu endividamento líquido e, por conseguinte, tivessem menores custos financeiros, as mais baixas despesas financeiras contribuíram para ampliar adicionalmente os lucros, ensejando novas reduções no endividamento e assim por diante. Entre 2003 e 2007, comparativamente ao período anterior, as taxas de juros da economia brasileira, embora ainda mantidas em patamares muito elevados, foram menores, o que também contribuiu para a redução das despesas financeiras.

As empresas da **Indústria** lideraram a melhora das condições de geração de lucro. Dentro da indústria, destacaram-se, especialmente, as empresas dos setores classificados no subconjunto Meio de Produção que são na sua maioria intensivos em capital e exportadores de *commodities*, tais como papel e celulose, produtos químicos, siderurgia, mineração e petróleo, ou são produtores de bens de capital e material de transporte (autopeças, carrocerias, aviões etc.). Eles usufruíram tanto dos ganhos nos termos de troca da economia brasileira e do aumento dos preços das *commodities* obtidos no segundo período, como da elevação do ritmo de atividade doméstica e dos investimentos produtivos realizados na economia.

Quanto aos demais grupos de empresas industriais – bens de consumo e construção e material de construção – estes não obtiveram o mesmo desempenho. No caso das indústrias voltadas para o consumo (setores de alimentos, bebidas, vestuário, têxteis, calçados e utilidades domésticas), a taxa de rentabilidade sobre o patrimônio líquido caiu na média do período 2003-2007 frente ao período anterior. A concorrência de produtos importados pode ter sido um fator destacado para o resultado. Para as empresas de construção e material de construção, que seguiram praticamente a mesma tendência das empresas voltadas para os bens de consumo, um maior dinamismo somente teria lugar ao fim do último período considerado.

No setor de **Serviços** a evolução do primeiro para o segundo período foi positiva, como no caso da Indústria, todavia um pouco inferior devido às maiores despesas financeiras líquidas desse setor. No indicador de lucro líquido sobre o patrimônio líquido destacou-se o melhor desempenho das empresas de serviços sem energia elétrica, mas as empresas de energia também acusaram melhora. Progresso ainda mais acentuado ocorreu nas empresas classificadas no segmento de infraestrutura.

Por características próprias – margem de comercialização mais baixa em relação a padrões de retorno da Indústria e de Serviços – o **Comércio** apresentou de modo geral taxas de rentabilidade inferiores, mas conservou o mesmo padrão de aumento da rentabilidade entre os dois períodos observado nos demais macros setores.

Quanto ao **endividamento**, um resumo das tendências reveladas pela pesquisa destaca que no Comércio a aceleração de sua atividade no período 2003-2007 representou um aumento dos indicadores de dívida, em particular, quanto aos compromissos de curto prazo. No caso de Serviços, as empresas aproveitaram as condições favoráveis para iniciar um processo de redução do endividamento que, no entanto, caminhou mais vagarosamente na comparação com as empresas da Indústria. Nesse caso, as companhias, favorecidas por condições internas muito positivas de geração de lucro e por um quadro econômico e financeiro interno e externo favoráveis, adotaram como uma estratégia básica *a redução do endividamento e o aumento de seu prazo médio*.

As grandes corporações, sobretudo as industriais, tiveram oportunidade de promover a redução do endividamento também porque *somente mais para o fim do segundo período a realização de novos investimentos produtivos ganharia maior relevância nas decisões empresariais*. No ciclo de crescimento do período 2003/2007, o atendimento da demanda se deu, principalmente pela ocupação de capacidade ociosa disponível e por investimentos complementares de adequação e maximização das unidades existentes.

Programas de internacionalização e de implantações de novas plantas para ampliação de capacidade produtiva à frente da demanda chegariam às agendas das grandes empresas brasileiras, somente a partir de 2007. O desendividamento pode ser considerado como um pré-requisito para que as empresas viessem, caso se concretizasse o *boom* de investimentos, ampliar sua capacidade de mobilização de recursos por meio do mercado de capitais ou pela via da contratação de novos financiamentos internos ou externos. Como se sabe, o *boom* de investimentos que se desenhava para a indústria foi abortado pela crise financeira e econômica internacional, em 2008, mas não teria sido interrompido por debilidade financeira ou de financiamento da grande empresa brasileira.

Segundo a pesquisa constatou, mudanças importantes foram processadas pelas empresas em suas operações ativas entre os períodos 1998-2002 e 2003-2007. Essas alterações envolveram ampliação das inversões de longo prazo em aumentos do imobilizado (ativos fixos) e do investimento (participações em outras empresas) no caso das grandes companhias industriais. Nas empresas de Serviços, houve um grande acréscimo das aplicações financeiras como contrapartida de redução significativa do imobilizado o que sinalizou a paralisação dos investimentos deste setor no período recente. Entre as corporações de Comércio, a evolução do ativo circulante foi a mudança de maior relevância. Como convém sublinhar, a operação deste setor depende menos da formação de ativos fixos e muito mais da variação de ativos circulantes, sobretudo em momentos de expansão do nível de atividade.

Uma análise mais detalhada dos subsetores da Indústria permite constatar que *as empresas Petrobras e Vale foram as maiores responsáveis pelo maior ímpeto de inversões produtivas registrado pela Indústria no segundo período*. Sem considerar essas empresas, persiste a indicação de que as grandes corporações industriais no período recente intensificaram *investimentos em participações ou compras de outras empresas* em um processo que coincidiu com uma maior internacionalização de vários grupos nacionais.

As grandes empresas da Indústria também mantiveram em crescimento as aplicações financeiras e os ativos circulantes, refletindo que uma parcela da maior capacidade

geradora de lucros e liquidez da grande corporação industrial, além de reduzir endividamento, serviu ao aumento de aplicações financeiras e ao giro de negócios que se elevava em função do maior crescimento da produção e das vendas. Reservas financeiras e capital de giro, além de “investimentos” foram, portanto, as modalidades de aplicação em ativos que ganharam importância no último ciclo entre as grandes empresas industriais exceto as gigantes Petrobras e Vale.

Portanto, o ajuste efetuado pelas empresas não só da Indústria como também do setor Serviços nos anos de maior dinamismo econômico (2003-2007), no sentido de não aumentar em demasia a exposição da sua estrutura passiva aos riscos de um processo de endividamento crescente, implicou em que, *mesmo em momentos de expectativas positivas e menor grau de incerteza, as decisões empresariais não foram ousadas em termos de ampliação de inversões produtivas*. É claro que outros fatores concorreram para a relativa cautela com que as empresas decidiram seus investimentos, como o nível, apesar de cadente, ainda elevado da taxa de juros básica definida pelo Banco Central, a excessiva apreciação da moeda nacional que, no caso de empresas industriais, subtraiu competitividade das exportações e ampliou a concorrência das importações no mercado doméstico.

Por isso, *a opção predominante entre as empresas foi manter em patamares elevados as aplicações financeiras e reduzir o grau de endividamento, especialmente o de curto prazo, usando sua maior capacidade de aumentar margens de lucro para gerar recursos internamente*. Com isso, conseguiram autofinanciar os investimentos necessários à manutenção da participação no mercado, com parcela relativamente menor sendo obtida por meio de dívidas. Utilizaram-se ainda do mercado de capitais doméstico em expansão no segundo período da análise, como no caso destacado das empresas de construção e de material de construção.

Havia sinais de que no final desse período, em 2007, sobretudo, estava se iniciando, entre as empresas industriais lideradas pela Petrobras e Vale, um ciclo mais ousado de inversões em nova capacidade de produção e na formação de posições mais agressivas em mercados externos, mediante a aquisição de empresas fora do país. Mas isso não foi a tônica da média das grandes empresas brasileiras de capital aberto no período como um todo.

5. Mercado de Crédito Bancário Corporativo

O relatório do subprojeto *Mercado de Crédito Bancário Corporativo*, escrito por Daniela Magalhães Prates, Maria Cristina Penido de Freitas e André Martins Biancareli, teve como principal objetivo apresentar um panorama da evolução desse mercado de 2003 a 2008, destacando seus condicionantes e características. Este relatório também apresentou o referencial teórico que guiou o estudo, bem como as tendências gerais do crédito em cada um dos setores selecionados: indústria, comércio, infraestrutura, imobiliário e rural.

A opção metodológica adotada – o foco na divisão setorial dos empréstimos, ou seja, no crédito corporativo por setor de atividade – tem o mérito de ser inédita nos estudos brasileiros sobre o mercado de crédito bancário, mas, em contrapartida, implicou em algumas dificuldades em relação às fontes de informações quantitativas. Apesar de fornecer estatísticas fundamentais para o desenvolvimento da pesquisa proposta, a principal base de dados disponível – as séries temporais das operações de crédito do Banco Central do Brasil (BCB) – apresenta limitações associadas ao cruzamento insuficiente das diversas séries disponíveis sobre o estoque de crédito tais como origem de recursos, destinos, setores de atividade e modalidades de recursos.

Nas estatísticas disponibilizadas ao público, os dados das operações de crédito para cada setor de atividade incluem os dois tipos de recursos (livres e direcionados) e não há a separação das diferentes modalidades de crédito entre capital de giro, conta garantida etc. Especificamente, no caso do setor rural, as informações disponíveis apresentam uma limitação adicional, qual seja, não discriminar a natureza do tomador de crédito. Em relação a outros setores de interesse desta investigação – imobiliário e infraestrutura, por exemplo – nenhum tipo de corte setorial é possível de ser feito.

Assim, neste Relatório da Pesquisa, além dessa base de dados, também foram utilizadas as informações quantitativas disponíveis no Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), nos relatórios do Banco do Brasil e outras fontes secundárias. Em outro relatório parcial, com o intuito de identificar as principais características dos cinco segmentos do mercado de crédito corporativo e os principais concorrentes atuais e potenciais dos três principais bancos públicos (BNDES, CEF e BB), seriam cruzadas as informações das diferentes modalidades de crédito com aquelas dos principais *players* em cada segmento.

A pesquisa considerou, igualmente, as estratégias das principais instituições atuantes em cada segmento, com destaque para a atuação do BNDES no crédito industrial, à infraestrutura e aos setores de comércio e serviços; da CEF no crédito imobiliário e à infraestrutura (Fundo de Investimento em Infraestrutura do PAC); do BB no crédito rural. Em relação às informações qualitativas, foram utilizadas as notas explicativas dos balanços semestrais e anuais de uma amostra de bancos e, principalmente, entrevistas junto às instituições públicas e privadas que operavam nos cinco segmentos do mercado de crédito corporativo.

Os argumentos e informações foram organizados da seguinte forma. O primeiro capítulo apresentou o referencial teórico da análise do mercado de crédito corporativo no Brasil no ciclo de crédito entre 2003 e 2008. Com esse intuito foram resgatados alguns conceitos essenciais para a compreensão das relações financeiras em uma economia capitalista, fundada na moeda de crédito. O segundo capítulo traçou um panorama geral desse ciclo, procurando identificar suas principais características e os condicionantes macroeconômicos (externos e internos), estruturais e regulatórios das fases ascendente e descendente, examinar o desempenho do crédito com recursos livres, com ênfase no segmento de pessoas jurídicas, bem como do crédito com recursos direcionados. O terceiro capítulo dedicou-se à análise dos principais determinantes e características da evolução do crédito corporativo no período 2003-2008 nos setores selecionados: indústria, comércio e serviços, infraestrutura, imobiliário e rural. Para subsidiar a análise, em cada seção apresentou-se, inicialmente, um breve panorama da situação do seu respectivo setor nesse período. Seguiram-se um sumário e as principais conclusões do relatório. A justificativa das

opções metodológicas, informações complementares aos capítulos e as bases de dados utilizadas para a elaboração dos gráficos foram apresentadas em quatro anexos ao final.

Este relatório parcial realizou uma análise do ciclo de crédito de 2003 a 2008, nas fases ascendente e descendente, destacando seus principais condicionantes e características, nos segmentos de recursos livres (com ênfase no segmento de pessoas jurídicas) e direcionados, bem como as tendências gerais do crédito nos cinco setores corporativos selecionados: indústria, comércio e serviços, infraestrutura, imobiliário e rural. A seguir, são sintetizadas as principais conclusões da análise.

No que se refere ao **ciclo de crédito**, as principais conclusões foram as seguintes.

A interação entre as transformações do sistema bancário brasileiro após a adoção do Plano Real e a dinâmica concorrencial das instituições bancárias teve como principais desdobramentos o aumento da solidez deste sistema e o avanço do seu grau de sofisticação. Contudo, até 2002, com exceção de um curto período de expansão do crédito após o Plano Real, os bancos privados não modificaram sua forma de atuação em relação ao padrão dos anos de alta inflação, mantendo a preferência pelas aplicações em títulos públicos. A partir de maio de 2003, contudo, essas instituições iniciaram um movimento de alteração de seus portfólios de ativos, expandindo a concessão de crédito para o setor privado, o que resultou no aumento da relação crédito/PIB de 21,8% no início de 2003 para o recorde histórico de 41,1% (de 40,2% no caso do crédito ao setor privado) em dezembro de 2008, embora sejam ainda patamares reduzidos relativamente aos observados nos países desenvolvidos e em vários países em desenvolvimento.

O pano de fundo mais geral deste movimento foi a progressiva melhora no ambiente macroeconômico doméstico, associada, por sua vez, aos determinantes de ordem externa, especialmente a emergência de uma nova fase de abundância de fluxos de capitais para os países emergentes e de baixa aversão aos riscos, que resultou em tendência ininterrupta de apreciação da moeda nacional de 2003 até agosto de 2008. Para uma economia como a brasileira, submetida historicamente a constrangimentos externos e ao risco de crises cambiais, a trajetória da taxa de câmbio revelou-se fundamental para a configuração de um ambiente mais propício à expansão das operações financeiras como custo em si (de eventuais captações externas), mas também por conta de suas ligações com outras variáveis, notadamente juros e inflação.

Nesse contexto, os bancos redefiniram suas estratégias operacionais e identificaram na ampliação dos empréstimos às famílias um enorme potencial de ganho, diante das expectativas otimistas quanto à recuperação do emprego e da renda sob o governo Lula. Assim, a fase ascendente do ciclo de crédito emergiu em maio de 2003, considerando-se o indicador crédito/PIB, antes da introdução do crédito consignado – inovação financeira que terá papel fundamental na evolução desses empréstimos a partir de 2004 – e do início da trajetória de elevação da massa de rendimentos, e se prolongou até agosto de 2008.

A preferência em relação aos empréstimos às pessoas físicas, que persistiu até o início de 2008, decorreu de algumas especificidades dessa modalidade de crédito: a avaliação da capacidade de pagamento do tomador era mais fácil do que no caso

crédito empresarial e as taxas de juros praticadas eram superiores, tornando-as operações mais rentáveis. Somente a partir do primeiro trimestre de 2008, a taxa de crescimento do crédito total aos setores empresariais se acelerou e ultrapassou o ritmo de expansão do crédito às famílias, em contexto de dinamização dos investimentos e do mercado interno.

No que se refere à origem dos recursos, o segmento de recursos livres liderou a expansão dos empréstimos, a partir, sobretudo, de fontes internas, crescendo a taxas muito superiores ao segmento de recursos direcionados. No segmento de recursos livres, é possível identificar dois períodos na fase de alta: de maio de 2003 a fevereiro de 2008, quando as operações com pessoas físicas foram mais dinâmicas; de março a agosto de 2008, quando os empréstimos às pessoas jurídicas assumiram a liderança em termos de taxas de crescimento. Essa fase também se caracterizou pela melhora progressiva das condições dos empréstimos nos dois segmentos com redução dos juros, aumento dos prazos e inadimplência bem comportada. Todavia, o segundo período da fase ascendente já ocorreu em um ambiente marcado por uma deterioração do ambiente macroeconômico interno e externo.

A única variável que manteve e mesmo aprofundou sua trajetória precedente de queda nesse período foi a taxa nominal de câmbio e suas respectivas expectativas. Neste momento, começou a se disseminar uma inovação financeira – introduzida no país pelos bancos estrangeiros em 2007 e, rapidamente, mimetizados pelos bancos privados nacionais –, os contratos de financiamento vinculados a operações com derivativos de câmbio, que garantiam uma redução do custo do crédito enquanto a trajetória do real era de apreciação. Esse mecanismo de altíssimo risco parece ter contribuído para perpetuar a escalada da relação crédito/PIB nos oito primeiros meses de 2008 ao reduzir o custo do crédito em contexto de elevação da taxa de juros básica e de retração de fontes alternativas de financiamento com recursos externos e mercado de capitais doméstico, desempenhando uma das funções típicas das inovações financeiras, segundo a teoria de autoria de Minsky. Simultaneamente, a maior demanda por recursos no mercado de crédito doméstico, ao pressionar os custos de captação dos bancos via Certificados de Depósito Bancário (CDBs), induziram a proliferação dos CDBs resgatáveis, portanto, com liquidez diária.

Este contexto também levou várias empresas brasileiras, sobretudo exportadoras, a firmarem complexos contratos de derivativos de balcão pelos quais assumiam uma posição vendida em dólar, que realizava lucros com a apreciação do real. Esses contratos também foram introduzidos no Brasil pelas filiais dos bancos estrangeiros e proporcionavam às empresas não somente *hedge* de suas receitas em moedas estrangeira, no caso das exportadoras, mas também elevados ganhos especulativos enquanto a trajetória do real era de apreciação. O valor do contrato superava essas receitas, na maioria dos casos, os quais, por sua vez, atuavam como amortecedores da perda de competitividade das exportações associada a esta trajetória.

Assim, movidos pela dinâmica da concorrência bancária, os bancos introduziram inovações financeiras, associados tanto à administração dos passivos, como à gestão dos ativos. O potencial desestabilizador dessas estratégias de alto risco explicitou-se com o aprofundamento da crise financeira internacional a partir de setembro de 2008. A assunção excessiva de riscos característica das fases de auge dos ciclos de crédito resultou em posições financeiras mais frágeis e potencializou o efeito-contágio do aprofundamento da crise internacional sobre o mercado de crédito brasileiro a partir

de 15 de setembro de 2008, data da quebra do banco norte-americano *Lehman Brothers*.

Assim como a assunção excessiva de risco pelos bancos na fase de auge, o excesso de prudência na fase de reversão é característica intrínseca da atividade bancária. No caso da economia brasileira, a retração na concessão de crédito por parte dos bancos privados é um fenômeno recorrente em momentos de instabilidade cambial. Seu conservadorismo, nas fases de baixa do ciclo, é exacerbado pelo prazo relativamente curto do crédito e pela existência de títulos públicos líquidos e rentáveis e de baixo risco, que permitem uma rápida recomposição de suas carteiras. Mas, esses fatores, por si só, não são suficientes para explicar a forte contração do crédito no último trimestre de 2008, cuja intensidade inédita decorreu da crise de confiança gerada pelos prejuízos das empresas nos contratos de derivativos cambiais e transparece na forte desaceleração do crédito no segmento de recursos livres a partir de outubro, o ponto de partida da fase descendente do ciclo. Setembro de 2008 pode ser considerado um mês de transição, quando eclodiu essa crise.

A contração do crédito, contudo, não transpareceu na evolução do crédito total e ao setor privado, que manteve sua trajetória de crescimento até dezembro do mesmo ano, devido à inércia que caracterizava este tipo de dado, mas também por três fatores adicionais. Em primeiro lugar, o efeito da depreciação do real sobre o estoque das modalidades de crédito com *funding* externo. Em segundo lugar, vários bancos concederam novos empréstimos para que seus clientes pagassem esses prejuízos nos contratos de derivativos cambiais. O terceiro (e principal) fator adicional consistiu no comportamento anticíclico dos empréstimos com recursos direcionados.

O ritmo de expansão desses empréstimos elevou-se de forma praticamente contínua, desde 2007, impulsionado pelo maior dinamismo dos investimentos, e consequente demanda sobre os recursos do BNDES, e pelo boom da construção civil com impacto sobre o crédito imobiliário concedido com recursos da poupança. O impulso observado a partir de setembro de 2008 refletiu, principalmente, esse comportamento, ancorado nos financiamentos à habitação e nos empréstimos do BNDES.

Os principais responsáveis pelo avanço das operações no segmento de crédito direcionado foram os bancos públicos (BNDES, Caixa Econômica Federal – CEF e Banco do Brasil – BB), que atuaram de forma anticíclica para atenuar os efeitos adversos do *credit crunch* no mercado doméstico, seja expandindo o crédito direcionado, seja adquirindo carteiras de crédito dos bancos privados, no caso da CEF e do BB, seja atendendo a demanda de recursos da Petrobrás, suprida, principalmente, pela CEF.

O caráter anticíclico do crédito dirigido no Brasil teve duas dimensões complementares, correspondentes aos dois principais tipos de instrumentos deste segmento. De um lado, as exigibilidades sobre os depósitos – que se traduziam em recursos, obrigatoriamente, destinados ao crédito rural, habitacional e microcrédito – produziam certa “inércia” em parte deste segmento, funcionando como uma espécie de estabilizador automático. Em relação a essa parcela dos passivos, os bancos privados e públicos, atuando enquanto bancos comerciais, desmentiam a abstração teórica pós-keynesiana de haver preferência bancária pela liquidez. De outro lado, a política anticíclica propriamente dita era exercida por meio dos grandes bancos públicos: BNDES voltado ao crédito de longo prazo, Caixa Econômica Federal

focada na habitação e, em menor medida, Banco do Brasil respondendo por grande parte do crédito rural.

Em relação à **evolução do crédito corporativo nos setores selecionados**, as principais conclusões foram as seguintes.

O crédito total do setor corporativo cresceu em média 12,6% em termos reais no período 2003-2008, taxa inferior às registradas para as pessoas físicas (18,41%) e para o crédito total ao setor privado (14,70%). No âmbito dos setores corporativos, o maior ritmo de expansão foi registrado nos “Outros serviços” (14,74%), seguido dos setores de comércio e rural (ambos com 13,86%) e pela indústria (10,36%).

Apesar do seu desempenho médio inferior, a indústria continuou absorvendo a maior parcela do crédito ao setor corporativo. Sua participação no total recuou ligeiramente, de 44% em janeiro de 2003 para 40% em dezembro de 2008, mas permaneceu a mais elevada entre os setores empresariais; em segundo lugar, encontra-se o setor de outros serviços, cuja participação elevou-se 5,2 p.p, de 24,2% para 29,4%; em terceiro lugar, o setor de comércio, cuja participação aumentou 1,4 p.p, de 14% para 15,4%; e, em último lugar, o setor rural, cuja importância relativa manteve-se praticamente estável se considerarmos as posições extremas (12,7% para 13,1%). Todavia, ao longo do período, principalmente de meados de 2003 a meados de 2007, a participação do crédito rural no total elevou-se, e inclusive superou em alguns meses aquela do comércio, iniciando em seguida uma trajetória descendente.

Em relação ao PIB, as posições dos setores empresariais no *ranking* foi a mesma: a indústria foi o setor líder, sendo que sua participação relativa elevou-se de 6,6% em janeiro de 2003 para 9,9% em dezembro de 2008, uma alta de 3,3 p.p, inferior, somente, à registrada no crédito ao setor de outros serviços (de + 3,9 p.p, resultante do aumento de 3,5% PIB para 7,4% do PIB), que ocupou a segunda posição, seguido pelo comércio (2,3% em janeiro de 2003 para 4,2% em dezembro de 2008, uma alta de 1,9 p.p) e pelo setor rural (1,4% para 2,2%, um aumento de 2,2 p.p, superior ao registrado pelo comércio).

Assim, embora os setores de comércio e outros serviços respondessem por mais de 65% do valor adicionado na economia brasileira, essas atividades não tinham participação proporcional no crédito ao setor privado corporativo, o que podia ser expressão de uma menor necessidade de financiamento desses setores, que se caracterizavam pela maior intensidade de trabalho do que de capital físico, relativamente à indústria.

Além da heterogeneidade dos ritmos médios de expansão e das participações relativas, a evolução do crédito nos setores corporativos selecionados ao longo do período analisado também se diferenciou em relação ao momento de início da fase expansiva, à composição dos empréstimos por propriedade de capital, à origem de recursos (livres ou direcionados) e à participação nas operações de crédito dos três principais bancos públicos (BNDES, CEF e BB).

Como características comum aos setores corporativos contemplados pelos dados do Banco Central do Brasil (indústria, comércio, outros serviços e rural), destacou-se *a excelente qualidade (ou baixo nível de risco) dos empréstimos totais*, concedidos a partir de recursos livres e direcionados.

No **caso da indústria**, o crédito somente ganhou impulso, passando a registrar taxas reais de expansão positivas e crescentes, a partir de janeiro de 2006, ou seja, com um atraso em relação ao crédito corporativo total e às operações com os setores de comércio e outros serviços, que tiveram um primeiro período de dinamismo em 2004. Os bancos privados nacionais saíram na frente na expansão do crédito para esse setor e, considerando o período como um todo, essas instituições também foram líderes da expansão, seguidas pelos bancos públicos e pelos bancos estrangeiros. Com isso, em dezembro de 2008, o estoque de empréstimos ao setor concedido pelas instituições privadas nacionais superou aquele concedido pelas instituições públicas (41,7% do total e 40,9% do total). No início do ciclo, essas participações eram de 33,6% e 42,7%, respectivamente.

A participação do crédito à indústria no total do crédito corporativo concedido pelas instituições privadas nacionais também era superior em dezembro de 2008 aos percentuais observados nos bancos públicos e estrangeiros (41,8%, 40% e 34,9%, respectivamente). Em relação aos bancos públicos, a indústria geral e, especialmente, a de Transformação, foi o setor corporativo que mais absorveu recursos do BNDES em todos os seis anos considerados. Todavia, sua participação no total dos desembolsos do banco recuou ligeiramente, se compararmos os pontos extremos (de 48,1% em janeiro de 2003 para 43% em dezembro de 2008). Todavia, a demanda de recursos pela indústria que não foi suprida pelo BNDES, apesar de ter se reduzido na comparação com 2004, manteve-se em patamar elevado (em torno de 70%), como revelou o indicador elaborado de “demanda não-atendida”: razão entre o volume de consultas e o volume de desembolsos acumulados no ano.

Em relação especificamente ao crédito às exportações industriais, que abrangiam programas públicos e linhas privadas de crédito à exportação, seu volume cresceu bastante entre 2003 e 2008, movimento que pode ser explicado pelo desempenho do setor exportador, assim como pelos condicionantes gerais do ciclo de crédito. A principal fonte doméstica de financiamento foi um instrumento privado, os Adiantamentos de Contratos de Câmbio (ACCs), seguidos pelo BNDES-EXIM e pelo Proex. O Pré-Pagamento às exportações também teve uma contribuição relevante, mas não constituiu um mecanismo de crédito doméstico.

O efeito contágio da crise internacional atingiu, fortemente, o financiamento às exportações. Essa tendência explicou-se pelas trajetórias inversas das variáveis que condicionaram a fase de expansão, ou seja, desvalorização cambial e aumento do custo de captação externa, do risco-país e da aversão ao risco dos investidores externos.

No que se refere ao **crédito ao comércio**, a exemplo dos demais segmentos do crédito corporativo, o estoque das operações começou a registrar taxas positivas de crescimento real (frente igual mês do ano anterior) a partir de janeiro de 2004. Sob o prisma do tipo de instituição financeira por propriedade de capital, observou-se que as instituições privadas, nacionais e estrangeiras, concederam mais crédito às empresas comerciais do que as instituições públicas como proporção do crédito total ao setor privado corporativo. Dentre as instituições privadas, as instituições estrangeiras apresentaram um percentual mais elevado de exposição ao comércio. Todavia, as instituições públicas saíram na frente na ampliação do crédito para esse setor, em janeiro de 2004, enquanto as instituições privadas nacionais só começaram a reagir em fevereiro e as estrangeiras em abril. Na média do período, as operações dessas

instituições também foram mais dinâmicas em relação às aquelas das instituições privadas nacionais, que por sua vez, cresceram em ritmo superior às operações das instituições estrangeiras (18,2%, 17,6% e 13,3%, respectivamente).

Considerando o total do crédito ao comércio, ao longo de todo o período analisado, as instituições privadas nacionais mantiveram a maior participação no total, seguidas pelas privadas estrangeiras e pelas instituições públicas (percentuais de 47,3%, 27,8% e 24,9%, respectivamente, em dezembro de 2008). Já a análise dos dados dos desembolsos do BNDES ao setor de comércio sugeriu que as operações com recursos livres foram a principal fonte de financiamento bancário para as empresas desse setor no período, pois, apenas uma fração ínfima dos desembolsos dessa instituição de fomento foi destinada ao comércio nesse período. Somente em 2003 a demanda não-atendida foi pequena (10%), sendo que nos demais anos do período em foco, esse indicador ficou em patamares mais elevados, com destaque para 2006 quando atingiu 120%.

No **caso do setor de serviços**, o estoque das operações de crédito só passou a registrar taxas positivas a partir de março de 2004, *pari passu* ao setor industrial, mas depois do setor rural, cuja expansão foi iniciada em janeiro de 2003, e do comércio. Pela ótica da natureza do controle de capital das instituições financeiras, as instituições privadas em conjunto concederam mais crédito às empresas do setor de serviços do que as instituições públicas como proporção do crédito total ao setor privado corporativo no período 2003-2008. Em termos individuais, as instituições públicas e as instituições privadas estrangeiras apresentam um percentual apenas ligeiramente mais elevado de exposição ao setor de serviço quando comparado com as instituições privadas de capital nacional (média de 27,2% contra média de 26,9%). Em outras palavras, trata-se de uma distribuição mais homogênea do que aquela verificada no crédito aos demais setores corporativos.

À semelhança do que foi observado para o comércio, as instituições públicas saíram na frente na ampliação do crédito para o setor, elevando o estoque de crédito em termos nominais e reais já no início de 2003. Em média, a taxa real de crescimento em doze meses do crédito das instituições públicas às empresas de serviço foi de 18,6% no período como um todo, bem superior às variações registradas pelas instituições privadas nacionais (11,1%) e estrangeiras (9,7%). Com isso, as instituições públicas ampliaram sua participação nesse segmento, que passou de 37,8% em dezembro de 2003 para 41,2% em dezembro de 2008, seguidas pelas privadas nacionais (38,4%) e pelas privadas estrangeiras (20,4%). Em relação aos desembolsos do BNDES, o setor de serviço absorveu uma parcela bastante diminuta. Todavia, observou-se uma evolução favorável no quadriênio 2005-2008, que resultou no aumento da participação deste setor no total de 2,9% em 2003 para 4,4% em 2008.

O **setor de infraestrutura** é o melhor exemplo, dentre os setores estudados, da dependência dos recursos de um grande banco de desenvolvimento público, o BNDES. Mas, o crédito do BNDES para este setor iniciou sua trajetória de expansão com um nítido “atraso” – a expansão forte e sustentada só se deu em 2007 – em relação aos demais setores corporativos e ao crédito direcionado como um todo. A partir de 2007, houve uma clara mudança de direção – forte crescimento nos desembolsos e atendimento de grande parte do crescimento da demanda –, em resposta ao anúncio e ao início efetivo das obras do PAC e ao papel que nele foi atribuído ao banco de fomento. Assim, de junho a outubro desse ano, os desembolsos

do banco a esse setor ultrapassaram o total concedido para a indústria. Da mesma forma, a manutenção dos desembolsos no último trimestre de 2008 foi um claro sinal de que se tentava preservar, em meio à política creditícia anticíclica, o crédito a um setor considerado fundamental. Entretanto, nesses meses, a indústria retoma a posição de principal receptora dos recursos do BNDES.

Os outros mecanismos de mobilização de recursos do setor foram o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço, devido às operações correntes do fundo aos setores de infraestrutura urbana e saneamento e também do recém-criado FI-FGTS, e as diferentes formas de financiamento de projetos envolvendo instituições financeiras privadas. O total de recursos concedidos a este setor permaneceu, contudo, muito aquém dos montantes estimados pelo governo no PAC e das necessidades da economia brasileira nessa área.

O **setor imobiliário** também dependeu, em quase sua totalidade, do crédito com recursos direcionados, já que a utilização de recursos livres para o financiamento imobiliário ainda era incipiente no país. Neste caso, a CEF foi a instituição pública que desempenhou papel fundamental. As taxas de crescimento do crédito corporativo neste setor foram as maiores verificadas, em função do baixo patamar inicial, bem como da forte expansão da demanda. A comparação dos valores final e inicial da série chegou a resultados muito expressivos, mesmo que a comparação tenha sido feita com valores correntes: R\$ 14,5 bilhões concedidos em 2008 contra R\$ 900 milhões em 2003: uma expansão de 1454%!

No caso do BNDES, a participação relativa da construção no total dos desembolsos oscilou no período considerado, mas no geral a tendência foi de aumento, passando de 2,43% em 2003 para 4,52% em 2008, percentual, todavia, ainda bastante reduzido. O indicador de demanda não-atendida deste setor atingiu os percentuais mais elevados no âmbito dos setores corporativos considerados.

O **crédito rural**, à semelhança do segmento imobiliário, também operava majoritariamente com recursos direcionados – provenientes de fundos fiscais e exigibilidades sobre depósitos à vista –, com taxas de juros controladas pelo governo e uma maior participação das instituições financeiras públicas, principalmente do Banco do Brasil, cuja participação no total do crédito rural era de cerca de 60%. Diferentemente dos demais setores que começaram a registrar taxas positivas de crescimento real quando comparado com igual mês do ano anterior a partir de 2004, o setor rural apresentou taxas de crescimento reais positivas desde o início do ciclo.

Com relação à propriedade de capital, observou-se o predomínio das instituições públicas vis-à-vis as privadas nacionais e estrangeiras na concessão de crédito ao setor em relação ao total do crédito corporativo (médias de 24% , 11% e 13,5%, respectivamente), que refletia, sobretudo, a participação expressiva do Banco do Brasil. Contudo, vale destacar que os bancos privados, nacionais e estrangeiros, aumentaram sua participação nesse segmento nesse ciclo de crédito, financiando, sobretudo, o agronegócio. Considerando o total do crédito ao setor rural, o setor público respondia por 70,1% em dezembro de 2008, seguido pelo setor privado estrangeiro (19,4%) e pelo setor privado nacional (10,5%).

Além do Banco do Brasil, o BNDES também se destacou como fonte de recursos e administrador de programas agropecuários subvencionados do Governo Federal. Não

obstante o número elevado de programas especiais operados pelo BNDES e a ampliação dos desembolsos destinados ao setor rural, esse setor vinha perdendo participação no total de desembolsos dessa instituição, pois, após ter atingido um máximo de 17,5% em 2004, caiu para 6,2% em 2008. Mas, com exceção de 2006, nos demais anos a demanda não-atendida foi muito pequena, em flagrante contraste com o observado nos demais setores. Por ser um dos setores defendidos pelas políticas públicas, o setor rural teve sua demanda junto ao BNDES, principal instituição de fomento do país, quase sempre atendida.

6. Transformações Institucionais do Sistema Bancário e a Evolução do Crédito Bancário

Um subprojeto de Pesquisa, assinado por Maria Cristina Penido de Freitas, teve como tema **transformações institucionais do sistema bancário e a evolução do crédito bancário**. No primeiro relatório, concluído em fevereiro de 2007, examinou-se *a reestruturação financeira e patrimonial de uma amostra de 50 bancos no período 1995-2005*, em movimento que foi condicionado por um amplo conjunto de fatores de natureza macroeconômica, estrutural e regulatória.

Em segundo Relatório de Pesquisa, divulgado em agosto de 2007, foram examinados *a evolução e os determinantes do crédito bancário no Brasil no período 2001-2006*. Procurou-se explicar porque as mudanças no perfil institucional do sistema bancário não conduziram à esperada ampliação dos volumes de crédito, alongamentos de prazo e redução de custos do crédito e dos serviços bancários em um cenário de consolidação da estabilidade dos preços.

Segundo Freitas (2007), “não houve alteração significativa na preferência pela liquidez do sistema bancário brasileiro em relação ao padrão dos anos de alta inflação porque o ambiente macroeconômico permaneceu instável até 2002, em função, sobretudo, da escassez de recursos externos para os países periféricos. Nesse cenário, os títulos públicos ofereciam uma combinação de alto retorno e baixo risco extremamente vantajosa vis-à-vis quaisquer outras operações ativas do sistema bancário”.

A hipótese de interpretação sustentada nesse Relatório é que “a ampliação do crédito só teve início em 2003, quando houve a combinação de dois elementos: confirmação da garantia de que não haveria alteração na política econômica do novo governo e a menor volatilidade macroeconômica, resultado das melhores contas externas no contexto internacional favorável, tanto em termos do comércio exterior como das condições de liquidez para os países emergentes”. Com as expectativas otimistas quanto à recuperação do emprego e da renda sob o governo Lula, os bancos identificaram um amplo potencial de ganho na ampliação do crédito às pessoas físicas, cujas taxas de juros são as mais elevadas.

Com o novo ciclo de crédito, o estoque de empréstimos bancários em relação ao PIB subiu expressivamente de 21,8% em janeiro de 2003 para 30,8% em dezembro de 2006, porém ainda encontrava-se muito distante do patamar recorde alcançado em

janeiro de 1995 (36,8%). Ao mesmo tempo, os spreads bancários praticados no Brasil permaneceram em um patamar extremamente elevados mesmo em comparação com outros países latino-americanos com relações crédito/PIB mais baixas que a brasileira, embora tenham se reduzido em 2004-05.

Em contraposição à visão convencional que considerava as restrições de ordem regulatória, a assimetria de informação e o risco jurisdicional como os principais obstáculos à ampliação do crédito, ao alongamento de prazo e redução de seu custo, Freitas (2007) defendeu a ideia de que “bancos são agentes dinâmicos. Impulsionados pela lógica concorrencial, essas instituições definem suas estratégias de ação procurando conciliar rentabilidade e preferência pela liquidez em suas escolhas em relação às fontes de recursos ou de aplicações”. É uma hipótese tipicamente pós-keynesiana fundamentalista, pois enfatiza preferência bancária pela liquidez, quando bancos, na realidade, possuem preferência pela rentabilidade e aversão ao risco. Evitam, diariamente, o custo de oportunidade de liquidez sem recebimento de juro.

Assim, Freitas (2007) achava que, mesmo “sem que haja uma alteração radical no contexto macroeconômico do país dificilmente os bancos, sejam nacionais, sejam estrangeiros, assumirão uma postura mais agressiva na concessão e alongamento dos prazos do crédito bancário. Assim, enquanto não ocorrer uma forte diminuição da taxa básica de juros não haverá aprofundamento do mercado de crédito brasileiro”. A própria passagem do tempo falseou essa hipótese...

Além de uma redução expressiva na taxa Selic, Freitas (2007) defendia que seria preciso “avançar na gestão da dívida pública, cujas características institucionais do período de alta inflação, garantem às instituições financeiras um alto retorno a risco nulo em ‘um jogo *win-win*’. A presença de títulos indexados à taxa de juros básica afasta o risco inerente a qualquer transação financeira, dado que o Banco Central em momentos de estresse permite a recomposição da carteira de títulos, via os leilões de troca e os resgates antecipados, preservando os ganhos das instituições financeiras.” Estranho seria o Banco Central, cuja principal missão é oferecer salvaguardas ao mercado financeiro, evitando turbulências que possam provocar risco sistêmico, colocasse instituições financeiras “*em corner*”.

A hipótese de interpretação adotada nesse relatório também se contrapõe à visão que enfatiza a estrutura de mercado não-competitiva no sistema bancário brasileiro para explicar porque o volume de crédito bancário é baixo e de custo elevado. A noção de concorrência como processo não se opõe nem à noção de poder nem de monopólio. Em outros países, os sistemas bancários são tão ou mais concentrados que o brasileiro e nem por isso as margens operacionais líquidas dos bancos são tão elevadas.

Afirma Freitas (2007): “Não é devido a uma concorrência fraca que aqui no Brasil, os bancos não têm incentivos para reduzir os juros dos empréstimos e, assim, ampliar o seu volume. No caso do Brasil, mais do que poder de mercado, os bancos possuem poder *tout court* frente ao setor produtivo e ao setor público. O poder do sistema bancário brasileiro é tão grande que permite que ganhem sempre, como revelam seus altos lucros, tanto em conjunturas favoráveis como adversas”.

Segundo essa pesquisadora, “é a existência alternativa de aplicação em ativos negociáveis com vantajosa combinação de alta rentabilidade e baixíssimo risco que faz com os bancos não optam por ampliar a concessão de crédito nem reduzir os

spreads que praticam. Estratégia que, sem dúvida, foi estimulada pela elevação do índice de adequação de Basileia a 11% em 1997, o qual favorece as aplicações negociáveis de risco nulo como os títulos federais. Os bancos só ampliam o volume de crédito quando isto se configurar uma estratégia operacional rentável”.

Difícil dizer que “foi isso o que aconteceu em 2003 quando teve início o atual e mais prolongado ciclo de crédito desde a adoção do Plano Real, liderado pela expansão do crédito ao consumidor”. No primeiro semestre desse ano, a taxa de juros básica era 26,5% aa e a rentabilidade em Tesouraria foi extraordinária para aqueles bancos que souberam tirar proveito da desconfiança do mercado em relação ao Governo Lula. Compraram títulos de dívida pública para carregá-los, lucrativamente, com operações compromissadas. Mas isso não era incompatível com as operações de crédito dirigidas pela demanda. Quando o efeito multiplicador do crédito direcionado, concedido por vontade política, se fez valer, arrastou o crédito com recursos livres.

A agenda microeconômica executada para o crédito imobiliário, a regulamentação do crédito consignado em folha, a elevação da massa de rendimentos e a queda contínua da taxa básica de juros, desde o final do segundo trimestre de 2003, contribuíram para a expansão sustentada do crédito no período 2003-2006 em foco. Conjuntamente com os resultados com títulos e valores mobiliários e a receita de prestação de serviços, as operações de crédito viabilizaram lucros recordes sucessivos para o sistema bancário, em ambiente de concorrência acirrada para a ampliação da base de clientes.

As estratégias concorrenciais adotadas pelos bancos foram as mais variadas e incluíram:

1. a aquisição de rivais ou de carteiras de crédito direto ao consumidor de instituições menores,
2. a realização de convênios ou parcerias como os grandes redes de varejo e financeiras independentes,
3. o uso intensivo (e mesmo abusivo) de telemarketing,
4. a automatização de processos de concessão de crédito, dentre outros.

Para as instituições bancárias, o crédito pessoal é um negócio muito vantajoso. Além de ser mais fácil de ser avaliado do que o crédito empresarial, que exige maior conhecimento dos negócios, análise financeira e monitoramento das atividades das empresas, as operações de crédito pessoal são também muito rentáveis, pois as taxas de juros praticadas nesse segmento são as mais elevadas. Mesmo na modalidade de crédito consignado em folha, com risco praticamente nulo de crédito, as taxas praticadas são altas.

No período 2003-2006, puxado pela expansão do crédito às pessoas físicas, o volume de crédito com recursos livres cresceu a taxa média anual de 24,9%, enquanto o crédito com recursos direcionados registrou variação média anual de 12,9%. Essa discrepância no ritmo de expansão do crédito direcionado vis-à-vis o crédito com recursos livres se explica pelo caráter anticíclico daquele no Brasil. Por contemplar os setores rural, habitacional e de infraestrutura, o crédito direcionado não concorre com o crédito livre. Em outras palavras, sua concessão não aumenta tanto quanto o crédito com recursos livres nas etapas de expansão. Porém, em etapas de contração dos financiamentos, ele sustenta por força da vontade da política econômica, pelo menos para os setores prioritários, um volume mínimo de crédito.

No que se refere ao crédito direcionado aos setores rural e habitacional, com aplicação obrigatória das exigibilidades sobre depósitos à vista e de poupança em financiamento com taxas de juros controladas, observa-se que, ultrapassando a queda brusca no volume de crédito em junho de 2001 – decorrente do saneamento das carteiras do Banco do Brasil e da Caixa Econômica Federal no âmbito do Programa de Fortalecimento das Instituições Federais –, esses empréstimos voltaram a crescer. Tanto o Banco do Brasil como a Caixa permanecem como os principais agentes financeiros desses segmentos. Os dirigentes desenvolvimentistas desta, por razão social, tomaram a decisão de retomar o crédito imobiliário com base em depósitos de poupança, atividade que ela não fazia desde 1992, por estar “sobre aplicada”, isto é, além do nível exigido de 65% desse saldo. Portanto, é um equívoco o que Freitas (2007) afirmou: “se observa mudança no padrão de atuação de ambas as instituições, sobretudo no caso do Banco do Brasil, que cada vez mais privilegia a busca de lucro de acordo com a lógica privada de valorização”.

No caso do Banco do Brasil, embora a instituição ainda se mantenha como principal agente financeiro do sistema de crédito rural, sua participação declinou de 75% em 1999 para 55,5% em 2005, sendo 47% em 2002 como resultado do Proef. No ciclo recente de crédito, o crédito rural perdeu participação na carteira total de crédito no país do banco em detrimento das operações mais rentáveis às pessoas físicas, sobretudo crédito direto ao consumidor (CDC) e dos empréstimos consignados, e das operações com pessoas jurídicas com garantias reais. Entre 2003 e 2006, a participação do crédito ao setor rural declinou de 39,3% para 37,3%, enquanto a participação das operações de crédito comercial e de varejo se elevou a 51,4% em 2006, tendo sido 47% em 2003.

Ademais, Freitas (2007) acusa que “o fato de que as volumes das operações de crédito rural com recursos obrigatórios e com poupança se concentrem na faixa de financiamento superior a R\$ 60 mil também parece ser um indicador do impacto da lógica privada de atuação do BB nesse segmento. Além disso, o banco aproveita sua posição de principal agente financeiro do sistema de crédito rural para comercializar produtos que oneram o agricultor familiar, mediante práticas irregulares, como as ‘vendas casadas’. Como as operações de crédito para a agricultura familiar no âmbito dos programas Pronaf e ProgerRural contam com equalização de juros pelo Tesouro, essas práticas se traduzem em receitas extras para a instituição”.

Segundo essa pesquisadora, “a análise da evolução do crédito e de seus determinantes na presente década revela que a despeito da forte expansão recente, o crédito bancário no Brasil continua caro e escasso. Não existe nenhuma garantia de que com a obtenção do *investment grade* pelo Brasil, o ajuste fiscal, a formação de uma curva de rendimentos positiva resultarão no aprofundamento espontâneo do mercado de crédito nem na melhoria das condições de financiamento dos diversos setores e atividades produtivas da economia brasileira. Por essa razão, é imprescindível que as autoridades governamentais não abduquem do poder de formular e executar política financeira, com vistas a estimular o aprofundamento do mercado de crédito bancário no Brasil. Só assim será possível garantir o financiamento, em prazo e custo adequado, da atividade econômica e, em particular, dos investimentos produtivos necessários ao desenvolvimento sustentado. Para isso é essencial a preservação das instituições de fomento e dos mecanismos de crédito direcionado”.

Além da atuação conjunta dos bancos em políticas públicas e estratégias de negócio, o governo deveria igualmente estabelecer, de acordo com as propostas dessa pesquisadora, “diretrizes para a utilização de parte dos lucros obtidos por essas instituições que atualmente são transferidos ao Tesouro com propósito de viabilizar a meta do superávit primário. Esses lucros poderiam ser utilizados para custear a redução dos juros e assim induzir uma reação dos concorrentes privados. Os bancos públicos poderiam forçar a queda dos juros, em particular naquelas operações de baixo risco, como crédito consignado em folha e os créditos com garantia em recebíveis, nas quais os prêmios de risco ainda são inexplicavelmente muito elevados”. O regime fiscal só permitiu a adoção dessa política no Governo Dilma.

Porém, no afã de denunciar, essa pesquisadora mantinha posição, naquela altura dos acontecimentos, anacrônica: “para que o almejado aprofundamento do mercado de crédito brasileiro se torne realidade seria necessário promover uma alteração profunda na política macroeconômica e na gestão da dívida pública, com a separação dos mercados monetário e de títulos públicos. Tarefas difíceis ante o imenso poder de pressão do sistema financeiro e dos investidores”.

7. Mercado Primário de Ações Brasileiro

No Projeto BNDES-Fecamp-Unicamp-UFRJ – 2008-09 – Subprojeto **Mercado de Títulos Brasileiro**, Jennifer Hermann escreveu o capítulo referente à “*Evolução do Mercado de Ações Brasileiro no Período 1990-2008: Análise Empírico-Descritiva*”.

Em sua Introdução, sintetiza os objetivos e conteúdo básico da análise do mercado de ações brasileiro (MAB): *apresentar uma abordagem preliminar e descritiva da evolução do MAB no período 1990-2008*. Embora a análise se utilize indicadores dos segmentos primário e secundário do MAB, o foco da pesquisa no tocante ao mercado de ações reside no seu *segmento primário*. Isto se justifica pelo próprio objetivo da pesquisa como um todo. Resumidamente, este consiste em avaliar as implicações do desenvolvimento recente do sistema financeiro brasileiro (SFB) para o espaço de atuação dos bancos públicos federais que, historicamente, dominaram o segmento de crédito de longo prazo no país.

Como argumentado no Projeto “*Perspectivas da Indústria Financeira Brasileira e o Papel dos Bancos Públicos*” (Contrato BNDES-Fecamp n. 08.2.0755.1/2008), que deu origem a esta pesquisa, “comparativamente aos seus congêneres, os três principais bancos públicos brasileiros (BB, CEF e BNDES) continuaram desempenhando um papel relevante no sistema financeiro nacional. *Os mecanismos que permitiram esse relativo insulamento estão ligados, à primeira vista ao desinteresse, pelo menos até o período recente, das instituições financeiras privadas de operar diretamente com operações de prazo mais longo*. A questão que se coloca, nesse momento, refere-se às transformações recentes no sistema financeiro brasileiro e suas implicações sobre a trajetória dos bancos públicos para a próxima década.”

Neste capítulo, especial atenção foi dada às *operações primárias* no MAB, já que apenas estas concorrem diretamente com o segmento de crédito tradicionalmente “cativo” dos bancos públicos. Este foi o foco da análise desagregada (e muito detalhada) da oferta e demanda de ações. A análise do mercado secundário de ações, porém, é necessária para melhor compreensão da dinâmica do mercado primário. Ao definir as condições de liquidez das ações – em termos de tempo requerido, custos de transação e preços envolvidos na possibilidade de revenda desses títulos – o mercado secundário interfere nas avaliações dos potenciais emissores e compradores de ações no próprio segmento primário. No entanto, não fez parte dos objetivos deste capítulo elaborar uma análise empírica detalhada da dinâmica e das condições gerais de operação do mercado secundário de ações no Brasil. Assim, os indicadores desse segmento analisados foram selecionados pelo critério de relevância para a análise do mercado primário. Os principais traços da evolução do MAB no período 1990-2008 são sumariados a seguir:

- a) No **campo regulatório**, um marco dos anos 1990-2000 foi *a contínua política de liberalização financeira no âmbito do mercado de ações*. A partir de 1987 houve uma expansão progressiva do *acesso de investidores não residentes ao mercado brasileiro*, sendo que a partir de 2000 estes passaram a dispor de amplas condições de acesso, passando a operar nos mesmos termos do investidores residentes, inclusive quanto às normas tributárias.
- b) No **campo da auto-regulação**, o aspecto principal foi *o desenvolvimento de um novo padrão de governança corporativa*, organizado segundo esforços de convergência aos modelos de referência praticados no âmbito internacional, em especial na Europa e EUA.
- c) O mercado de ações internacional, ao longo do período 1990-2008, apresentou *uma tendência de expansão que não foi uniforme*, nem no tempo, nem entre os locais, isto é, entre países desenvolvidos e emergentes selecionados. No que diz respeito aos **segmentos** desse mercado, verificou-se *uma expansão maior dos mercados secundários do que dos primários* tanto no conjunto de países quando da nossa amostra. No caso específico da amostra da pesquisa, observou-se que no período 1999-2003, na comparação com 1995-99, ocorreu uma *redução nas emissões primárias de ações*, tanto para os países desenvolvidos, quanto emergentes, que foi *revertida* no período 2004-2008. No *mercado secundário*, verificou-se um *crescimento*, em todos os períodos, e no grupo de desenvolvidos e emergentes, *no volume negociado anualmente*.
- d) Quanto aos volumes financeiros negociados nos segmentos primário e secundário, o MAB seguiu trajetória semelhante ao do mercado de capitais brasileiro no período, mostrando *lenta recuperação* no período 1992-94, *acentuada expansão* entre 1995-98, *forte retração* no período 1999-2003 e *crescimento a taxas surpreendentes* no quinquênio 2004-08.
- e) *A evolução do MAB em relação ao conjunto do mercado de capitais, porém, se deu de forma assimétrica*, até 2003: o MAB mostrou maior retração que o mercado de capitais no período 1999-2003 e menor expansão em 1995-98. Esse perfil se inverte o período 2004-08, quando os negócios no MAB crescem a taxas maiores que no mercado de capitais, especialmente no segmento primário.

- f) Observa-se *nítida tendência de aumento do valor unitário das emissões primárias*, especialmente na fase expansiva recente (2004-08), indicando um *movimento de concentração* deste segmento do mercado.
- g) Ao longo do período 1990-2008, embora tenha seguido a tendência geral do mercado de capitais, *as ações perdem posição relativa frente aos títulos de dívida direta corporativa no segmento primário*, mas não no mercado secundário.
- h) A análise desagregada das *ofertas públicas primárias de ações* no período 1999-2008 demonstra que:
- a. a imensa maioria das emissões originou-se de *empresas de grande porte e de capital privado*;
 - b. houve *nítida concentração das emissões em torno de alguns setores*, mas o período registra também a presença de novos setores no mercado;
 - c. no agregado do período, *pouco mais de 50% dos recursos destinaram-se ao financiamento da atividade produtiva*;
 - d. no período de expansão recente (2004-08), *as ofertas iniciais (IPOs) representaram mais da metade do número e do valor financeiro das emissões*, com predominância de empresas listadas “Novo Mercado” da Bolsa, e as emissões de *Depositary Receipts* perderam importância relativamente às ofertas públicas primárias realizadas no mercado doméstico.
- i) A análise do perfil da demanda por ações no segmento primário, para o período 2004-08, mostrou uma *demandamente diversificada*, com participação significativa de pessoas físicas, fundos de investimento e investidores estrangeiros, sendo o peso relativo destes últimos crescente no período e predominante em 2007, superando 70% das aquisições.
- j) Finalmente, quanto à atuação dos três maiores bancos públicos federais (BB, CEF e BNDES) no MAB, observou-se:
- a. *nula participação como ofertantes e intermediários de ações* no mercado primário nos últimos dez anos (1999-2008);
 - b. *inexpressiva posição relativa das ações e participações no ativo do BB e da CEF*, como esperado, em razão do foco dessas instituições no mercado de títulos de dívida pública, evitando “risco privado”, e no mercado de crédito; e
 - c. *peso significativo das ações no ativo do BNDESPAR*, também como esperado, em razão da natureza de “banco de investimento” dessa instituição. Contudo, face ao baixo valor do ativo total do BNDESPAR frente aos do BB e da CEF, o elevado peso relativo das ações dele não levou a tornar o BNDES um ator de peso no MAB.

Na análise das perspectivas do MAB, a herança de 2004-08 não era passível de ser extrapolada, dado que *o elevado peso de fatores conjunturais determinantes daquela expansão reduzia a probabilidade de extensão desse cenário*. O maior risco do declínio futuro era o elevado peso do ambiente externo. Quando ele foi extremamente favorável esteve na raiz da melhora da conjuntura doméstica que permitiu a expansão.

O peso de investidores estrangeiros no MAB era preocupante, pois a dinâmica do mercado de ações brasileiro tinha determinante principal exógena. Nessas condições, a abertura financeira estrutural teve efeitos ambíguos: elevou a demanda, a liquidez e a volatilidade nesse mercado.

Havia baixa probabilidade de retorno aos níveis de 2004-08, na ausência de (novo) cenário externo tão favorável. A crise financeira internacional, então recente (2008-09), sugeria baixa probabilidade de repetição de tal cenário externo. O avanço anterior da regulamentação, os bons resultados obtidos na expansão primária do MAB e o crescimento com estabilidade monetária davam até esperança de se sustentar nova fase expansiva, porém, certamente seria menos espetacular.

A expansão do crédito público (BB e BNDES) não “roubou” mercado ou impediu a expansão do MAB. Se alguma influência houve, esta se deu na direção oposta, do MAB para os bancos públicos, mais especificamente, para o BNDES. A perda de *market share* de bancos públicos para agentes privados não era, em si, um problema, pois eles recuperariam a participação no mercado de crédito com atuação anticíclica.

Hermann (2009) conclui que “o mercado de capitais e o de crédito privado são ‘incompletos’ frente às necessidades de financiamento do desenvolvimento econômico brasileiro”. Saliencia que “esse desenvolvimento financeiro não é ameaça letal para bancos públicos, apenas exige que se ‘reinventem’ periodicamente”.

Para orientar a análise do perfil de expansão do MAB no quinquênio 2004-08, foram sugeridos três conjuntos de possíveis fatores explicativos, não mutuamente excludentes: *fatores relacionados ao mercado internacional, ao ambiente macroeconômico doméstico e às condições institucionais do MAB*. A análise precedente permitiu afirmar que os três conjuntos de fatores contribuíram, individualmente e em sinergia, para gerar a expansão do MAB, a taxas inéditas, no período 2004-08.

De forma esquemática, a lista de **fatores favoráveis a tal expansão** inclui:

a) **entre os condicionantes do mercado financeiro internacional**: o crescimento econômico mundial a taxas significativas; a forte expansão da liquidez internacional; o próprio crescimento do mercado acionário em diversos outros países; a “promoção” do Brasil a “*investment grade*” pela Agência *Standard & Poor’s* em abril de 2008.

b) **entre os condicionantes do ambiente macroeconômico doméstico**, a lista é mais extensa e, em grande parte, se deve à sinergia com as condições mais favoráveis do mercado internacional, incluindo: a recuperação das contas externas do país; a maior estabilidade cambial; a relativa estabilidade de preços; a política de juros menores que em anos anteriores (embora ainda altas, frente às praticadas em outros países); e, principalmente, o maior crescimento econômico resultante desse conjunto de fatores.

c) **entre os condicionantes do ambiente institucional**, incluem-se: o amplo grau de abertura financeira que caracterizou o MAB desde o início dos anos 1990; o avanço na regulamentação voltada para a proteção dos investidores e do mercado como um todo (basicamente, a partir de 2000); a tributação mais favorável aos ativos de renda variável (especialmente, a partir de 1995).

Uma melhor compreensão do perfil dessa expansão, porém, recomenda a classificação desses fatores em dois tipos, com influência distinta sobre o comportamento do mercado no período em questão e no futuro próximo: **os de natureza estrutural** e **os de natureza conjuntural**. No primeiro grupo, incluem-se condições que estabelecem um novo padrão de operação e/ou comportamento do mercado, exercendo, supostamente, uma *influência mais duradoura* sobre ele. No segundo, encontram-se as condições que, por sua natureza mais variável, exercem *influência temporária* sobre a oferta e a demanda nos diversos mercados.

Na lista acima, pode-se classificar como de **natureza estrutural ou duradoura**:

- a) a condição de “*investment grade*” – embora esta possa ser revista a qualquer momento, esta revisão é, em geral, menos frequente neste nível de classificação;
- b) a estabilidade de preços, que já caracterizava a economia brasileira desde meados dos anos 1990;
- c) as três condições institucionais mencionadas: a abertura e tributação, pela durabilidade, e a regulamentação de proteção, por tratar-se de uma adaptação do país a uma tendência internacional, que, dificilmente, seria revertida em futuro próximo.

Todos os demais fatores classificam-se como de **natureza conjuntural**, sendo, portanto, sujeitos a oscilações relativamente frequentes.

A cronologia dos fatos sugere que *as condições estruturais tiveram um papel secundário ou, pelo menos, não determinante, como fatores de estímulo ao MAB no período 2004-08*. À exceção da condição de “*investment grade*”, expectativa que se confirmou em Abril de 2008, as demais, como observado, foram bem anteriores ao *boom* de 2004-08. Apesar disso, esse desempenho excepcional não foi possível antes que uma série de *condições conjunturais favoráveis* estivesse também presente.

Raciocínio semelhante se aplica ao papel da condição de “*investment grade*” no período de forte expansão: embora, como se argumentou, sua influência pareça ter sido importante como fator de atração de demanda externa para o MAB já a partir de 2007, face à expectativa de valorização dos ativos, gerada pela iminência da nova classificação, este também não pode ser interpretado como fator determinante, já que a forte expansão do MAB se iniciou bem antes dele, ou seja, em 2004. Mais que isso, a retomada dos negócios no MAB a partir de então teve forte influência do capital externo, tanto no segmento primário, quanto no secundário. Isto demonstrou que, diante das melhores condições macroeconômicas doméstica e externa – de natureza conjuntural – a ausência do “*investment grade*” não representou qualquer impedimento ao aumento da demanda de investidores estrangeiros pelos ativos do MAB.

Na lista de **fatores de natureza conjuntural**, quatro parecem ter sido particularmente importantes para explicar o aumento expressivo das operações primárias e secundárias no MAB entre 2004-08:

- a) o crescimento econômico mundial;
- b) a ampliação da liquidez no mercado financeiro internacional;
- c) o crescimento econômico doméstico;
- d) a política de juros implementada no Brasil.

Os dois primeiros possibilitaram a gradual melhora das contas externas do país, o que, no cenário macroeconômico dos anos 1999-2003, era, certamente, o principal entrave ao crescimento da atividade econômica e, indiretamente, do próprio MAB. A melhora das contas externas, por sua vez, ao permitir maior estabilidade cambial, viabilizou, para os anos 2004-2008, a combinação de estabilidade de preços com uma política de juros menores que no período anterior. Combinado ao maior crescimento econômico mundial, isto favoreceu a retomada do crescimento econômico doméstico, principal condicionante macroeconômico do mercado de ações, na perspectiva teórica adotada.

No entanto, como, apesar da queda em relação ao período anterior, os juros no Brasil mantiveram-se ainda elevados, desestimulando a assunção de dívidas, tal política favoreceu, indiretamente, o mercado de ações. Mais especificamente, estimulou a preferência pela emissão de ações, em detrimento da assunção de dívidas, na estrutura de capital das empresas que buscavam financiamento.

Deve ser ressaltado, porém, que *aquelas condições estruturais, embora não determinantes, não são também irrelevantes*. Na presença de condições estruturais adequadas, a expansão do mercado acionário, quando ocorre, tende a se dar em bases mais seguras ou, no mínimo, menos arriscadas, o que, indiretamente, contribui para sustentar a expansão. Um *ambiente de estabilidade de preços*, por exemplo, contribui para tornar menos arriscado e incerto o cálculo de retornos futuros, reduzindo as margens de erro, e, portanto, os riscos a que se expõem os investidores, especialmente aqueles que “apostam” em títulos de renda variável. No *âmbito das condições institucionais*, a existência de regras de tributação estáveis e de uma regulamentação que assegure um grau razoável de informação e, indiretamente, de proteção, ao investidor e ao mercado também contribuem neste sentido. Assim, *o fato dessas condições estruturais terem se mostrado mais adequadas no Brasil, nos anos anteriores à explosão da crise internacional, certamente, contribuiu para sustentar, embora não para desencadear, a expansão de 2004-2008*.

Por fim, quanto ao elevado grau de abertura, seus efeitos sobre o mercado de ações, bem como sobre outros segmentos do mercado financeiro, foram ambíguos. O possível aumento da demanda e da liquidez do mercado, proporcionado pelo maior acesso de investidores estrangeiros, pode vir acompanhado de aumento da volatilidade dos fluxos de negócios e dos preços dos ativos – e, conseqüentemente, dos riscos envolvidos. Tal tendência foi, provavelmente, prejudicial pois se tratava de mercado “pequeno” relativamente aos fluxos de capital estrangeiro passíveis de entrar e sair do país. Este foi exatamente o caso do MAB, como mostraram os indicadores a seguir:

- a) **Medido pela capitalização absoluta (ou valor de mercado) das empresas negociadas na Bovespa**, o MAB alcançou, na média dos anos 2004-08, o “tamanho”

de US\$ 695 bilhões. Isto representou pouco mais de um terço do valor de mercado (de US\$ 1,8 trilhões) da amostra de países em desenvolvimento considerada (Brasil, Chile, México e Coréia do Sul) – na qual o Brasil figurava como o maior mercado acionário – mas apenas 3% do valor de mercado (de US\$ 25,7 trilhões) da amostra de países desenvolvidos (EUA, Japão, Alemanha e Inglaterra) – origem da maior parte do capital externo que ingressa nos mercados emergentes – e 4% do mercado americano (de US\$ 17,0 trilhões) no mesmo período.

b) **Medido pelo valor negociado em mercados secundários**, o MAB pode também ser considerado um mercado “pequeno” em relação aos países desenvolvidos, com volume negociado de US\$ 379 bilhões na média de 2004-08, significando 21% do mesmo indicador na amostra de países em desenvolvimento (US\$ 1,8 trilhões), 0,7% na amostra de países desenvolvidos (US\$ 54,7 trilhões) e 1,0% do mercado americano (US\$ 39,3 trilhões).

c) **Considerando o fluxo de capital de países desenvolvidos direcionados a investimentos em carteira (ações e títulos) em mercados externos**, na média de 2004-08, este representou US\$ 708 bilhões anuais, sendo US\$ 213 bilhões com origem nos EUA. Esses valores seriam suficientes para comprar, respectivamente, 102% e 31% de todo o estoque médio anual de ações existente no mercado aberto no mesmo período (de US\$ 695 bilhões, medido pelo valor de mercado).

A estreiteza do MAB frente aos mercados acionários e aos potenciais fluxos de capital de países desenvolvidos explica sua elevada sensibilidade ao comportamento dos investidores estrangeiros, bem como o elevado peso destes investidores nos segmentos primário e secundário do MAB, como apontado, diversas vezes, ao longo deste estudo. Os estrangeiros foram os maiores compradores e detentores de ações no MAB na fase de expansão, tendo, inclusive, ampliado sensivelmente sua participação no mercado brasileiro até 2007. No período 2004-08, esses investidores:

a) adquiriram, em média, 60% das ofertas (iniciais e subsequentes) em mercado primário, sendo 71% em 2007, ante 49% em 2004 (primeiro ano de disponibilidade deste dado);

b) foram responsáveis por 33% do volume negociado na Bovespa – mercado secundário;

c) e mantiveram uma carteira média anual de ações de US\$ 81,6 bilhões, o que representou 12% do valor de mercado médio do MAB no mesmo período, ante 7% no período 1999- 2003.

Em suma, no que tange à **composição da demanda** no MAB, *sua distribuição entre investidores domésticos e estrangeiros mostrou-se preocupante ou, no mínimo, pouco favorável a um desenvolvimento sustentado do mercado acionário no Brasil. A julgar pelo elevado peso dos investimentos externos no MAB e pelo já mencionado caráter conjuntural e potencialmente instável dos fatores que dão origem a tais investimentos – o nível de liquidez internacional e os fluxos de capital estrangeiro, especialmente os direcionados a mercados emergentes, além das estratégias financeiras dos investidores globais – a expansão ocorrida no MAB não parecia sustentável, na ausência de condições externas altamente favoráveis ao país, como as que predominaram no quinquênio 2004-08.*

8. Mercado de Títulos de Dívida Brasileiro

O Relatório de Pesquisa que se refere ao segmento do **Mercado de Títulos de Dívida** (MTD) brasileiro, escrito pela equipe coordenada por Luiz Fernando de Paula, Fernando Ferrari Filho e Rogério Sobreira (pesquisadores seniores), tem o duplo objetivo de apresentar as principais características e tendências do mercado de títulos brasileiro no período 1990-2008: seus instrumentos, segmentos, agentes que atuam neste mercado, mudanças na regulamentação, etc.

Trata-se de um relatório de natureza mais informativo e descritivo, sem a pretensão de fazer uma análise qualitativa mais rigorosa. Houve, assim, uma preocupação em trabalhar um conjunto importante de dados e informações que irão subsidiar toda a pesquisa. A análise realizada distingue, grosso modo, dois segmentos do mercado de títulos: mercado de dívida pública e mercado de dívida privada. Em particular, a análise do mercado de títulos foi feita considerando dois conjuntos de informações abaixo especificadas.

Em primeiro lugar, foi considerado um conjunto de informações que incluem:

a) *Marco normativo e tributário*: principais leis e regulamentos relacionados ao MTD.

b) *Indicadores de análise*, tais como (i) volume e composição dos títulos do governo, tanto os emitidos no mercado doméstico quanto os emitidos no mercado externo, (ii) volume e composição dos títulos privados emitidos no mercado doméstico e no mercado externo etc., e (iii) alguns indicadores de comparação internacional.

c) *Principais segmentos do mercado de títulos e instrumentos negociados no mercado*: títulos públicos (indexados, prefixados, etc.), títulos de dívida privada (debêntures, *commercial papers* etc.), instrumentos de securitização e títulos corporativos emitidos no exterior, com análise das características destes segmentos (volume, composição, maturidades, riscos etc.).

d) *Principais agentes atuantes do lado da oferta e da demanda do mercado*: instituições financeiras, fundos de pensão, seguradoras, grandes empresas etc., distinguindo-se, em particular, quanto às formas de atuação emissores, intermediários, custodiantes e demandantes de títulos no MTD, bem como a operação de câmaras de compensação e registro, como a CETIP.

e) *Comportamento das entidades reguladoras (CVM) e auto-reguladoras (ANDIMA, ANBID etc.)*.

f) *Papel dos bancos públicos federais* (Banco do Brasil, BNDES e CEF) que atuam no MTD no período analisado.

As **principais fontes de dados** usados neste capítulo foram:

- (i) dívida pública: Banco Central do Brasil (BCB) e Secretaria do Tesouro Nacional;
- (ii) títulos de dívida privada: Sistema Nacional de Debêntures/Andima, CVM, Andima, Anbid e Uqbar;
- (iii) fundos de investimento: Anbid e BCB;
- (iv) fundos de pensão: Secretaria de Previdência Complementar.

Os dados de algumas séries ficaram restritos a um período recente em função da disponibilidade dos mesmos.

Em segundo lugar, foi feita uma análise da evolução do mercado de títulos públicos e privados por **subperíodos**, procurando apontar as características e fatores mais importantes na evolução desses mercados.

No caso do **mercado de títulos de dívida privada**, os subperíodos foram delineados em função de mudanças no contexto macroeconômico:

- 1990-1994 (alta inflação);
- 1995-1998 (estabilização com o Plano Real);
- 1999-2003 (instabilidade macroeconômica);
- 2004-2007 (estabilidade e crescimento);
- 2008 (crise financeira).

Para o **mercado de títulos de dívida pública**, a periodização é algo distinta em face às especificidades que marcaram a gestão da mesma no período analisado.

- A gestão da dívida tem uma dinâmica específica para o período entre 1990 e meados de 1994, período no qual boa parte da dívida foi congelada e mantida na carteira do Banco Central.
- Após o lançamento do Plano Real e até o final de 1999, a gestão da dívida pelo Tesouro visa a restaurar a normalidade na relação com o mercado, mas, em função das fortes incertezas decorrentes das diversas crises ocorridas neste intervalo, a dívida acaba por ter um perfil hegemonicamente pós-fixado e um prazo muito curto.
- Este quadro só muda a partir do final de 1999, quando o Tesouro Nacional e o Banco Central do Brasil lançam conjuntamente um plano para modificar o perfil e alongar o prazo médio da dívida.
- Este plano foi implementado, de fato, alcançando as diretrizes para a gestão da dívida a partir de 2003 e até o final de 2008.

Em termos metodológicos, essa equipe trabalhou com três questões básicas neste segmento da pesquisa.

Em primeiro lugar, tomou-se como ponto de partida que a evolução do mercado de dívida (pública e privada) no Brasil está relacionado, em boa medida, ao comportamento do contexto macroeconômico e mudanças regulatórias ocorridas no período analisado.

Em segundo lugar, como já destacado acima, a evolução de tal mercado deve ser entendida considerando, sempre que possível, a interação de fatores do lado da oferta e da demanda por títulos.

Por fim, deve-se considerar as especificidades do caso brasileiro, o que implica em entender, por exemplo, porque no caso brasileiro não há uma complementaridade entre o mercado de dívida pública e o mercado de dívida privada, ou mais especificamente, porque o desenvolvimento do primeiro não tinha estimulado o crescimento do segundo.

Este capítulo está dividido em quatro seções, além desta introdução. A primeira efetua uma breve contextualização internacional do mercado de títulos, com ênfase na América Latina. A segunda seção analisa as características e evolução do mercado de dívida pública no Brasil. Depois, examina-se as características e evolução do mercado de títulos de dívida privada. Por fim, a penúltima seção analisa com maior detalhe a alocação de portfólio dos dois maiores demandantes de títulos no Brasil: fundos de investimento e fundos de pensão, assim como a atuação dos bancos públicos federais (BNDES, Banco do Brasil e CEF) no mercado de títulos no Brasil. A seção final sumaria as principais conclusões do capítulo, reproduzidas abaixo.

A América Latina tem um sistema financeiro baseado no setor bancário e um mercado de títulos corporativos pouco desenvolvidos, ainda que tenha crescido bastante na década de 2000. O Brasil é entre os países latino-americanos aquele com maior mercado de títulos de dívida, e, termos absolutos e relativos, mas com larga dominância de títulos públicos.

O **mercado de dívida pública** se desenvolveu bastante no Brasil, desde os anos 1970, e seu crescimento está relacionado em parte ao contexto de alta inflação, que afetou de forma fundamental na sua estrutura, com predominância de títulos indexados, seja com correção monetária, seja com Selic. O comportamento deste mercado é bastante afetado pelo contexto macroeconômico do país e ainda por medidas regulatórias e da própria política de administração da dívida. Recentemente, houve importantes iniciativas regulatórias, que conjugadas com a maior estabilidade macroeconômica, permitiram uma mudança gradual no perfil da dívida: desdolarização, prefixação e alongamento.

A análise da gestão da dívida pública mostra a importância da estabilidade macroeconômica na disposição dos agentes em deter papéis mais favoráveis ao emissor, leia-se, dívida pré-fixada de prazo mais longo. Mostra também que o Tesouro Nacional e o Banco Central sempre estiveram preocupados em garantir que os títulos tivessem características capazes de torná-los atrativos aos tomadores, ainda que isso implicasse na mudança do perfil da dívida em direção a títulos pré-fixados de prazo muito curto e de títulos pós-fixados normalmente indexados à taxa de juros (Selic) e à taxa de câmbio.

De todo modo, a análise revela que o mercado para títulos públicos não foi um problema no Brasil, no período analisado, mesmo quando se considerou os efeitos perversos do Plano Collor, a possibilidade de repúdio da dívida em 2002 e a discussão acerca da sustentabilidade da dívida em 2002. Neste sentido, deve-se creditar à boa gestão do Tesouro e do Banco Central a manutenção de elementos mínimos capazes de manter a atratividade da dívida e evitar a fuga para ativos reais ou dólar como resultado de uma perda de confiança na mesma. Ademais, nota-se que o custo de sustentação da dívida sempre se manteve em patamares aceitáveis, fato que,

novamente, foi obtido através da gestão de prazos e características dos títulos emitidos.

A partir do plano de alteração na composição da dívida e alongamento do seu prazo médio, percebe-se mudanças substantivas no prazo médio e, mais tarde, na composição da dívida. Melhores prazos são obtidos, inicialmente, com a emissão de papéis ainda indexados, sem que se note uma maior participação de papéis pré-fixados de prazo mais longo.

Esse quadro só é razoavelmente alcançado a partir de 2003, quando o perfil da dívida se aproxima daquele observado nos países onde a estabilidade está consolidada, fato que mostra a importância da estabilidade macroeconômica e da restauração da capacidade de cálculo do investidor na sua disposição em carregar papéis mais longos e pré-fixados. Ainda assim, é importante notar a forte participação da dívida indexada a índices de preço, a qual tem sido a principal responsável pelo alongamento do prazo médio da mesma.

Neste sentido, cabe mencionar a ausência de mercado secundário para os papéis pré-fixados de prazo mais longo (NTN-F) e para os papéis indexados a índices de preço. Isto parece explicar a maior dificuldade do Tesouro em colocar os mesmos, visto que, nestas circunstâncias, seu prêmio de risco torna-se excessivamente elevado, fazendo com que o Tesouro opte por prazos mais curtos ou, até mesmo, o cancelamento do leilão.

Assim, para que a efetiva mudança na composição da dívida pública seja atendida, concomitantemente ao alongamento do seu prazo médio, torna-se necessário não apenas operar no sentido de consolidar a estabilidade macroeconômica, mas também deve-se buscar medidas que visem à ampliação do mercado secundário dos instrumentos mais longos, facilitando assim sua absorção pelo mercado.

Igualmente, a evolução do **mercado de títulos de dívida privada** esteve fortemente influenciado tanto pelo contexto macroeconômico da economia brasileira quanto pelas mudanças regulatórias feitas pelo governo. Assim, no período 1999/2003, o mercado de títulos privados refluíu por conta da maior instabilidade macroeconômica, embora de forma de certa forma desigual, já que em determinados momentos o mercado doméstico compensou a retração do mercado externo. Já o período 2004/07 foi favorecido tanto pela maior estabilidade e crescimento da economia brasileira quanto por fatores regulatórios, como, por exemplos, medidas simplificadoras para emissão de debêntures e implementação de instrumentos de securitização. Este último período mostrou que a maior estabilidade macroeconômica (crescimento do PIB, inflação sob controle, dívida pública declinante etc.) melhorou as condições de emissão dos títulos de dívida, com prevalência de debêntures e com alongamento nos prazos de emissão. Instrumentos de securitização (FDIC e CRI) foram introduzidos, na década de 2000, crescendo em termos de volume, mas com peso relativo ainda limitado.

Este segmento da pesquisa, referente ao mercado de títulos de dívida privada, embora não tenha um objetivo mais analítico e sim informativo, permitiu extrair algumas conclusões parciais para a pesquisa.

Em primeiro lugar, *a evolução do mercado de títulos de dívida privada esteve fortemente influenciado tanto pelo contexto macroeconômico da economia brasileira quanto pelas mudanças regulatórias feitas pelo governo*. Assim, no período 1999-2003, o mercado de títulos privados refluiu por conta da maior instabilidade macroeconômica, embora de forma de certa forma desigual, já que em determinados momentos o mercado doméstico compensou a retração do mercado externo. Já o período 2004-2007 foi favorecido tanto pela maior estabilidade e crescimento da economia brasileira quanto por fatores regulatórios, como, por exemplos, medidas simplificadoras para emissão de debêntures e criação (no período anterior) de instrumentos de securitização. Este último período mostrou que a maior estabilidade macroeconômica (crescimento do PIB, inflação sob controle, dívida pública declinante etc.) melhorou as condições de emissão dos títulos de dívida, com prevalência de debêntures e com alongamento nos prazos de emissão.

Em segundo lugar, *uma outra característica do mercado foi o comportamento desigual entre o mercado doméstico e o mercado externo*. Assim, o mercado de emissões externo teve um papel importante em 1995-1998, favorecido pelo câmbio semi-fixo, enquanto que no período 2004-2008 houve uma forte preponderância do mercado doméstico.

Em terceiro lugar, *o crescimento das debêntures a partir de 2004, grande sem dívida, deve ser relativizada do ponto de vista do financiamento das empresas*, dada a predominância da emissão por parte das empresas de *leasing*, frequentemente usada como *funding* para financiamento de veículos.

Por último, *os instrumentos de securitização (FDIC e CRI) foram implementados nesta década, desenvolvendo no período, mas possivelmente ainda aquém do potencial esperado*. De qualquer modo, o FDIC teve importância como alternativa de financiamento de médias empresas e bancos ou empresas de capital fechado, enquanto que o CRI ainda não deslanchou já que dependia do crescimento (ainda incipiente) no mercado imobiliário do país.

Quanto aos **demandantes de títulos**, destacaram-se os **fundos de investimentos**, que cresceram bastante no período recente, em particular os fundos de renda fixa, sendo eles os principais demandantes de títulos públicos no Brasil. A indústria de fundos de investimento no Brasil teve evolução pouco expressiva até a década de 80. A partir da criação dos fundos de renda fixa, em 1984, passou a ocupar um papel mais expressivo no mercado de títulos. No entanto, a alta inflação, os planos econômicos e a normatização ainda insipiente desse setor manteve a sua participação relativa ainda pequena.

A estabilidade de preços obtida com o Plano Real, em 1994, e as sucessivas alterações na legislação, criaram um ambiente propício para a sua expansão, tornando-a, a partir de 1999, dotada de maior patrimônio do que os saldos de CDBs (Certificado de Depósito Bancário) e de depósitos de poupança. A instrução nº 409 de 2004 da Comissão de Valores Mobiliários consolidou o marco regulatório da indústria de fundos, e a alta taxa de juros básica favoreceu a ampliação e consolidação, tanto do patrimônio líquido dos fundos de investimentos, quanto do número de fundos.

Os fundos de investimentos, principalmente a partir do final da década de 1990, tornaram-se um dos principais demandantes de títulos da dívida pública mobiliária

federal. Em 1999, essa indústria absorveu cerca de 70% do total de títulos em mercado do governo federal, o que representou aproximadamente 40% do patrimônio líquido total dos fundos.

Os **fundos de pensão** cresceram sobremaneira, em particular a partir de 2003, com destaque para as entidades de patrocínio público. Na composição dos ativos predominaram as aplicações em renda fixa (fundos de investimento e títulos públicos), o que é explicado em parte pela combinação de liquidez e rentabilidade proporcionada pelos títulos públicos no Brasil.

Em 2008, a ABRAPP e o Sistema de Previdência Complementar completaram 30 anos. Ao longo desses 30 anos, a Previdência Complementar deixou de estar vinculada a empresas estatais e grandes corporações privadas, atingindo empresas médias de vários setores da economia. A ABRAPP, em 2008, possuía 262 fundos de pensão afiliados, representando cerca de 98,5% dos ativos totais das EFPCs, ou um montante de aproximadamente R\$ 450,0 bilhões.

Diante desse histórico, quais perspectivas vislumbravam-se para os fundos de pensão? Duas considerações finais mereciam atenção, quando se pensava em suas perspectivas futuras.

Por um lado, os fundos de pensão brasileiros deveriam passar por um rígido processo de regulação por parte do Estado, pois ainda existiam no País inúmeros problemas de ordem microeconômica tais como de segurança, de rentabilidade, de solvência. Este era associado ao conceito de *asset liability management* que é o “casamento” dos ativos financeiros com os passivos atuariais dos planos de benefícios, e a disponibilidade de liquidez dos investimentos dos fundos de pensão. Problema macroeconômico referia-se, principalmente, à incapacidade da economia brasileira ter um crescimento econômico sustentável e dinâmico, e não *à la stop-and-go*, conforme se observava.

Por outro, como no Brasil o padrão de financiamento do investimento estava baseado fundamentalmente no BNDES, que liderava a oferta de recursos, em grande parte ele era limitado pelo desempenho do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT / PIS-PASEP), necessitando, portanto, *contar com novas fontes de recursos para financiamento*. Imaginava-se que os fundos de pensão poderiam ser utilizados no fomento do investimento com a participação do BNDES, tais como:

- Os fundos de pensão poderiam entrar no financiamento dos projetos de interesse do BNDES, cuja vantagem seria a diluição de riscos entre eles;
- O BNDES poderia atuar como um *trust bank* de um sistema previdenciário, gerindo parte dos recursos dos fundos de pensão;
- O BNDES poderia ampliar o lançamento de instrumentos direcionados aos investidores institucionais como debêntures do banco referentes a projetos de infraestrutura. Nesse particular, a concessão de isenção tributária para os papéis do BNDES e a redução do *spread* entre as taxas de captação e aplicação do banco pelo aumento do coeficiente de produtividade fariam com que os títulos do BNDES fossem negociados junto aos fundos de pensão;

- Os fundos de pensão poderiam realizar investimentos de projetos de longo prazo vinculados a inovações financeiras, tais como *project finance*, permitindo, assim, que eles se comprometessem com os investimentos de longo prazo de infraestrutura. O BNDES, assim, forneceria aos fundos de pensão um certificado de qualidade dos projetos, minimizando o risco de não realização da rentabilidade necessária para assegurar o equilíbrio atuarial.

O Banco do Brasil e a CEF são importantes demandantes de títulos públicos, compondo seu portfólio em média com 37% e 53% em aplicações interfinanceiras, títulos e valores mobiliários e derivativos, respectivamente, no período 2000-2008, sendo um percentual em títulos públicos em geral bem acima dos outros grandes bancos varejistas privados. O Banco do Brasil atua ativamente como corretor na emissão de debêntures, mas predomina neste mercado os grandes bancos varejistas privados (Itaú, Bradesco e Unibanco).

O BNDES atuava no mercado de debêntures tanto como ofertante quanto demandante desses papéis, através de sua subsidiária BNDESPAR. Esta implementou, ao final de 2006, um Programa de Distribuição Pública de Debêntures, com o objetivo de contribuir para o desenvolvimento do mercado de títulos corporativos, e, assim, estimular as empresas a acessarem, cada vez mais, esse mercado para financiar projetos de investimento. Este programa foi uma bem-sucedida iniciativa de distribuição de debêntures aos investidores de varejo no Brasil, sendo utilizada na emissão dos papéis debêntures simplificadas, com a figura do formador de mercado e a definição de um lote para pulverização no varejo. Contudo, deve-se observar que os valores envolvidos nessas emissões foram relativamente pequenos, em relação ao valor total das emissões, para ter um impacto maior no mercado de debêntures.

Na análise feita sobre o **MTD privada no Brasil** mostrou-se *os impactos do ambiente macro-institucional sobre a evolução recente deste mercado*. Em particular, as condições de instabilidade macroeconômica de uma economia em *stop-and-go* que caracterizou o país, nas chamadas “décadas perdidas” (1980-2002), afetaram o volume e as condições de emissão primária de títulos de dívida privada no Brasil, ao aumentar risco de mercado (perda de valor de um título perante a uma elevação na taxa de juros) e o risco de inadimplência na emissão de tais títulos, em particular no caso de títulos corporativos de renda fixa.

Ademais, mostrou-se ainda *não haver complementaridade entre os mercado de dívida pública e dívida privada no Brasil, mas sim a existência de uma concorrência entre os mesmos*. As condições vantajosas oferecidas pelos títulos públicos federais indexados a variáveis mais voláteis do mercado – taxa de juros, taxa de câmbio e/ou taxa de inflação – ao mesmo tempo em que oferecia ao demandante de título uma proteção contra os riscos de juros, cambial ou de perda inflacionária, lhe proporcionava papéis que combinavam rentabilidade, liquidez e baixo risco.

O mercado de títulos da dívida tinham crescido substancialmente na economia mundial, em especial nos países em desenvolvimento, desde o início dos anos 1990. Títulos públicos domésticos eram os principais papéis emitidos nos países em desenvolvimento, seguido por títulos privados domésticos e títulos públicos e privados internacionais.

O desenvolvimento do mercado de títulos de dívida nos países em desenvolvimento, desde o final dos anos 1980, decorreu de um conjunto de fatores, dentre os quais a estabilidade macroeconômica, as reformas estruturais, a liberalização financeira e a introdução de marcos regulatórios, prudenciais e legislação apropriada.

Na América Latina, os mercados de títulos de dívida apresentam as seguintes características:

- a) a participação percentual dos ativos dos títulos de dívida, tanto na composição do montante de ativos financeiros quanto no PIB, era bastante diversificada, sendo maior no Brasil, seguido por México, Chile e Argentina;
- b) predominavam emissões de títulos públicos;
- c) os títulos eram essencialmente de curto prazo;
- d) a maturidade da dívida era relativamente baixa; e
- e) as operações em mercados secundários são pouco relevantes.

Esse capítulo avaliou ainda a estrutura de capital de uma amostra de 127 empresas em 1995/2008, de modo a analisar os seus mecanismos de financiamento. Os dados mostraram, de modo geral, que o ambiente macroeconômico impactou fortemente a disposição e capacidade das empresas em buscarem fontes externas de financiamento, como ficou evidenciado nos gráficos referentes à emissão de debêntures, embora não tenha sido encontrada uma relação mais intensa entre a emissão de debêntures e evolução do ativo total das empresas.

A emissão destes papéis pelas empresas da amostra analisada teve um comportamento bastante semelhante àquele observado para a emissão de debêntures da economia como um todo, fato que mostrou a importância do ambiente macroeconômico na utilização desta fonte externa de financiamento. Isto é especialmente verdade para as empresas grandes. A emissão desses papéis também guarda forte relação com o comportamento dos lucros retidos das empresas grandes, o que mostra que aquela fonte externa de financiamento é utilizada de forma complementar à fonte interna no que parece atender uma lógica de expansão destas empresas.

9. Mercado de Capitais

A intenção da equipe de pesquisadores, coordenada por Fernando Cardim de Carvalho, responsável pelo do capítulo do Projeto de Pesquisa BNDES-FECAMP-UNICAMP-UFRJ referente ao **Mercado de Capitais**, era oferecer um contexto para a caracterização detalhada do mercado de títulos brasileiro. Nesse sentido, buscaram mostrar que a rápida expansão dos mercados de capitais nas últimas décadas, testemunhada no Brasil, foi, na verdade, *um reflexo de um processo de mudança ocorrido na economia mundial*. Em grande parte, esses mercados se expandiram em função das dificuldades encontradas pelo sistema bancário, especialmente o americano, na década de 70, quando os riscos da intermediação financeira tradicional cresceram de forma significativa. Um enorme conjunto de inovações financeiras foi implementado, desde então, algumas mais construtivas, como pode ser o caso da

securitização primária, outras nem tanto, como ocorreu com a *securitização secundária*, cujo único resultado parece ter sido o aumento da opacidade dos mercados e da fragilidade do sistema financeiro.

A rápida expansão dos mercados de capitais nas principais economias do mundo, nos trinta anos anteriores à crise de 2008, foi a resposta encontrada para o crescimento vertical dos riscos da intermediação bancária resultante da combinação de volatilidade de preços de bens e serviços, preços de ativos, taxas de juros e taxas de câmbio em um cenário de estagnação econômica durante a década de 70.

Operações com títulos de propriedade e de dívida não se expandiram apenas vegetativamente. A taxa de crescimento desses mercados foi excepcionalmente alta, porque ao crescimento normal das operações com as formas tradicionais de colocação de papéis somaram-se as operações geradas pelo movimento de securitização primária e secundária.

O crescimento da emissão de títulos, por sua vez, estimulou a atividade nos mercados secundários, organizados ou não, que serviram para dar liquidez aqueles papéis, já que quanto mais ativos eram esses mercados, maior sua liquidez e, conseqüentemente, maior o prêmio de liquidez atribuído a seus ativos. Pela mesma razão, a emissão e o giro de derivativos também se expandiu de modo a, por um lado, prover *hedge* para apoiar a colocação e a negociação dos títulos, e, por outro, permitir a agentes financeiros aumentar suas apostas e sua alavancagem.

Se os efeitos dessas transformações sobre a atividade financeira foram inequivocamente expansivos, seu impacto sobre a economia real foi mais ambíguo. Era certamente razoável argumentar que o impacto da *securitização primária* era positivo, já que abriu novas possibilidades de financiamento, ainda que com viés favorável a grandes empresas tomadoras, com custo de capital menor, ao mesmo tempo em que permitiu a aplicadores não apenas evitar o custo de intermediação como também promover um melhor casamento entre seus ativos e passivos.

Já a *securitização secundária* ofereceu ganhos mais duvidosos, se é que houve realmente algo a ser ganho em termos sistêmicos. A securitização secundária apenas multiplicou os direitos de propriedade sobre um mesmo fluxo de caixa básico, gerado pelo contrato subjacente a pirâmide de papéis que se erigiu sobre ele. Houve um aumento potencialmente ilimitado de alavancagem financeira, um obscurecimento progressivo das características de risco dos contratos na base da pirâmide, e um aumento do grau de fragilidade do sistema financeiro. Tudo isso ocorreu sem que houvesse qualquer benefício visível para a expansão do financiamento a atividade produtiva.

Esses desenvolvimentos se deram, principalmente, nas economias mais desenvolvidas e não apenas nos chamados modelos anglo-saxões. Os países que adotaram o modelo suíço/alemão também se envolveram em processos semelhantes de mudança e pagaram, depois, preço semelhante por isso ao custado nas economias americana e inglesa. Também as economias emergentes assistiram uma expansão de seus mercados de capitais, muitas vezes decisivamente incentivada por investimentos de aplicadores estrangeiros, cuja entrada foi permitida em resultado da liberalização das contas de capitais.

Segundo Maryse Farhi (2009), o fato das operações de derivativos cambiais das empresas terem sido realizadas no mercado de balcão potencializou seu impacto negativo quando explodiu a crise internacional em 2008. A impossibilidade de identificar as empresas e os bancos envolvidos provocou imediato “empocamento da liquidez”, fortes quedas nos preços das ações e uma depreciação suplementar da moeda nacional. Da mesma forma, o efeito dos prejuízos causados pelas operações de derivativos de câmbio das empresas ficou longe de ser totalmente apreendido pelos bancos, analistas de mercado e investidores. Passada a exacerbação da aversão aos riscos e fuga geral para a qualidade dos investidores internacionais, após a falência do banco norte-americano Lehman Brothers, as acentuadas depreciações das moedas de economias emergentes cederam lugar, a partir do final do primeiro trimestre de 2009, a novo processo de valorização. O real brasileiro se destacou com a maior apreciação entre essas moedas.

Caso as posições em derivativos das empresas tivessem se mantido estáticas, os prejuízos anteriores teriam sido meramente contábeis e teriam sido, pelo menos em boa parte, revertidos com a nova onda de apreciação cambial. Mas, essas posições modificaram-se fortemente nesse período de crise. Alguns contratos de derivativos venceram entre o quarto trimestre de 2008 e o segundo trimestre de 2009. Muitos outros devem ter sido liquidados antes do vencimento pelo receio de prolongamento e/ou intensificação da tendência de depreciação cambial.

Essa liquidação antecipada pode ter ocorrido seja pela realização de outro contrato com posições inversas às inicialmente assumidas, seja por via de acordo com os bancos e pela transformação do contrato de derivativo em empréstimo “clássico” em moeda nacional. Nesse caso, os prejuízos foram definitivamente realizados e incorporados aos balanços e pesaram na vida futura das empresas, reduzindo sua capacidade de investimentos em função da elevação de seu endividamento em relação ao patrimônio.

Não há informações claras sobre a evolução no período das posições das empresas em derivativos, com exceção das fornecidas pelas companhias de capital aberto. Assim, os balanços da Sadia e da Aracruz do segundo trimestre de 2009 mostraram o impacto financeiro positivo da valorização do real frente ao dólar. Enquanto a Sadia informava que ao fim de junho, não havia contratos com derivativos em aberto, a Aracruz sequer mencionava esses instrumentos financeiros.

O fato é que em decorrência da volatilidade registrada na taxa de câmbio na crise, os derivativos tornaram-se um tabu para muitas empresas. A maior parte delas mantinha silêncio sobre o tema e as poucas que se pronunciaram o fizeram para dizer que não existia mais posição de derivativos em aberto. Mas, a informação de suas posições era indispensável para que se pudesse avaliar, com algum grau de precisão, os impactos das operações de derivativos de câmbio nos balanços delas.

Naturalmente, no sistema financeiro, como em qualquer outro setor de uma economia capitalista, inovações são implementadas não pela sua contribuição ao bem estar da sociedade, mas pela perspectiva de ganhos que oferece aos inovadores. A natureza mais ou menos construtiva do arranjo operacional resultante se estabelece a posteriori. No caso de sistemas financeiros, inovações que fragilizam os mercados sem oferecer ganhos que compensem essa fragilidade podem criar grandes riscos, como se testemunhou com a crise financeira internacional desencadeada em 2008. Por isso

mesmo, não é possível abrir mão da regulação financeira, nem reduzir o seu papel, como foi o caso a partir do movimento de liberalização financeira iniciado em finais dos anos 70.

Por outro lado, em um contexto de regulação e supervisão financeiras atentas e eficazes, é possível que transformações como a representada pela expansão dos mercados de capitais, nos trinta anos anteriores, possam contribuir para a melhoria das condições de financiamento das empresas, ao lhes oferecer um conjunto maior de escolhas de fontes.

10. Conclusão

Uma *leitura comparativa* implica a leitura de muitos textos sobre certo tema, colocando-os em relação uns com os outros e com o assunto. Estudantes de Economia são obrigados a se familiarizar com ela. É o nível mais difícil de se alcançar, e não há pleno acordo sobre suas regras. Porém, é também o mais recompensador entre todos os níveis de leitura.

Tendo concluído nossa *leitura comparativa* de pesquisas sobre os diversos segmentos do mercado de financiamento em longo prazo, desde o mercado de crédito até o mercado de capitais, focalizado o mercado primário de ações e os mercados de títulos de dívida pública e privada direta (debêntures), avaliado algumas experiências internacionais, investigado a demanda potencial de empresas não-financeiras, descrito o ciclo de crédito recente, inclusive cada destino setorial dos empréstimos, como sintetizar tudo isso e concluir a respeito da metodologia a ser empregada na continuação desta Pesquisa para o IPEA?

Uma *leitura ativa* digna desse nome é aquela em que o leitor se esforça ao máximo para captar a mensagem que o autor tenta lhe transmitir. Ele dialoga com o texto que tem diante dos olhos, tenta determinar suas ideias centrais e a ligação entre elas. Enfim, o leitor verdadeiramente ativo é aquele que “está presente” na leitura, alerta, empenhado em compreender a mensagem do autor. Quanto mais ele é ativo, mais eficaz será sua leitura.

Uma pequena minoria de leitores não só é capaz de discutir, mas também de fazê-lo com competência, identificando ideias principais e secundárias, a linha de argumentação usada para expô-las, os pontos fracos e fortes de cada argumentos, e, se for o caso, compará-los com os de outras fontes e assim chegar a uma conclusão. Este pequeno grupo não apenas assimila informação, mas a processa, avalia e a transforma em conhecimento.

Como foi dito na Introdução, diferentemente dessas pesquisas recentes, citadas ao longo deste artigo-resenha, *esta pesquisa estará voltada para o futuro suposto, possível e esperado da economia brasileira*. Terá caráter prospectivo, tentando ver adiante. Seu foco será relativo à preparação do financiamento em longo prazo para esse futuro previsto.

Portanto, além do conhecimento factual e descritivo, estatístico se quiser, achamos que dessa leitura comparativa entre diversas pesquisas podemos deduzir distintas metodologias de investigação das perspectivas a se esperar do nosso objeto de pesquisa: o financiamento interno em longo prazo. Evitaremos enquadrar os autores

em meros *estereótipos*: algo que se adapta a um padrão fixo ou geral. Esse próprio padrão pode ser (e geralmente é) formado de ideias preconcebidas e alimentado pela falta de conhecimento real sobre o assunto em questão. Parte de ideia ou convicção classificatória preconcebida sobre alguns colegas, resultante de expectativa, hábitos de julgamento ou falsas generalizações. Está a um passo do preconceito. Vamos nos acautelar sobre tudo aquilo que é falta de originalidade, banalidade, lugar-comum, modelo ou padrão.

Mas, nessa análise comparativa, podemos esboçar uma tipologia de economistas. Apresentamos em seguida o resultado desse estudo ou análise, sob forma de organização ou sistema de classificação dos pesquisadores, baseada em tipos, ou seja, em um conjunto de traços distintivos.

Economista ortodoxo: quando pesquisa a respeito de financiamento interno em longo prazo, ele busca como fonte-básica o Sistema de Contas Nacionais, adotado uniformemente sob convenção internacional. A macroeconomia keynesiana o fundamenta. Nele, a Renda Nacional Disponível Bruta expressa a renda disponível da Nação para Consumo Final e para Poupança. É igual a RNB mais as outras transferências correntes líquidas, recebidas do exterior. A Poupança Bruta é igual à Renda Nacional Disponível Bruta menos o Consumo Final. A realização de Pesquisas de Orçamento Familiar (POFs), anualmente, forneceria informações apuradas para as Contas Nacionais calcularem o consumo das famílias. Mas como as POFs são caras e raras (praticamente decenais), *o Consumo Final se torna uma variável dedutível a cada ano a partir da estimativa da Poupança Bruta*. Esta pode ser estimada porque é, também, igual à formação bruta de capital fixo mais a variação de estoques mais a variação de ativos, líquida de passivos financeiros. Logo, a Capacidade/Necessidade Líquida de Financiamento é igual à poupança bruta mais as transferências de capital líquidas a receber do exterior menos a formação bruta de capital fixo menos a variação de estoques.

O Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE apresentou pela primeira vez, em publicação realizada em 2011, os resultados da Conta Financeira e da Conta de Patrimônio Financeiro do Sistema de Contas Nacionais – SCN, para o período de 2004 a 2009, elaborados de acordo com o manual *System of National Accounts* 1993, (SNA 1993). Os resultados do SCN pelo IBGE contemplavam antes apenas as Contas Correntes e a Conta de Capital. Com a disponibilização dessa publicação, a Conta Financeira e a Conta de Patrimônio Financeiro passaram a fazer parte integrante do Sistema de Contas Nacionais do Brasil. Para ter o sistema completo falta ainda incorporar a Conta de Patrimônio Não Financeiro. Mesmo com essa bem-vinda inovação na contabilidade social brasileira, ela não se presta ao nosso propósito: avaliação do potencial financiamento interno em longo prazo para o futuro próximo.

Economista heterodoxo: é partidário da ideia de que *a economia brasileira obedece a leis próprias, não previstas nas cartilhas teóricas do resto do mundo*. Essa busca da singularidade do Brasil, da qual “a jabuticaba” (fruta que só dá em terras nacionais) oferece a mais conhecida expressão, é criticada por partidários da Ciência Econômica como teoria abstrata e genérica que serve para qualquer tempo e lugar. Estabelece-se, então, um “diálogo entre surdos”, já que cada qual defende com afinco um nível de abstração distinto do outro: o ortodoxo, a Economia Pura; o heterodoxo, a Economia Aplicada.

As abstrações de fenômenos econômicos, em toda sua pureza, permite a idealização de uma Economia que funcionaria perfeitamente à base do livre mercado em todos os lugares e os tempos. *Daí, do alto desse edifício teórico, os ortodoxos sofrem vertigem, perdem o equilíbrio e caem sem paraquedas para o mundo real!* Quando se estrebucham no chão duro da realidade, por causa do chamado “vício ricardiano” – cair, diretamente, da abstração para as decisões práticas –, eles se surpreendem por o dito cujo não funcionar de acordo com as leis econômicas pressupostas...

Blaug (1993) nos ajuda com o *Glossário das Metodologias da Economia* a classificar nossos colegas pesquisadores. Há distintas “tribos”. Um antropólogo poderia fazer um estudo descritivo das diversas etnias, de suas características antropológicas, sociais, etc. Modestamente, tentaremos fazer um registro descritivo da cultura metodológica de cada corrente de pensamento econômico.

Economista essencialista: adota ponto de vista metodológico que considera a descoberta da *essência das coisas* como a tarefa central da Ciência Econômica e define essa essência de uma coisa aquele elemento ou conjunto de elementos sem o(s) qual(ais) a coisa deixaria de existir. Acha que conquistou esse Santo Graal quando leu a *Teoria Geral* de John Maynard Keynes.

Economista historicista: busca sempre contar histórias, adotando um método de teorizar que junta fatos, generalizações de baixo nível de abstração e teorias de alto nível abstrato, e adiciona ainda julgamentos de valor em uma narrativa que imagina coerente.

Economista evolucionista: pesquisa as Leis de Tendência Histórica, generalizações que estabelecem o efeito de apenas uma variação em determinada variável sujeita a um conjunto de outras variáveis perturbadoras que, presume, permanecerão constantes. Os agentes econômicos são dotados de racionalidade limitada, pois não têm condições de conhecer todas as informações sobre as decisões dos outros, devido à inovação “destrutiva criadora” e à complexidade da vida econômica com empreendedorismo e crédito. A incerteza assume papel decisivo em virtude desse custo significativo na busca do conhecimento. Gosta de ser chamado de *pós-schumpeteriano*, pois possui enfoque mais microeconômico do que o adotado quase sempre por *pós-keynesiano*.

Economista holista: assevera que as teorias sociais devem ser baseadas nos comportamentos de grupos irreduzíveis de indivíduos, opondo-se ao “*individualismo metodológico*”, ou seja, a visão de que as teorias sociais devem ser baseadas em comportamentos individuais. Enquanto o *Princípio do Holismo Metodológico* postula que os conjuntos sociais têm objetivos ou funções que não podem ser reduzidos a crenças, atitudes e ações dos indivíduos que os fazem, o *Princípio do Individualismo Metodológico* estabelece que as explanações sobre os fenômenos sociais, políticos ou econômicos somente devem ser consideradas adequadas se colocadas em termos de crenças, atitudes e decisões dos indivíduos.

Economista institucionalista: ao invés de manter uma *lógica de identificação*, esse economista busca a *lógica da diferença*, procurando desencadear rupturas objetivas e subjetivas em modos coagulados de experiências institucionais, contrapondo à alienação a autonomia e a expressão da alteridade – *o que é outro, o que é distinto*. Em suas comparações internacionais, possui uma concepção relacional do poder, que

entende que o mesmo se exerce por relações de forças, redes que se instauram em um espaço com multiplicidade de pontos de resistência. Essa concepção relacional do poder significa também um poder difuso, sem *locus* privilegiado, como o Estado nacional ou as classes dominantes. As formas de dominação não são naturais nem contratuais, mas construídas como estratégias sobre a ação dos outros, e determinadas historicamente. Assim, novas economias nacionais, antes excluídas, emergem no cenário da economia mundial. Diferentes espaços econômicos são criados e ganham nova ordem de significados.

Economista descricionista: adota uma forma degenerada de *convencionalismo* – ponto de vista metodológico que considera que todas as teorias e hipóteses científicas são meras *descrições condensadas de eventos*, não sendo verdadeiras nem falsas em si próprias, porém simples convenções para se guardar informações empíricas – e *instrumentalismo* – ponto de vista metodológico que considera todas as teorias e hipóteses científicas com sendo nada mais que instrumentos para fazer previsões. Afinal, ele considera as explanações científicas como *descrições condensadas que contribuem para previsões perfeitas*.

Economista ultra-empirista: acredita que “a hipotetização de teorias” deve ser testada contra *fatos* tanto quanto contra *previsões* das teorias. Considera, portanto, teorias e hipóteses científicas *se e somente se suas previsões forem, pelo menos em princípio, empiricamente verificáveis*.

Economista operacionalista: adota ponto de vista metodológico que considera teorias e hipóteses como científicas *se e somente se for possível especificar uma operação física ou materialista que designe valores quantitativos a seus termos básicos*. Ciência é medição. Contrapõe-se, então, à Tese da Irrelevância das Hipóteses, isto é, o ponto de vista de que o grau de realismo das hipóteses de uma teoria abstrata é irrelevante para sua validade. O método desta é fazer *inferências demonstrativas* que se baseiam, exclusivamente, na *lógica dedutiva* em que premissas verdadeiras sempre são seguidas de conclusões verdadeiras. Logicamente, enquanto estas não forem falseadas, suas hipóteses se mantêm válidas.

Visto esse conjunto de metodologias adotadas por economistas ortodoxos e heterodoxos, optaremos, no próximo Relatório de Pesquisa – *Riqueza Pessoal e Corporativa: Fontes de Financiamento em Longo Prazo* –, por empregar uma metodologia simples: após breve análise conceitual do problema, buscaremos medir o *funding* potencial para empréstimos em longo prazo. Para a crítica ao conceito convencional de poupança ser construtiva, isto é, oferecer uma alternativa conceitual para sua substituição, aprofundaremos a reflexão crítica apresentada na abordagem pós-keynesiana do circuito *finance*-investimento-renda-aplicações-*funding*. Destacaremos, também, outra alternativa teórica, a Teoria do Circuito. Os conceitos dessas Teorias do Financiamento nos darão maior capacidade analítica dos dados empíricos a serem investigados.

Referências Bibliográficas:

BLAUG, Mark (1993). *Metodologia da Economia*. São Paulo, Editora da Universidade de São Paulo (EDUSP). 385 pág.

CINTRA, Marcos Antônio Macedo (2009). *Caracterização dos fundos, delimitação conceitual, experiências internacionais e enfoques teóricos*. Relatório do Subprojeto IX – *Crédito direcionado e desenvolvimento econômico no Brasil: o papel dos fundos públicos*. Projeto de Pesquisa *O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento*.

Coordenação da Equipe do IE-UNICAMP: Ricardo de Medeiros Carneiro. Coordenação da Equipe do IE/UFRJ: Fernando J. Cardim de Carvalho. *Projeto de Estudos sobre As Perspectivas da Indústria Financeira Brasileira e o Papel dos Bancos Públicos*. Campinas, Convênio CECON-IE-UNICAMP-IE-UFRJ-BNDES, 2009. Subprojetos:

CARVALHO, Fernando J. Cardim de (maio de 2009). *O Papel e os Limites da Expansão Recente do Mercado de Capitais: Uma Nota Introdutória*.

EQUIPE DO IE-UFRJ: Jennifer Hermann; Paula Marina Sarno; Maria Isabel Busato; Mauro Santos Silva; Norberto Martins; Anna Carolina dos Reis (maio de 2009). *Evolução do Mercado de Ações Brasileiro no Período 1990-2008: Análise Empírico-Descritiva*.

EQUIPE DA UERJ-FGV-UFRGS: Luiz Fernando Rodrigues de Paula; Rogério Sobreira; Fernando Ferrari Filho; Paulo Saraiva; João Adelino de Faria; Gisele Pires (maio de 2009). *Características e Expansão Recente do Mercado de Títulos de Dívida: Análise Empírico-Descritiva*.

EQUIPE DO IE-UNICAMP: Daniela Magalhães Prates, Maria Cristina Penido de Freitas e André Martins Biancareli. Subprojeto: *Mercado de Crédito Bancário Corporativo*.

ALMEIDA, Júlio Sérgio Gomes de (2009). Subprojeto: *Padrões de financiamento das empresas não-financeiras no Brasil*.

FARHI, Maryse (2009). Subprojeto: *Derivativos de Crédito*.

FREITAS, M^a Cristina Penido de (agosto de 2007). Subprojeto VIII: *Crédito Bancário no Brasil: evolução e transformações institucionais*. Relatório II: *Evolução e Determinantes do Crédito Bancário no período 2001-2006*. Projeto de pesquisa: *O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento*.