

FINANCIAMENTO INTERNO DE LONGO PRAZO

Fernando Nogueira da Costa*

1 INTRODUÇÃO¹

Para a nação brasileira entrar em rota sustentada de desenvolvimento socioeconômico, deve dispor de autonomia elevada para decidir acerca de suas políticas internas e também daquelas que envolvem o relacionamento com outras economias no mundo. Para tanto, é necessária *a busca da independência financeira*, capaz de reorientar a trajetória histórica de subordinação aos ditames externos.

Recentemente, o movimento das forças de mercado, apoiado por políticas públicas, conseguiu alcançar alguns *fatores endógenos de dinamismo da economia brasileira*: a dimensão significativa do seu mercado interno e sua diversificação setorial. Porém, são *fatores de esgotamento de ciclos de crescimento* as carências de autonomia nacional em inovação tecnológica e financiamento do desenvolvimento. Neste último problema focará este capítulo.

Em visão sistêmica, o Estado nacional situa-se no centro das decisões cruciais de financiamento da economia. A especificidade brasileira está em ter setor público que coordena o desenvolvimento do país para superar seu atraso histórico. Mesmo em economia de mercado *à la* Ocidente, isto é, com livre iniciativa de seus empreendedores, a tendência predominante das “iniciativas particulares vencedoras” é se financiarem em instituições financeiras públicas federais – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal (CEF), Banco do Nordeste do Brasil (BNB), Banco da Amazônia (Basa) –, se coligarem com órgãos governamentais de pesquisa – Empresa Brasileira de Pesquisa Agropecuária (Embrapa), Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP) etc. – ou se associarem com empresas estatais (Petrobras, Vale etc.) e instituições paraestatais como fundos de pensão patrocinados por empresas estatais – Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (Previ), Fundação Petrobras de Seguridade Social (Petros), Fundação dos Economistas Federais (FUNCEF) etc. –, cujos Conselhos de Administração são compartilhados com “voto de Minerva” da patrocinadora. O Tesouro Nacional, em última análise, oferece aos investidores risco soberano, para captar em longo

* Professor livre-docente do Instituto de Economia Universidade Estadual de Campinas (Unicamp). Pesquisador visitante no Programa Nacional de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD) do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea). E-mail: <fernandonogueiracosta@gmail.com>.

1. Capítulo elaborado com informações disponíveis até junho de 2013.

prazo, tanto no mercado financeiro doméstico, quanto no internacional, e possibilita aos bancos públicos federais a realocação dos recursos em prazos adequados ao financiamento dos setores prioritários para o desenvolvimento brasileiro.

À primeira vista, ocorreria na economia brasileira um efeito deslocamento (*crowding-out*), porque a elevação da taxa de juros que o governo está disposto a pagar (e pode fazê-lo) para tomar financiamento no mercado deslocaria tomadores não governamentais que não teriam condições de pagá-la. Em princípio, a prioridade na colocação de títulos de dívida pública tiraria espaço no mercado para outros instrumentos de captação financeira, tais como depósitos de poupança, depósitos a prazo, debêntures etc.

Porém, na realidade, ocorreu um *crowding-in*: com a depreciação da moeda nacional, estando o setor público em situação líquida de credor externo e tendo ocorrido queda da taxa de juros, os menores encargos financeiros e o crescimento econômico propiciaram queda da relação dívida pública líquida/produto interno bruto (PIB). Quando houve a diminuição do *deficit* nominal e a elevação do *superavit* primário, apareceu certa margem fiscal para o Tesouro Nacional fazer aportes ou capitalizações dos bancos públicos federais para estes alavancarem, financeiramente, os gastos privados. Verificou-se, então, que os gastos governamentais acabaram os estimulando, por meio de financiamento de seus investimentos, em vez de deslocá-los ou substituí-los. Em maio de 2013, a representatividade dos bancos públicos no total de crédito elevou-se para 49,4%, enquanto a participação relativa das instituições privadas nacionais recuou para 34,9% e a dos bancos estrangeiros caiu para 15,7%.

A capitalização dos bancos públicos federais, seja diretamente, com menor exigência de dividendos das instituições financeiras públicas federais, seja indiretamente, com aportes para o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) ou empréstimos perpétuos, permite-lhes alavancar em crédito até nove vezes mais que o valor em dinheiro necessário para executar, diretamente, políticas públicas. Isto porque a exigência do Acordo de Basileia para os bancos, no Brasil, é a manutenção de patrimônio líquido em cerca de 11% dos ativos totais.

Este capítulo resume o resultado da pesquisa sobre as fontes, as instituições financeiras e as políticas financeiras adequadas ao financiamento interno em longo prazo da economia brasileira. *Quis? Ubi? Quando? Quid? Cur? Quibus auxiliis? Quomodo?* (Quem? Onde? Quando? O que? Por que? Por que meios? Como?) Estas são as questões-chave do método científico para *circunstanciar o objeto, o lugar, o tempo, o fato, os motivos, os meios, o modo*. Seguindo-o, o objeto de pesquisa será o capitalismo de Estado, aqui e agora, isto é, no Brasil da segunda década do século XXI. Apresentar-se-á o debate sobre o desafio de

constituírem-se mecanismos de financiamento em longo prazo e/ou desenvolver o mercado de capitais para financiar projetos de investimentos em infraestrutura e logística. Serão feitas breves considerações a respeito das diversas teorias e metodologias utilizadas nas pesquisas sobre este tema, onde predomina um saber fragmentado e retrospectivo a partir de leituras de séries temporais correspondentes aos ativos dos bancos. Como alternativa, para avançar o conhecimento, será priorizada uma visão sistêmica e prospectiva do lado dos passivos. Serão apontados novos instrumentos de captação de recursos, tais como Debêntures e Letras Financeiras, alternativos aos tradicionais fundos sociais e/ou públicos, que poderão realocar o capital e captar *funding* da riqueza pessoal e corporativa potencialmente disponível. Uma política de juros em curto prazo com patamar mais baixo será favorável às colocações destes novos produtos financeiros, mesmo que eles representem “risco privado”. Por fim, serão avaliadas novas fontes potenciais de financiamento do investimento, tais como os fundos oriundos das receitas derivadas de extração do petróleo do pré-sal e os novos fundos previdenciários.

Dessa forma, além desta introdução e das conclusões finais, este capítulo terá quatro seções. A segunda será sobre o “estado da arte”, isto é, o debate atual a respeito do financiamento em longo prazo do capitalismo de Estado neocorporativista no Brasil. A terceira apresentará as riquezas pessoal e corporativa como potenciais fontes de *funding* para este financiamento. A quarta mostrará por que meios poderá ser realizada a realocação de capital necessária nos portfólios. A quinta avaliará a possibilidade futura de incorporar novas fontes de financiamento do investimento por meio do fundo de riqueza soberana e de fundos previdenciários.

2 CAPITALISMO DE ESTADO NEOCORPORATIVISTA NO BRASIL

2.1 Conceituação

Uma hipótese-chave é que está se configurando o Capitalismo de Estado Neocorporativista no Brasil. Há indícios suficientes para tentar convencer ao leitor. Caso seja frágil, a hipótese será falseada, e segue-se adiante na elaboração de outra visão sistêmica. O propósito é não fazer mais uma análise fragmentada e retrospectiva típica de especialista em algum setor de atividade, mas sim, em análise sistêmica prospectiva, detectar a parceria estratégica dos grandes *players* na economia brasileira.

Há variedade de capitalismos, assumindo o capitalismo global diferentes formas. Evidentemente, o capitalismo de Estado não é sempre igual em todos os tempos – e lugares. O conceito de capitalismo de Estado abrange, à primeira vista, dois modos de produção

distintos. De um lado, aplica-se a países capitalistas com forte intervenção do Estado na economia, onde ele se esforça para desenvolver as forças produtivas, em ritmo superior ao do capitalismo liberal, não aguardando indefinidamente “iniciativas particulares das livres forças de mercado”. Por outro lado, também se aplica aos países que passaram pelo “socialismo realmente existente”, tais como a Rússia e a China.

O argumento é que esses Estados totalitários mantiveram a exploração dos trabalhadores tal como no capitalismo privado. A única diferença teria sido o Estado se transformar no principal proprietário dos meios de produção. Ele extraía a mais-valia e, além do reservado para investimento no processo de acumulação de capital, redistribuía o restante entre os burocratas. Estes passaram a usufruir de diversos privilégios, formando o que se classificou como “burguesia de Estado” sem muito aprofundamento na análise dos critérios de recrutamento e rotatividade de seus membros.

Adrian Wooldridge, em reportagem-dossiê publicada na revista *The Economist* de 21 de janeiro de 2012, denuncia que

o capitalismo de Estado está em marcha, transbordando de dinheiro e encorajado pela crise no Ocidente. As empresas estatais somam 80% do valor do mercado de ações na China, 62% na Rússia e 38% no Brasil. Elas responderam por um terço do investimento direto estrangeiro no mundo emergente, entre 2003 e 2010, e uma porcentagem ainda maior de suas aquisições mais espetaculares, assim como uma proporção crescente das maiores empresas (Wooldridge, 2012).

Parece que o capitalismo liberal está em retração por toda parte. E o estatal avança no vácuo. O capitalismo de Estado atual representa significativo avanço sobre seus predecessores em vários aspectos.

Primeiro, ele está se desenvolvendo em escala muito mais ampla. Segundo, se organiza muito mais rápido. E, terceiro, tem instrumentos muito mais sofisticados à disposição, pois em vez de entregar indústrias para burocratas ou amigos, transforma-as em empresas geridas por administradores profissionais (Wooldridge, 2012).

Essa revista, assumidamente defensora do liberalismo, lança um olhar cético sobre o capitalismo de Estado, pois “é assolado por compadrio e corrupção”. Mas também argumenta que “o capitalismo de Estado é o mais formidável inimigo que o capitalismo liberal já enfrentou”.

Segundo a reportagem da *The Economist*,

o Brasil é o membro mais ambíguo do time do capitalismo de Estado: uma democracia que também adota muitas características do capitalismo anglo-saxão. (...) uma liderança nas privatizações na década de 1990 que agora força sua maior mineradora, a Vale, a segurar trabalhadores que não precisa, e obriga empresas menores a embarcar em uma consolidação subsidiada (Wooldridge, 2012).

É curioso verificar a que ponto chegam suas observações superficiais sobre o país.

O Brasil passou a maior parte de sua história moderna a perseguir uma modernização conduzida pelo Estado. Uma pesquisa no começo da década de 1980 mostrou que o país tinha mais de 500 empresas estatais. O Brasil lançou um esforço de privatização nos anos 1990 para lidar com a hiperinflação, *deficit* em disparada e uma esclerose generalizada. Mas, recentemente, ele moveu-se em uma nova direção. O governo despejou recursos em um punhado de campeãs estatais, particularmente de recursos naturais e telecomunicações. Também criou um novo modelo de política industrial: substituiu a propriedade governamental direta por indireta por meio do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e sua subsidiária de investimentos (BNDESPAR) e trocou o controle majoritário por minoritário ao adquirir ações de uma ampla gama de diferentes empresas. Sergio Lazzarini, do Insper (Instituto de Ensino e Pesquisa), e Aldo Musacchio, da Harvard Business School, batizaram o modelo de *Leviatã como Acionista Minoritário* (Wooldridge, 2012).

The Economist coloca sua esperança de que “dias melhores virão”, para o liberalismo, baseada, simplesmente, em sua visão elitista da meritocracia. Se a “nova elite” dirigente de empresas estatais teve sua mente formada em universidades inglesas ou norte-americanas, ela espera que, mais cedo ou mais tarde, converterão o capitalismo de Estado em capitalismo liberal.

Segundo Bobbio (1986, p. 818-820), o *neocorporativismo* constitui um conjunto de mudanças ocorridas nas relações entre Estado e organizações representativas de interesses particulares, nos países capitalistas com regime democrático. É forma particular de intermediação de interesses entre a sociedade civil e o Estado. Contrariamente ao que ocorre no *sistema particularista*, no *sistema neocorporativista* os interesses gerados na sociedade civil são organizados em “grupos de produtores”, seja em sindicatos dos trabalhadores, seja em associações empresariais.

A solução neocorporativista se impôs em países e períodos históricos em que os governos se basearam em coalizões partidárias com hegemonia trabalhista. É uma reação à dificuldade de governabilidade neste tipo de transição política, representando para as organizações sindicais a garantia de que o Estado será o promotor de alguns interesses classistas fundamentais, tais como pleno emprego, Estado de bem-estar social e proteção de direitos sindicais. Esta garantia leva os sindicatos a privilegiar a negociação política acima da atividade conflitivo-contratual. Este processo pode levar à centralização da estrutura sindical e da atividade de negociação.

2.2 Empresas paraestatais

Na história recente do capitalismo de Estado no Brasil, é importante registrar o simbólico evento ocorrido em abril de 2011, quando, indiretamente, com os maiores fundos de pensão patrocinados por empresas estatais e o BNDES Participações S.A. (BNDESPAR), o governo

retomou o controle majoritário da maior empresa de mineração, a Vale. Ela explora riqueza do subsolo brasileiro, principalmente, para exportação.

Os maiores fundos de pensão fechados – Previ, Petros, FUNCEF e Fundação CESP (FUNCESP) –, que juntos possuem cerca de 50% do total de ativos acumulados pela “indústria de fundos de pensão”, reunidos na *holding* Litel, e o governo, via BNDESPAR, atingiram 60,5% do capital votante e 67,5% do capital total da Valepar. Logo após sua privatização, tinham, juntos, 35%. Era clara a predominância de acionistas privados, liderados pela Companhia Siderúrgica Nacional (CSN), controlada por Benjamin Steinbruch, que formou o Consórcio Brasil para disputar o leilão contra o grupo Votorantim, de Antônio Ermírio de Moraes. Ainda no governo Fernando Henrique Cardoso, o conflito de interesses aprofundou a crise entre os acionistas até o descruzamento de participações e a saída da CSN em março de 2001. A presença dos fundos de pensão na Valepar ganhou força.

Em novembro de 2003, segundo reportagem de Ivo Ribeiro e Silvia Fregoni (Valor Econômico, 4 abr. 2011), ocorreu o lance que permitiu a volta direta do governo à Valepar, sendo alvo de crítica por parte dos neoliberais: a aquisição dos 11,6% do InvestVale pelo BNDES. O então presidente do banco, Carlos Lessa, ex-professor da Unicamp e da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), decidiu pela compra desta fatia para evitar que as ações fossem vendidas a Mitsui, que, com isso, superaria 25% e passaria a ter direitos de veto nas decisões estratégicas da Vale. A operação custou ao BNDES R\$ 1,5 bilhão. Pelo valor de mercado da empresa, na época da “reestatização”, esta fatia já valia mais de R\$ 11 bilhões, sem considerar o prêmio de controle.

Com todas essas mudanças ocorridas, a Valepar passou a deter 53,6% do capital votante da Vale, e 33,3% do capital total. Abriu portas para sua “reestatização”, oito anos após. A influência dos 60,5% dos fundos de pensão e do BNDES na Valepar, *holding* que controla a Vale, acabou pesando na decisão da presidenta da República, Dilma Rousseff, de substituir seu presidente, Roger Agnelli, ex-vice-presidente do Bradesco, por um dirigente mais afinado com a estratégia desenvolvimentista.

Outra operação-chave para caracterizar o atual capitalismo de Estado neocorporativista brasileiro foi a capitalização da Petrobras, a maior empresa brasileira, concluída no final de setembro de 2010. Ela aumentou a participação da União na empresa, rendeu cerca de R\$ 30 bilhões ao Tesouro Nacional.

Além do Tesouro, o BNDES e o Fundo Soberano do Brasil (FSB) também subscreveram ações da Petrobras. Antes de o Tesouro Nacional haver realizado a capitalização da Petrobras, foi autorizado a capitalizar o BNDES e a CEF com ações da

petroleira estatal. A CEF passou as suas ações para o Fundo Soberano. Com esta operação, o Tesouro ampliou a “sobra”, pois passou a responsabilidade de subscrição das ações da Petrobras para estes dois entes públicos.

Segundo Ribamar Oliveira (Valor Econômico, 30 set. 2010), ao emitir títulos para que o BNDES pagasse as ações da Petrobras, que subscreveu no processo de capitalização, o Tesouro transformou uma despesa financeira em receita primária, pois foi a emissão destes papéis que permitiu que a “sobra” ficasse no caixa. O impacto desta operação de capitalização no *superavit* primário seria dado pelo valor desta “sobra”. Ressalve-se que a Petrobras atingiu, ao final desta operação de capitalização, a segunda colocação na lista de maiores empresas da América Latina e dos Estados Unidos, no critério de patrimônio líquido.

No caso de investimentos em ações, há dois exemplos significativos de negociações sob a égide do capitalismo de Estado neocorporativista no Brasil, direcionado pelo Estado, por meio da associação entre fundos de pensão e empresas privadas: a Sete Brasil e a Invepar.

Com o pré-sal, nasceu a demanda de 28 sondas de perfuração marítima. Para tornar viável a construção das sondas no Brasil, a Petrobras criou a Sete Brasil, na qual a estatal conta com 10% de participação. Em seguida, outros sete acionistas se tornaram investidores da empresa, os fundos de pensão – Petros, Previ, FUNCEF e Fundação Vale de Seguridade Social (Valia) –, além dos bancos Santander, Bradesco e o Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FI-FGTS). Posteriormente, juntou-se o BTG Pactual, um banco de investimento que faz gestão de riqueza no Brasil, cuja lista de acionistas apresenta, entre outros, as famílias Motta, Agnelli e Rothschild, o fundo de *private equity* J.C. Flowers, os fundos soberanos da China, de Cingapura e de Abu Dabi, assim como o fundo de pensão dos professores de Ontário e a família Santo Domingo, da Colômbia.

Outro exemplo é a Invepar, criada em março de 2000. Hoje, seus acionistas são a Previ, a Petros, a FUNCEF e o grupo OAS. Sua meta estratégica anunciada é “estar comprometida com o desenvolvimento do Brasil”. Ela é uma das principais empresas do setor de infraestrutura rodoviária, aeroportuária e de transportes como o metrô da cidade do Rio de Janeiro.

Para se entender o capitalismo de Estado neocorporativista no Brasil, tem de se tomar conhecimento do *processo de seleção na Previ*, fundo de pensão dos funcionários do Banco do Brasil, para a escolha dos conselheiros de administração e fiscais de empresas em que a fundação detém participação acionária, entre outras, Ambev, CPFL Energia, Gerdau, Neoenergia e Usiminas. Este processo de seleção define o equilíbrio de forças entre diferentes grupos que têm interesse em acompanhar mais de perto as decisões de investimentos da Previ,

o maior fundo de pensão do país com cerca de 25% do total de ativos da “indústria”: funcionários, aposentados e sindicalistas.

Enfim, o argumento analítico é que alteraram-se *a regulação e o direcionamento estratégico das grandes empresas brasileiras*, sejam as estatais em que o Conselho de Administração que define as estratégias da empresa é presidido por membro do controlador (a União), sejam as privadas em que o Estado brasileiro trocou o controle majoritário por minoritário. Ao adquirir ações de empresas estratégicas, via BNDESPar e fundos de pensão patrocinados, o Estado visava elevar a competitividade brasileira. No *modelo de acionista minoritário*, o Estado possui grande influência em todo o Brasil corporativo, inclusive aumentando o retorno destas companhias sobre seus ativos, já que as participações estatais favorecem o provimento de recursos em longo prazo que não conseguem em mercado de capitais.

Nessa nova etapa do desenvolvimento capitalista, também são “donos do dinheiro”, indireta e transitoriamente, os líderes dos sindicatos e partidos políticos que organizam a participação dos trabalhadores nas campanhas de eleições nos fundos de pensão dos empregados das grandes empresas. Não se trata de fenômeno inédito no mundo, pois há exemplos do mesmo ocorrendo mesmo nos Estados Unidos, pilar do dito capitalismo liberal, por meio de dois dos maiores fundos de pensão norte-americanos: o Teachers Union, de Nova York, e o Fundo de Pensão dos Funcionários Públicos da Califórnia. Os dois são multibilionários e administrados por pessoas que foram sindicalistas. Para atender os interesses nacionais estratégicos, o capitalismo de Estado neocorporativista coloca como associados, na negociação dos empreendimentos, representantes dos trabalhadores, empresários e banqueiros. Esta conciliação de interesses parece irritar os radicais dogmáticos, tanto neoliberais, quanto puristas de esquerda.

2.3 Desafio do financiamento dos investimentos

Os investimentos previstos para o quadriênio 2013-2016 foram levantados na pesquisa BNDES Perspectivas do Investimento, que cobre setores responsáveis por 57% dos investimentos na economia, e em projeções econométricas e de especialistas para os demais setores da economia, responsáveis pelos outros 43%. Espera-se um crescimento de quase 30% em comparação ao quadriênio 2008-2011. Destacam-se os *segmentos de petróleo e gás*, responsável por 11% do total do levantamento, bem como *infraestrutura e serviços de transporte*, que puxam o ritmo de crescimento do investimento. Os principais destaques em

infraestrutura estão ligados à *logística*. Fazem parte dos esforços para ampliar a competitividade da economia brasileira.

Nesse sentido, os investimentos em *logística* (rodovias, ferrovias, portos e aeroportos) devem passar de R\$ 80 bilhões para R\$ 179 bilhões, um aumento de 124%, na comparação entre 2008-2011 e 2013-2016. Na indústria, o *setor automotivo* apresenta melhor desempenho com o cenário de maior dinamismo do mercado interno.

Os investimentos no *setor de óleo e gás brasileiro*, para o quadriênio 2013-2016, estão estimados em R\$ 405 bilhões. Estas inversões se concentram nas atividades de exploração e produção e refletem, principalmente, os investimentos da Petrobras. Do valor a ser investido pelo setor, destacam-se os recursos destinados ao desenvolvimento da produção no pré-sal e à construção de sondas de perfuração em estaleiros nacionais.

O Programa de Investimentos em Logística, anunciado pelo governo federal, tem como objetivo investir R\$ 133 bilhões em obras de duplicação, melhorias e construção por meio de concessões de 7,5 mil km de rodovias e 10 mil km de ferrovias. Do total, R\$ 91 bilhões irão para a malha ferroviária, e R\$ 42 bilhões para a rodoviária. O cronograma estipula que nos primeiros cinco anos, o investimento já seja de R\$ 79,5 bilhões, enquanto que o restante – R\$ 53,5 bilhões – será investido ao longo dos 25 anos seguintes.

No *setor ferroviário*, destaca-se a expansão da malha existente, com a construção de novos trechos e a remodelação de trechos existentes. A expansão da rede deverá representar cerca de 43% do investimento previsto para o período. No *setor portuário*, a criação de novos portos públicos, com administração privada, poderá representar cerca de 30% do investimento no período. Nos *setores rodoviário e aeroportuário*, destaca-se a participação privada em novas concessões, aproximadamente 19% do investimento previsto no setor aeroportuário e 35%, no setor rodoviário.

2.4. Abordagem neoliberal

De acordo com o Modelo dos Três Hiatos, apresentado por Bacha (1982, p. 285-310), os recursos escassos – a escassez de poupança, a restrição fiscal e o teto de divisas –, poderiam limitar o crescimento do investimento da economia brasileira. Ainda se escuta e lê, na mídia, esta afirmação peremptória.

A abordagem ortodoxa do problema do financiamento em longo prazo, em geral, adota a metodologia de examinar os dados de Poupança e Investimento das Contas Nacionais do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), segregados pelos setores público e privado. O problema deste tipo de investigação baseada nas Contas Nacionais é que não se

atenta para a precariedade destas informações e o viés metodológico que condiciona as análises realizadas a partir delas, caso o analista não esteja atento aos limites de suas *proxies*. Elas transformam a “poupança privada” em variável contábil residual. Portanto, ela não é resultado direto de decisões.

A aproximação da realidade propiciada por essa Contabilidade Social é imperfeita, constituindo um indicador precário do financiamento do investimento no Brasil. Entretanto, desta abordagem contábil é deduzido o *diagnóstico ortodoxo para carência de mercado de crédito de longo prazo*:

- 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 representa desincentivo à poupança.
- 4) O sistema tributário, com taxação excessiva dos investimentos financeiros de prazos mais longos, inibe o hábito de poupar.

Daí, o economista ortodoxo deduz que “o círculo virtuoso brasileiro, onde democracia, equidade, consumo e crescimento econômico se retroalimentam, é inversamente proporcional com a perspectiva de taxa de poupança das famílias.” A terapia maléfica deduzida a partir deste raciocínio seria um retrocesso político.

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

A *agenda neoliberal* envolve 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 agenda impopular é 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 apresentá-la em campanha eleitoral e levá-la adiante caso seja eleito?

Essa agenda propõe também a extinção do crédito direcionado e dos fundos sociais compulsórios sob a alegação de que 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 o respaldo popular aos benefícios sociais (empregos gerados e outros) provenientes das aplicações destes fundos públicos no cumprimento da missão social destas instituições financeiras.

Praticamente todos os grandes projetos de investimento em andamento exigem financiamento em longo prazo: estádios de futebol, aeroportos, portos, estradas, transporte urbano, extração de petróleo do pré-sal, energia etc. Deve o BNDES ficar inerte e aguardar o esperado desenvolvimento do mercado de capitais? Isto não faz sentido para os economistas que adotam uma abordagem desenvolvimentista.

Em termos abstratos, a idealização dos liberais de uma economia de livre mercado levaria a que setores sem competitividade para sobreviver fossem eliminados. Conduziria o país a se especializar naqueles setores nos quais houvesse vantagens competitivas, ou seja, o país se limitaria à vocação agrícola, e continuaria comprando no mercado externo, via abertura para o comércio exterior, os produtos de setores industriais não disponíveis internamente a preços competitivos.

Na abordagem contrária à essa, os fundos sociais e o crédito dirigido são atividades que se relacionam com as próprias funções de alocação por parte do Estado. Estes aspectos histórico-institucionais, não considerados pela “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 no mundo.

2.5. Abordagem sistêmica

O desenvolvimento do mercado de capitais poderá ajudar o capitalismo de Estado neocorporativista no Brasil, tanto com previdência complementar, quanto com *funding* para financiamento em longo prazo. Para tanto, necessita-se de empatia para se colocar sob os distintos pontos de vista dos diversos agentes participantes deste mercado e conseguir reformá-lo no sentido desenvolvimentista.

Trata-se de uma sociedade antagônica, cujos conflitos de interesses nascem do fato de o maior lucro derivar do menor custo com o pagamento de outros agentes econômicos. A

conciliação exige que, em certas circunstâncias deste jogo antagônico, seja melhor substituir a maximização do ganho pela minimização da perda, pactuando uma “solução meio-termo” que atenda todos os interesses. Uma reforma, para ser politicamente bem-sucedida, de maneira coletiva, exige a concessão de direitos e o compartilhamento de ganhos.

Para desenvolvimento do mercado de títulos de dívida privada direta, via emissão de debêntures, no Brasil, ele terá de emular ou procurar emparelhar-se, imitando e seguindo o exemplo do mercado de títulos de dívida pública, tendo em conta o custo de oportunidade deste. Este está deixando de oferecer rentabilidade tão elevada quanto antes, porém tem mercado secundário bem organizado para os títulos serem negociados previamente à data de vencimento e, distintivamente, seu risco é soberano. O Tesouro Nacional assume sua garantia, além de, em ocasiões emergenciais, os resgatar, dando-lhes liquidez.

No passado, a expansão do mercado de títulos privados de longo prazo teve como obstáculo os juros altos, que atraíam os investidores para os títulos públicos, e desequilibrariam os fluxos de caixas das empresas caso emitissem títulos de dívida direta. A redução do patamar dos juros básicos abre uma inusitada oportunidade para estes títulos privados de longo prazo. O governo elaborou um pacote de incentivos à captação de recursos de longo prazo, no mercado de capitais, que inclui estímulos fiscais aos investidores que aplicarem em títulos vinculados a projetos de infraestrutura e garantias firmes dos bancos públicos.

Se esse mercado deslanchar, o governo poderá reduzir a pressão sobre o BNDES, que teve atuação anticíclica importante, mas com custo fiscal elevado. Reportagem de Mônica Izaguirre, publicada pelo Valor Econômico (05/02/2013), registra que, em dezembro de 2012, o estoque de títulos emitidos pelo governo para reforçar as disponibilidades financeiras e capacidade de crédito dos bancos públicos somava R\$ 406,9 bilhões, o equivalente a um quinto do total da dívida pública mobiliária federal. Nos últimos dez anos, este valor cresceu nada menos do que 34 vezes. Em 2002, somava apenas R\$ 11,8 bilhões, ou 2,1% do total. Este montante chegou a cair a R\$ 9,9 bilhões em 2006, mas desde então sobe. Os créditos do governo federal para o BNDES somavam R\$ 371,7 bilhões no fim de 2012.

Esses números não incluem o que foi injetado nos bancos como aumento do capital social. As capitalizações têm sido preferencialmente feitas mediante a entrega de ações de outras empresas, e não de títulos públicos. Foi o que ocorreu com a CEF, que recebeu papéis da Petrobras também no fim do ano de 2012.

O governo federal tem preferido dar crédito em vez de capitalizar os bancos públicos por causa do impacto mais favorável no resultado fiscal. Já as capitalizações feitas via

emissão de títulos do Tesouro têm impacto na dívida líquida do setor público. Na operação de crédito, o Tesouro entrega os papéis aos bancos, que podem negociá-los no mercado para fazer caixa. Como a entrega dos títulos é contabilizada como crédito e não como aumento de capital, o gasto aparece nos resultados (primário e nominal) das contas governamentais, mas não aumenta a dívida líquida do setor público não financeiro (DLSP), importante indicador fiscal. O aumento do endividamento mobiliário causado pela emissão de títulos pelo Tesouro para reforçar os bancos é neutralizado porque estes aportes também são contabilizados como crédito nos ativos.

A *dívida líquida* do setor público é a diferença entre passivos e ativos acumulados pelas três esferas do governo e empresas estatais. A *dívida bruta*, que atingiu 58,6% do PIB, em dezembro de 2012, só contabiliza os passivos das três esferas. Eleva-se quando o Tesouro Nacional lança títulos de dívida pública e dá “empréstimos perpétuos” para capitalizar bancos públicos. Eles alavancam estes recursos e dão retornos via pagamento de juros e dividendos ao Tesouro. São descontados da dívida bruta, para se calcular a *dívida líquida*, que caiu para 35,1% do PIB, em dezembro de 2012. Este é um aspecto do arranjo financeiro encontrado para o financiamento em longo prazo no Brasil.

2.6 Abordagem dinâmica

Diferentemente de outras pesquisas, que produzem apenas conhecimento factual e descritivo, estatístico e fragmentado, é preferível arriscar uma abordagem sistêmica voltada para o futuro suposto, possível e esperado da economia brasileira. Sugere-se um olhar prospectivo, tentando ver adiante. Seu foco está na preparação do financiamento em longo prazo para este futuro previsto.

Nessa abordagem dinâmica, *financiamento não depende de “poupança”*. Aliás, pode-se descartar este conceito de *poupança*, pois é totalmente dispensável e tem substituto adequado no conceito de *funding* ou fonte de financiamento.

Em visão sistêmica e dinâmica, *o sistema bancário multiplica a quantidade de moeda à medida que empresta*. Isto é possível porque ele funciona como um todo e porque os depositantes retiram pouco papel-moeda do total de depósitos à vista. Para os bancos, qualquer disponibilidade em seu passivo, não utilizada em novos empréstimos ou aplicações financeiras, implica custo de oportunidade. Os custos não devem ser considerados como absolutos – convém considerar alguma melhor oportunidade de benefícios não aproveitada.

O suprimento de moeda cresce com o uso, ou seja, *as fontes de financiamento expandem-se por meio do endividamento*. Vice-versa, se todos tomadores de empréstimos os

amortizassem, liquidando-os, simultaneamente, toda a oferta de moeda criada seria extinta. Isto é, aconteceria um processo de “destruição da moeda”. Repentinamente, ela deixaria de existir como ativo, na contabilidade bancária. Toda a economia se paralisaria com a escassez de liquidez. A moeda, portanto, é criada e destruída em função, respectivamente, do endividamento e do pagamento de dívidas.

Por sua vez, *o multiplicador de renda é um tipo de multiplicador de gastos*. Segundo este conceito macroeconômico, uma variação nos gastos autônomos (investimento, gasto governamental ou exportações líquidas) induz variação no valor agregado (renda composta de salário, lucro, juro e aluguel) superior à variação inicial nos gastos.

A variação inicial nos gastos provoca um incremento primário sobre a renda daqueles agentes econômicos que são recebedores destes gastos. Eles ampliarão seu consumo, seja com recursos próprios, seja com recursos tomados emprestados de terceiros, de acordo com a propensão marginal a consumir, levando a nova ampliação da renda. Os agentes beneficiados por este incremento secundário também aumentarão seu consumo, provocando novo acréscimo de renda, e assim por diante, na sequência *riqueza-crédito-gastos-renda*. Por meio desta multiplicação, as elevações de consumo induzidas pelo gasto inicial fazem que, no final, a renda cresça mais que a própria variação inicial da despesa.

Pode-se deduzir que *o multiplicador de gastos autônomos é inversamente proporcional à fração de retirada (aplicações em outros ativos) por ciclo de gastos* ou, o que é o mesmo, à diferença entre a unidade e a fração gasta novamente, devido à propensão marginal a consumir. Depois de todas as rodadas ou os ciclos de gastos, o aumento total na renda será a resultante de todos os gastos em consumo acumulados. Haverá, concomitantemente, *aumento no total de aplicações em ativos financeiros* que servem de lastro como passivos bancários dos empréstimos efetuados pelos bancos para alavancar os gastos, seja em consumo, seja em investimento.

Para os bancos, desde que haja demanda por endividamento, novos empréstimos são concedidos. Se isto não ocorrer, são feitas aplicações financeiras em carteiras de títulos financeiros. O setor bancário tem de oferecer produtos financeiros adequados para administrar os “hiatos de *durations*”, ou seja, entre os prazos médios ponderados (pelos valores presentes relativos dos fluxos de caixa) de vencimentos de seus ativos e passivos. É necessário *articular os conceitos dinâmicos de multiplicador de gastos e de moeda*, para entender como renda e *funding* são multiplicados, paralelamente, ao longo do tempo futuro.

3 RIQUEZA PESSOAL E CORPORATIVA COMO POTENCIAIS FONTES DE FUNDING

O número de bilionários brasileiros na lista da revista Forbes tem se elevado anualmente. Passou de 18 para 30, entre 2010 e 2011, quando suas fortunas somaram US\$ 131,3 bilhões. Em 2012, o patrimônio de 36 deles somava US\$ 151 bilhões. No ano de 2013, este número subiu para 46 pessoas que, juntas, possuíam US\$ 189,3 bilhões. Para comparar, o total dos ativos dos fundos de pensão fechados no país alcançava, em dezembro de 2012, R\$ 668 bilhões, ou seja, a riqueza pessoal dos bilionários equivalia a 57% desta riqueza corporativa. Havia cerca de seis milhões de participantes ativos e dependentes nos fundos de pensão fechados. Em outros termos, o capital de base trabalhista, quando agregado, superava o capital dos maiores capitalistas.

Somando os ativos dos fundos de pensão fechados (R\$ 668 bilhões) e abertos (R\$ 326 bilhões), alcançou-se quase um trilhão de reais (R\$ 994 bilhões) em dezembro de 2012. Considerando-se o PIB em valores correntes de 2012 (R\$ 4.402,5 bilhões), este saldo total equivalia a 23%.

Há muita concentração na “indústria de fundos de pensão fechados”. Por razões históricas, as Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) com patrocínio público eram 25,2% das entidades, com 32,6% dos participantes e 64,4% do investimento. Os sete maiores – Previ, Petros, FUNCEF, Fundação Cesp, Fundação Itaú Unibanco, Valia e Fundação Sistel de Seguridade Social (fundo de previdência do antigo sistema Telebras), quase todos patrocinados por empresas públicas, detinham 56% dos investimentos. Estes participam dos grandes empreendimentos estratégicos.

O *ranking* por porte revelava que da quinta à sétima posição cada qual possuía investimentos equivalentes a cerca de 10% dos R\$ 166 bilhões da Previ. A partir da décima posição, em ordem declinante, cada fundo de pensão já detinha menos de R\$ 10 bilhões. Como havia 330 EFPC ativas, em dezembro de 2012, a dedução é que menos da metade do patrimônio de R\$ 668 bilhões (15,2% do PIB) era pulverizada entre pequenos fundos de pensão.

Não se espera que os gestores desses fundos de pensão menores invistam em infraestrutura sob forma de participação direta (Lopes, 2012). Há carência de quadros qualificados para tanto, os gestores têm o foco em atividade operacional e não em estratégia de investimento. Fogem do risco de eventual “marcação a mercado” contaminar seus balanços, desalojando-os da direção destes fundos. Investimentos em projetos de grande porte

eles só farão de forma sindicalizada e/ou em Fundos de Investimento em Participações (FIPs). Assim sendo, empreendimentos estruturados com finalidades estratégicas nacionais serão realizados apenas pelos grandes fundos de pensão patrocinados por empresas públicas.

Segundo o World Ultra Wealth Report 2012-2013, os Ultra High Net Worth Individuals (UHNWIs), no Brasil, eram os 4.640 indivíduos que possuíam patrimônio de mais de US\$ 30 milhões ou renda anual de mais de US\$ 20 milhões em 2013, apropriando-se de US\$ 865 bilhões. No ano anterior, 4.725 UHNWIs possuíam US\$ 925 bilhões. Entre os UHNWIs, esta fonte estimava que estavam 49 bilionários possuidores de cerca de US\$ 300 bilhões em 2013.

Os ativos sob administração de *private banking*, segundo estatísticas da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), somaram R\$ 527,3 bilhões, em dezembro de 2012, sendo 46% (R\$ 244,6 bilhões) aplicados em Fundos de Investimentos. O número de clientes de *private banking* declinou de 50,6 mil no fim de 2011, para 48.802 em dezembro de 2012.

Este número representava menos de um terço da estimativa de 165 mil milionários no Brasil efetuada pela pesquisa da Capgemini Merrill Lynch Global Wealth Management: 2012 World Wealth Report. Os dados de patrimônio disponível para investimento acima de um milhão de dólares incluem o valor de posições em empresas de capital fechado apresentadas pelo valor contábil, bem como todas as formas de ações cotadas em mercados públicos, títulos de investimentos, fundos e depósitos em dinheiro. Os números não incluem artigos de coleção, produtos de consumo, bens de consumo duráveis e imóveis usados como residência principal.

Segundo os Relatórios Anuais Consolidados da Declaração do Imposto de Renda de Pessoa Física (DIRPF), divulgados pela Secretaria da Receita Federal do Ministério da Fazenda, o valor dos bens e direitos, em 2002, alcançava R\$ 1.499,38 bilhões com 11,925 milhões de declarantes, ou seja, média patrimonial de R\$ 126 mil. O valor total dos bens e direitos em 2010 (R\$ 4.464,00 bilhões) foi multiplicado por três e o dobro de declarantes (23,963 milhões de contribuintes) passou a receber renda não isenta. A média patrimonial deles foi em torno de R\$ 190 mil. Os dados sugerem ter ocorrido enriquecimento financeiro no período.

Outra evidência importante para destacar a importância da riqueza pessoal é que, segundo o Relatório Anual Consolidado da DIRPF de 2011, os ativos financeiros representavam 52% do total dos bens e direitos. Este valor representava 77% do total de haveres financeiros, ou seja, mais de três quartos do M4 eram riqueza de pessoas físicas.

O número de contas bancárias (depósitos a vista, a prazo, de poupança, letra de crédito imobiliário e outros) passou de cerca de 75 milhões para 175 milhões, aumentando cem milhões entre dezembro de 1999 e dezembro de 2011. No final do primeiro ano do segundo mandato do governo Fernando Henrique Cardoso, 2,05% das contas bancárias não eram protegidas pelo Fundo Garantidor de Crédito (FGC) e possuíam 70,92% do valor total. No final do primeiro ano do primeiro mandato do governo Dilma Rousseff, 1,21% não protegidas possuíam 72,73%. Elevou-se de 1,536 milhão para 2,132 milhões o número de contas não protegidas pelo FGC, acima do valor nominal de R\$ 20.000, em dezembro de 1999, e de R\$ 70.000, em dezembro de 2011.

Passaram-se três mandatos presidenciais (um de Fernando Henrique Cardoso e dois de Luiz Inácio Lula da Silva) e, desconsiderando a inflação, houve a elevação do valor nominal desses ativos financeiros de R\$ 246 bilhões para R\$ 1.331 bilhões, ou seja, multiplicou-se mais de cinco vezes no período. Para se ter um comparativo, o PIB brasileiro, em 1999, alcançou R\$ 973 bilhões (ou US\$ 536,5 bilhões) e, em 2011, R\$ 4.143 bilhões (ou US\$ 2.367 bilhões), elevando-se pouco mais de quatro vezes. Logo, o saldo destes ativos passou de 25% do PIB para 32% do PIB. Isto pode ser visto como resultado tanto de maior inclusão financeira quanto do enriquecimento da massa de investidores, embora haja indícios de que tenha ocorrido concentração desta riqueza financeira. O fato é que o *funding* para empréstimos, captado por bancos, aumentou relativamente ao valor agregado. Então, o próprio endividamento criou um circuito financeiro multiplicador: demanda por crédito – concessão – captação de *funding*.

A “indústria de fundos” foi constituída, após 1998, principalmente, para carregar o estoque da então crescente dívida pública, facilitando sua “rolagem”. Embora a relação dívida mobiliária federal (fora do Banco Central do Brasil) em relação ao PIB esteja agora declinante, espera-se que os fundos de investimentos prossigam nesta “missão” ainda por longo tempo. Entretanto, pode-se especular que a oferta de novos títulos de dívida privada corporativa, como debêntures emitidos diretamente por grandes empresas não financeiras ou letras financeiras emitidas por bancos, oferecerá alternativa competitiva em contexto de baixa taxa de juros real. Estes novos produtos financeiros ou as “garantias firmes” assumidas pelos bancos em operações estruturadas para grandes empresas não financeiras poderão ser adquiridos pelos fundos.

A dedução relevante dessa análise da riqueza financeira diz respeito à necessidade de incentivar o lançamento de produtos capazes de captar *funding* para lastrear o financiamento em longo prazo da estratégia de desenvolvimento nacional. Eles deverão atrair a atenção dos

gestores de modo a mudarem a tradicional seleção de carteira de ativos financeiros, antes quase toda focada em títulos de dívida pública com risco soberano, liquidez elevada e rendimento real positivo.

De maneira impressionista, destaca-se, na tabela 1, o total geral de todas as formas de manutenção de riqueza financeira: ultrapassa três vezes o valor do PIB brasileiro. Entretanto, deve-se descontar o somatório do estoque de derivativos, que alcança perto de 45% do total dos ativos financeiros – cifra que impressiona, mas não representa, de fato, riqueza financeira disponível para outros fins. A soma dos títulos financeiros de renda fixa e variável (150% do PIB), sim, constitui riqueza mobilizável ou passível de transferência ou conversão em outros ativos. A capitalização bursátil, representativa dos valores de mercado das sociedades abertas, possui volatilidade contínua, mas sinaliza as condições favoráveis ou não para o lançamento primário de ações. Representa, para cada investidor, uma possibilidade de realização do lucro ou ganho de capital por meio do mercado de renda variável.

Mesmo restringindo-se o exame apenas às fontes potenciais de financiamento interno em longo prazo no mercado de títulos de renda fixa, constata-se que este representa cerca de 95% do PIB. Entre títulos públicos, corporativos, bancários, de cessão de crédito, é possível fazer inovações financeiras e incentivar os investidores a selecionarem carteira de ativos de maneira favorável à estratégia nacional de desenvolvimento socioeconômico.

A Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) permaneceu em R\$ 798,7 bilhões em valores correntes de dezembro de 2012. A Taxa de Poupança Bruta foi estimada pelo IBGE em apenas 14,8% do PIB. Isto revela a falta de importância deste conceito como uma suposta restrição ao investimento. Há *funding* ou capacidade de financiamento abundante para elevar a taxa de investimento (18,1% do PIB).

TABELA 1
Estoques do mercado financeiro brasileiro (2011)¹

Ativos financeiros	Ano de 2011	R\$ bilhões	(%)	AF / PIB
Títulos corporativos	Debêntures	397	2,97	9,58
	Outros	13	0,10	0,31
	Total (a)	410	3,07	9,90
Títulos bancários	Depósitos a vista	202	1,51	4,88
	Poupança	421	3,15	10,16
	CDB	753	5,64	18,18
	LF ²	149	1,12	3,60
	Outros ³	30	0,22	0,72
	Total (b)	1.555	11,64	37,53
Títulos de cessão de crédito (c)		179	1,34	4,32
Títulos privados (a+b+c)		2.144	16,05	51,75
Títulos públicos (d)		1.783	13,35	43,04
Mercado de renda fixa (a+b+c+d)		3.927	29,40	94,79
Mercado de ações ⁴ (e)		2.294	17,17	55,37
Mercado de renda fixa + variável (a+b+c+d+e)		6.221	46,57	150,16
Mercado de dinheiro	DI	711	5,32	17,16
	Compromissadas	484	3,62	11,68
	Total (f)	1.195	8,95	28,84
Mercado de derivativos ⁵ (g)		5.943	44,49	143,45
Total geral (a+b+c+d+e+f+g)		13.359	100,00	322,45
PIB		4.143	-	100,00

Fonte: ANBIMA, Banco Central do Brasil (2013), Tesouro Nacional, CETIP e BM&FBovespa.

Elaboração do autor a partir de TORRES FILHO, E. T.; MACAHYBA, L. (2012).

Notas: ¹ Estoque – posição do final de dezembro de cada ano. Para as operações compromissadas foram utilizados o giro correspondente ao penúltimo dia do ano.

² Letras financeiras.

³ Inclui cédula de debêntures, depósitos a prazo com garantia especial (DPGE), letra de câmbio, letra financeira e recibo de depósito bancário (RDB).

⁴ Posição de capitalização bursátil da BM&F-Bovespa.

⁵ Somatório do estoque de derivativos em custódia na Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos (CETIP) e dos contratos em aberto da BM&F-Bovespa do último dia útil do ano.

4 DESAFIO: REALOCAÇÃO DO CAPITAL

4.1 Antecedentes históricos

Nos vários momentos de descontinuidade do processo de industrialização, nos quais a diversificação da estrutura produtiva em direção a setores de maior intensidade tecnológica exigiu investimentos de maior volume e prazo de maturação, o sistema financeiro privado foi incapaz de responder ao desafio do financiamento dos novos empreendimentos. A resposta encontrada sempre envolveu, em graus diferenciados, a combinação do sistema financeiro público e de fontes externas.

Durante muitos anos, até pelo menos meados dos anos 1990, a instabilidade decorrente da inflação foi a razão crucial para, sob o grande risco de fragilização financeira, a não tomada de crédito indexado em longo prazo. Diante deste quadro de incerteza, a solução para viabilizar o financiamento do investimento a longo prazo foi a instituição de fundos públicos de “poupança compulsória”, oriundos de deduções da folha de salários e do faturamento das empresas, tais como o FGTS e o FAT, que constituíram o *funding* principal dos bancos públicos e também das operações de repasse, com maior prazo de retorno, dos bancos privados. O sistema de financiamento desenvolvimentista, *lato sensu*, se constituiu ainda de direcionamentos de recursos provenientes da exigibilidade de reserva dual, parte compulsória, parte com imposição de custo de oportunidade, sobre os depósitos dos bancos comerciais, tanto públicos, quanto privados. São incentivados setores prioritários como agricultura, habitação, microcrédito etc.

Por período suficientemente longo não houve aumento da taxa de investimento com intensidade necessária para consolidar uma demanda ampliada por fundos de empréstimos em longo prazo. Contudo, as razões relativas à demanda por fundos não explicam porque, independentemente disto, não se constituíram esquemas de financiamento pela ótica da oferta capazes de substituir os tradicionais fundos sociais. O mercado de capitais privado, seja por meio de mercado de títulos de dívida direta, seja via emissões de ações, não tinha se desenvolvido de maneira suficiente.

Para explicar essa atrofia do financiamento em longo prazo por meio de instituições privadas é necessário considerar que, apesar da relativa estabilidade de preços lograda desde meados dos anos 1990, a economia brasileira ainda padece de alta instabilidade monetária. Ela se expressa em altos patamares (e volatilidade) das taxas de juros e frequentes desalinhamentos e volatilidade da taxa de câmbio. Esta instabilidade foi agravada por uma

política monetária de corte *stop-and-go* que privilegiou a estabilização inflacionária, inclusive interrompendo ciclos de retomada de crescimento econômico.

Essa elevada instabilidade monetária e cambial, embora mitigada a partir de meados da primeira década dos anos 2000 por conta da redução da vulnerabilidade externa, tem implicações cruciais sobre a atividade financeira, mormente sobre aquela que é talvez seu maior risco quando se trata de intermediar fundos: o descasamento de prazos (ou o hiato de *durations*) entre passivos e ativos bancários. Assim, a instabilidade monetária amplia a possibilidade de que determinado financiamento tenha as condições iniciais do *funding*, relativas à taxa de juros de captação paga em depósitos a prazo pós-fixado em porcentagem de Certificado de Depósito Interbancário (CDI), alteradas durante seu prazo de vigência.

Se esse risco de variações dos juros é elevado, os intermediários financeiros buscam mitigar o risco de realizar a transformação ou o alongamento de prazos. No mercado de títulos, aqueles que cedem recursos, os emprestadores, também evitarão operações prefixadas muito longas pelo risco de perda de capital ante à esperada flutuação dos juros e a consequente marcação a mercado. A indexação financeira, utilizando como indexador para a repactuação seja a taxa de juros em curto prazo, seja a variação cambial, não resolve o problema, pois transfere os riscos de fragilidade financeira, devido à indexação do crédito, ao tomador de recursos, reduzindo sua demanda.

Recentemente, esse padrão de financiamento bancário deu mostras de possíveis mudanças, e não só por ter ocorrido alongamento de prazos em crédito imobiliário, crédito consignado e no financiamento de veículos. As garantias oferecidas foram fundamentais para isto. As empresas *corporates* passaram a ter alternativa ao crédito bancário via emissão primária de títulos de dívida direta (debêntures) ou, antes da crise de 2008, de ações. Provavelmente, a ampliação do papel do setor privado virá por meio de mecanismos do mercado de capitais e não do mercado de crédito.

O alongamento do perfil das dívidas aponta para a necessidade de desenvolvimento do mercado de securitização no Brasil, evidentemente se precavendo com a assunção de parte do risco pelo originador do crédito, para evitar a má experiência norte-americana recente. A realização de lucro antecipada, o ganho de liquidez para concessão de novo crédito, propiciando maior rotação de capital, e o compartilhamento dos riscos de crédito, de mercado e de liquidez, propiciado pela transferência do ativo para companhias securitizadoras e, daí, para investidores institucionais, tudo isto sugere uma série de reformas necessárias para alcançar esse objetivo. Estes estímulos ao mercado de capitais serão essenciais para destravar o mercado de securitização e dar suporte a novo ciclo de investimento sustentado.

4.2 Evidências empíricas

Questiona-se se o sistema financeiro nacional cumpre sua função social básica, a de financiar o desenvolvimento socioeconômico brasileiro. Em dezembro de 2002, a relação crédito/PIB era 21,8% do PIB com saldo de R\$ 378,3 bilhões. Dez anos depois, o estoque total de operações de crédito do sistema financeiro nacional atingiu R\$ 2,37 trilhões, correspondendo a 53,6% do PIB, ou seja, 32 pontos percentuais a mais. Se antes esta relação do Brasil superava apenas as dos países da América Latina, exceto a do Chile, atualmente, supera até a mediana desta relação dos países emergentes do Leste Europeu, que é 45% do PIB.

Como o sistema financeiro nacional obteve *funding* para lastrear esse crescimento decenal do crédito já que ele era considerado escasso? Para a resposta, cabe partir de uma constatação não muito comum: a relação financiamento total/PIB não era muito baixa. Em outras palavras, o sistema financeiro nacional cumpria sua função básica, porém os dois destinos do financiamento, para o setor público e para o setor não governamental, deixava uma falsa impressão sobre sua incapacidade de captar *funding*. Em dezembro de 2002, somando-se a relação dívida mobiliária federal/PIB (60,6%) com a relação empréstimos bancários/PIB (21,8%), o financiamento total/PIB atingia 82,4%. Em fevereiro de 2013, a dívida mobiliária federal, fora do Banco Central, avaliada pela posição de carteira, totalizou R\$ 1.864,1 bilhões (41,7% do PIB). O saldo total de crédito do sistema financeiro alcançou R\$ 2.384 bilhões, no mesmo mês, e a relação crédito/PIB manteve-se em 53,4%. Portanto, o financiamento total/PIB alcançou 95,1%.

A entrada de capital estrangeiro, que os economistas ortodoxos chamam de “poupança externa”, ou seja, o *deficit* do balanço de transações correntes nos doze meses anteriores a fevereiro de 2013 acumulou US\$ 63,5 bilhões, equivalente a 2,79% do PIB. Logo, se deduz que a pequena diferença entre o saldo do financiamento total, este *deficit* e o M4 (total de Haveres Financeiros), deve ter sido completada pelo *funding* originário de fundos sociais.

A disponibilidade de recursos nos mercados doméstico e externo possibilitou a elevação da liquidez do sistema bancário, devido principalmente ao aumento do prazo médio das captações bancárias e dos ativos de alta liquidez. Os baixos *spreads* no mercado interbancário, a estabilidade nos estoques de recursos externos no passivo dos bancos (cerca de US\$ 130 bilhões) e a crescente relação dos meios de pagamentos (M4 alcançou R\$ 4,1 trilhões em fevereiro de 2013) sobre o PIB, atingindo cerca de 92% deste, demonstram a disponibilidade de recursos na economia.

Segundo diagnóstico do Banco Central do Brasil de março de 2013 (BCB, 2013, p.17):

o crescimento do crédito foi acompanhado pelo aumento das *captações estáveis*, o que resultou na estabilidade da relação entre essas variáveis no tempo e evidencia *a existência de recursos mais do que suficientes para continuar financiando o desenvolvimento do crédito no país* (grifo nosso).

Merecem destaque, entre essas *captações estáveis*, os depósitos em poupança. Os depósitos a prazo tradicionais tiveram contração no ano de 2012, mas as emissões de títulos, os depósitos de poupança e as operações compromissadas mais que compensaram esta queda. Entre os títulos, destacaram-se letras financeiras (LF), letras financeiras subordinadas (LFS), letras de crédito imobiliário (LCI) e letras de crédito do agronegócio (LCA). Quanto às *captações externas*, a dependência das instituições financeiras continuou baixa e estável, aproximadamente 11% da carteira de crédito.

O *crédito bancário*, principal fonte de recursos para as empresas não financeiras no Brasil, segundo o citado Relatório, registrou 65,4% do total das fontes de financiamento do setor não financeiro doméstico, que compreende as dívidas contraídas no mercado de crédito bancário, no mercado de capitais e no mercado externo. Em contrapartida, o *mercado de capitais* alcançou 10,7% destas fontes de financiamento ao longo do ano, com destaque para os títulos de renda fixa: o saldo de debêntures e de notas promissórias alcançou R\$ 210,3 bilhões em dezembro, alta de 36,3% no ano de 2012. A fonte de recursos que cobre as dívidas corporativas restantes (23,9%) é a *captação externa*.

4.3 Inovações financeiras para captação de *fundraising*

O objetivo desta subseção é fazer um breve inventário de produtos financeiros que têm sido lançados para captar passivos de longo prazo e alongar o perfil do endividamento na economia brasileira, ou seja, para cumprir o papel de *fundraising*. O desafio é lançar produtos financeiros via operações estruturadas de mercado de capitais em uma “economia de endividamento” como a brasileira.

São utilizadas outras formas de captar recursos financeiros, em operações no mercado de capitais, tais como Ofertas Públicas Iniciais (*Initial Public Offering – IPO*) de ações, Debêntures, Letras Financeiras, *Project Finance*, Fundos de Investimentos em Participações (FIPs), os chamados *Private Equity* e *Venture Capital*, securitização via venda de CRIs (Cédulas de Recebíveis Imobiliários) e CRAs (Cédulas de Recebíveis Agrícolas), FII (Fundos de Investimentos Imobiliários), FIDC (Fundos de Investimento de Direitos Creditórios). Mas

nenhuma delas tem escala de captação similar à realizada via contas bancárias tradicionais: depósitos a vista, a prazo e de poupança.

Depois do auge, atingido antes da crise de 2008, o mercado de capitais entrou em compasso de espera para a retomada de Ofertas Públicas Iniciais (IPOs) de ações na Bolsa de Valores brasileira. Companhias prontas para estrear na bolsa adiam as ofertas enquanto não há um sinal mais claro de recuperação do cenário de instabilidade e volatilidade, impulsionado principalmente pela crise externa. A expectativa pessimista predominante é que, com este quadro de incerteza e risco, os preços das ações possam sofrer um desconto excessivo ou, pior ainda, os IPOs possam fracassar por falta de investidores interessados.

Nesta conjuntura externa desfavorável, os dois terços de investidores estrangeiros, que geralmente participam de IPOs no Brasil, ficam reticentes quanto ao custo de oportunidade. Os emissores também fogem do risco de um IPO com colocações de ações com baixas cotações, sofrendo um desconto elevado do valor de mercado em relação ao valor patrimonial histórico.

Em princípio, as empresas ligadas ao setor de infraestrutura teriam condições de capitalização ideais se captassem recursos via lançamentos de ações. Mas os investidores teriam de assumir riscos em projetos que exigem grandes investimentos com longa maturação.

Na realidade, as quatro maiores fontes de recursos – *autofinanciamento, investimento direto estrangeiro, bancos e mercado de capitais* – não se excluem mutuamente; pelo contrário, são complementares, dadas as diferenças de prazos e custos. Os projetos, frequentemente, utilizam várias fontes de financiamento, dependendo da etapa da obra. Em projetos de porte, muitas vezes a empresa toma um empréstimo-ponte junto aos bancos privados antes de concluído o processo de análise e aprovação por parte do BNDES. Após a conclusão de uma obra financiada majoritariamente por recursos deste banco de desenvolvimento se requer aporte adicional de capital, destinado a colocar o empreendimento efetivamente em operação. Ele poderá ser obtido por meio do lançamento de debêntures.

Com o menor patamar da taxa de juros básica (Selic) os investidores iniciaram uma mudança lenta e gradual em suas carteiras de ativos, buscando títulos financeiros privados com maior rendimento. A regulamentação de uma série de produtos para estimular o lançamento de títulos de dívida privada impulsiona o mercado de capitais. No entanto, a criação de estímulos para os investidores aplicarem no mercado de títulos corporativos local, em longo prazo, depende de desoneração ou incentivo fiscal.

Debênture é título emitido por sociedade anônima, com garantia de seu patrimônio e *com* ou *sem* garantia subsidiária da instituição financeira que a lança no mercado, para obter

recursos em médio e longo prazo, destinados normalmente a financiamento de projetos de investimento ou alongamento do perfil de endividamento. Ela garante ao comprador juros periódicos e reembolso do principal, que é o valor nominal da debênture, na data do seu vencimento, não dando direito de participação nos bens ou lucros da empresa.

A *emissão de debêntures com esforços restritos* foi criada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), em janeiro de 2009, por meio da Instrução nº 476. Com regras mais simples para a emissão, o prazo de estruturação de uma operação chega a cair pela metade, de quatro meses para dois meses ou menos. Até então, a única opção das empresas era a emissão por meio da Instrução nº 400, que regula as ofertas públicas de renda fixa e ações. Pelas novas regras, o banco coordenador só pode ofertar a debênture a, no máximo, cinquenta investidores. Outra limitação é que os compradores, considerando esse universo de cinquenta agentes, não podem passar de vinte.

As emissões com esforço restrito são mais rápidas e mais baratas, por isso há o interesse crescente das empresas. Não têm necessidade de registro na CVM e não precisam, por exemplo, de elaboração de um prospecto. Por ser destinada a um grupo pequeno de investidores, o banco coordenador consegue vender os papéis de forma mais fácil, pois em geral os investidores são clientes conhecidos do banco. Em alguns casos, grandes bancos oferecem “garantia firme” e ficam com os papéis.

A disputa entre os bancos para estruturar emissões de debêntures é grande e concentrada – mais de 80% em apenas cinco instituições financeiras – a ponto de derrubar para simbólico R\$ 0,01 a comissão nas grandes ofertas.

As debêntures emitidas por empresas não financeiras acumularam o estoque de R\$ 210,3 bilhões em dezembro de 2012, atingindo 13,2% do saldo total de financiamentos domésticos a estas empresas contra 10,5% em junho de 2009. Outra inovação financeira foi que 52,3% do estoque das debêntures emitidas pelo setor não financeiro foram escriturados nas carteiras dos bancos face a 15,3% em junho de 2006.

A maior participação desses papéis no estoque das diversas fontes de crédito do setor e o seu gradual “encarteiramento” pelas instituições financeiras são reflexos dos benefícios mútuos para credores e devedores. Para os bancos, estes ativos têm maior liquidez em comparação a uma operação de crédito normal, dado que podem renegociá-los em mercado secundário, seja em caráter definitivo ou por meio de operações compromissadas. Para as empresas, a possibilidade de ofertas públicas com esforços restritos, bem como a isenção do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) para estas operações, favoreceu a redução nos custos de emissão dos papéis.

Outras mudanças possibilitaram o crescimento de debêntures atreladas à inflação. Com a queda do patamar dos juros reais, houve aumento do interesse dos investidores por ativos indexados a índices de preços. Embora as debêntures atreladas a percentual de CDI ainda respondessem pela maior parcela das emissões em estoque, até agosto de 2012, 17,7% do volume de ofertas estavam indexados ao Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).

A indexação estava em linha com as necessidades do principal comprador das debêntures, que eram os fundos de pensão, principalmente, o grande número de pequenos que agregavam cerca da metade dos ativos da “indústria”. Tais investidores institucionais tinham o desafio de cumprir as metas atuariais no cenário de queda de juros. Esta meta, na maior parte dos casos, tinha como referência o IPCA acrescido de 6% ao ano. Os fundos de pensão ficaram então com carência de ativos que lhes permitissem diversificar as carteiras e atingir a meta. Aos poucos, os títulos de dívida pública abrem espaço aos papéis privados nas carteiras dos fundos de pensão.

Além de alterar o índice utilizado na remuneração, as debêntures também foram sendo oferecidas com prazos de vencimentos mais longos. Em agosto de 2012, o prazo médio chegou a 5,3 anos, o maior desde 2009, quando registrava quatro anos. Para ampliar os prazos, os investidores são motivados por retornos maiores.

A destinação dos recursos captados pelas empresas nessas ofertas também estava sofrendo mudanças. Segundo a ANBIMA, 25,5% dos recursos levantados via debêntures, até agosto de 2012, foram destinados a capital de giro. Um ano antes, apenas 13,9% eram empregados com esta finalidade. O refinanciamento de dívidas continuava sendo o principal destino dado ao capital. Em julho de 2012, respondia por 40,5% do montante, sendo que um ano antes era 56,4%.

Letras Financeiras são instrumentos para gerenciar a liquidez e/ou os hiatos de *durations*. Como os bancos emprestam por períodos que podem variar entre 24, 36 ou 48 meses, nem sempre conseguem captar recursos com prazos equivalentes. Por meio das Letras Financeiras conseguem casar o fluxo de entradas (recebimentos) do crédito com o fluxo de saídas (pagamentos) da captação.

As Letras Financeiras foram criadas para dar aos bancos um instrumento de captação alternativo aos Certificados de Depósito Bancário (CDBs), já que possuem prazos de vencimento que podem variar entre dois e seis anos. A prática de mercado era colocar CDBs em até dois anos, mas permitindo cláusula que os transformava em resgatáveis a qualquer momento de acordo com o desejo do cliente. Desde seu surgimento, o ritmo de captação de

Letras Financeiras tem sido muito forte, enquanto se verificou pequena retração na captação via CDBs.

Até a criação das Letras Financeiras, os bancos não podiam emitir títulos de dívida privada no mercado local. Só podiam obter capital por meio de emissão de bônus no exterior. Faltava, de fato, um instrumento alternativo para captação de recursos internos em longo prazo. Tanto que passou a se observar uma diminuição nas captações fora do país, coincidente com a crise internacional.

Letras Financeiras são títulos de dívida bancária similares às debêntures emitidas por empresa não financeira. Apesar de ter pouco mais de dois anos que os bancos passaram-na a emitir, o estoque destes papéis somava R\$ 236 bilhões, em dezembro de 2012, de acordo com a ANBIMA, cifra que correspondia a quase metade do estoque das debêntures na mesma data.

As ofertas estavam fortemente concentradas nos grandes bancos privados de varejo: Itaú, Bradesco e Santander. Com respectivamente, 28% (R\$ 41 bilhões), 26% (R\$ 39 bilhões) e 14% (R\$ 29 bilhões) do acumulado, eles concentravam 67% do total das emissões de Letras Financeiras realizadas nos anos de 2010 e 2011.

Essas ofertas, assim como as de 2012, foram, em sua maioria, colocações privadas. Os bancos distribuíam os papéis no universo de seus clientes, segregadas como Administração de Recursos de Terceiros. Cerca de um quinto do patrimônio dos Fundos estava aplicado em “risco privado”, isto é, títulos emitidos pelas próprias instituições. Os Fundos de Investimento possuíam 18% do saldo dos CDB, 78% das LF e 86% das LFS em dezembro de 2012.

A demanda de crédito em longo prazo era suficiente para bancos não precisarem de nenhum esforço adicional para vender mais esses produtos financeiros. Isto apesar da eliminação destes instrumentos da base de recolhimento compulsório ao Banco Central do Brasil como forma de incentivo ao alongamento dos prazos de captação.

A modalidade de *Project Finance* – forma de financiamento em que a garantia do empréstimo é o próprio fluxo de caixa do projeto em operação – está ganhando mais destaque diante do conjunto de obras de infraestrutura programado pelo governo. Segundo informações da revista Valor Financeiro (setembro de 2012 – Ano 11 – Número 14), no setor de energia, 95% dos projetos de segmento de geração e transmissão são estruturados em *project finance* no BNDES. No segmento de logística (concessionárias, rodovias, portos, aeroportos, terminais multimodais, entre outros), 85% das operações ocorrem nesta modalidade. Quando considerados somente os projetos rodoviários na carteira do Banco, 100% deles são *project finance*.

A modelagem do *project finance* é aplicada pelo BNDES em grandes projetos de infraestrutura desde o final de 1990. A partir de 2003, os projetos de financiamento em longo prazo têm se diversificado em diferentes setores conforme o ciclo da infraestrutura. Além dos já citados, destacam-se os projetos de energia eólica.

A parte substantiva do capital nos financiamentos para as obras de infraestrutura vem do BNDES, sobretudo na etapa de construção. Ele é o “investidor-âncora”, participando com porcentagem entre 60% a 70% do projeto, tanto em empréstimos diretos, quanto via repasses, quando os bancos assumem parte do risco de operação. Os menores custos das linhas de financiamento para infraestrutura do BNDES – composto pela Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) de 5% ao ano, mais *del credere* de 0,9% ao ano e os *spreads* de risco, que variam de 0,5% até 3,5% –, justificam a demanda por seus financiamentos.

A partir da decisão do governo de reduzir para zero a alíquota de Imposto de Renda no investimento de pessoas físicas e de estrangeiros em *debêntures de projetos de infraestrutura*, em julho de 2012, o mercado de capitais começou a ganhar importância na composição dos *project finance*. Passaram a ser estruturados projetos com estas debêntures de infraestrutura, entre os quais fundos de investimento somente com elas em carteira, atreladas a projetos no setor de logística, saneamento e energia, para a captação de recursos das pessoas físicas.

Cada projeto de investimento por meio desse instrumento precisa de análise prévia e aprovação do respectivo ministério setorial. Feito isso, ele publica uma portaria informando ao mercado que se trata de um projeto de infraestrutura considerado prioritário e, portanto, com incentivo fiscal.

As instituições financeiras, seja bancos comerciais, seja bancos de investimento, assessoram as empresas não financeiras na formatação dos projetos das obras, verificam o marco regulatório, discutem os termos com outros bancos e com o BNDES, definem as garantias dadas, fazem a assessoria financeira e estruturação do empréstimo-ponte e do financiamento em longo prazo, o levantamento de recursos, as colocações de ativos aos investidores e os desembolsos. Diante das inúmeras etapas, a elaboração de projetos costuma demorar mais de um ano.

Na fase de execução da obra, a garantia da dívida ocorre junto aos acionistas. Depois de encerrada, o financiador tem as garantias do projeto (ações, receita de pagamentos etc.), livrando o acionista da responsabilidade. O fluxo de caixa gerado pelo projeto, por exemplo, concessões nos setores de transporte e de energia, costuma ser a fonte de pagamento do financiador do projeto por um longo período. Em média, o prazo total dos projetos varia de quinze a vinte anos.

Private equity é um tipo de atividade financeira realizada por instituições que investem essencialmente em empresas que ainda não são listadas em bolsa de valores, com o objetivo de alavancar seu desenvolvimento. Estes investimentos são realizados via Fundos de *Private Equity*, geralmente, em empresas emergentes de maior porte com grande potencial. Em sua maioria são constituídos em acordos contratuais privados entre investidores e gestores, não sendo oferecidos abertamente ao mercado e sim mediante a colocação privada.

A indústria de *private equity* cresceu e adotou governança adequada para atrair investidores e gestores estrangeiros. O BNDES, pioneiro neste processo que ajudou a formação do setor, atuando como *market-maker*, agora está privilegiando o *venture capital*. Isto porque são fundos dedicados a empresas menores, com mais necessidade de apoio.

O *venture capital* é investimento na fundação de uma empresa nova ou expansão de uma empresa pequena. O *buy-out* é aquisição de parte significativa ou até mesmo o controle de uma empresa mais madura em seu estágio de desenvolvimento. Mas há também situações extraordinárias para os investidores tirarem proveito, como investimento em empresas que passam por dificuldades financeiras ou sofrem mudanças impactantes, tais como mudanças regulatórias e de tendências do mercado.

Números extraídos do ABVCAP Data, base de dados oficial da indústria de Participações no Brasil, apontam que o capital comprometido nos fundos de *private equity e venture capital* (PE&VC), em 2012, acumulou R\$ 83 bilhões. Este valor compreende a soma dos valores comprometidos para fundos que foram captados desde o início da década passada até fundos que foram captados no último ano. A pesquisa foi conduzida pela Associação em parceria com a empresa KPMG.

Os Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA) são títulos de crédito agrícola criados em 2004 para servir como instrumento de apoio ao financiamento da produção agrícola no Brasil. O ineditismo está em relacionar investidores pessoas físicas ao agronegócio, campo onde o país tem uma das maiores produtividades em todo o mundo. Estima-se em 27% a participação do agronegócio no PIB, porém ele nunca atraiu estes investidores por conta do longo prazo, o risco de acidentalidades envolvido no ciclo de produção e o risco decorrente de “perdões da dívida”.

Os CRAs são títulos financeiros emitidos, exclusivamente, pelas companhias securitizadoras e vinculados a direitos creditórios originários de negócios que têm como garantia valores a receber de empresas do setor de agronegócio. O mercado de CRAs ainda é muito pequeno. Dados da CETIP S.A. – Balcão Organizado de Ativos e Derivativos

mostravam que o estoque do ativo, isto é, considerando todos os títulos já emitidos, comprados e esperando ser liquidados, atingiu apenas R\$ 361,7 milhões em julho de 2012.

Para incorporadoras, *shopping centers* e o mercado corporativo em geral, os Cédulas de Recebíveis Imobiliários (CRIs) tornaram-se uma forma alternativa de captação de recursos em longo prazo. Para o investidor qualificado, cuja aplicação mínima é R\$ 300 mil, há a vantagem da isenção do Imposto de Renda sobre os rendimentos das pessoas físicas, além de garantir rentabilidade média atraente ao pagar juros mais um índice de preços como o Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M).

Esses fatores foram responsáveis pela grande emissão desses títulos financeiros nos últimos anos, que, segundo dados da ANBIMA, passaram de R\$ 3,19 bilhões em 2009, para R\$ 7,71 bilhões no ano seguinte, até atingir o recorde histórico de R\$ 13,38 bilhões em 2011. Com a queda do total de lançamentos residenciais, em 2012, as incorporadoras também diminuíram as vendas de suas carteiras de crédito. Apesar de o *mercado imobiliário* estar desacelerando, há demanda nas duas outras pernas do tripé de tradicionais emissores de CRIs: *shopping centers e o mercado corporativo*. No entanto, ainda há oportunidades para o mercado residencial, por mais que as incorporadoras tenham diminuído o ritmo de venda, pois elas continuam gerando recebíveis.

O investidor dispõe de outra forma de acessar esse mercado imobiliário com menos dinheiro e menos trabalho: comprando cotas de Fundos de Investimentos Imobiliários (FIIs). Diversos tipos de fundos permitem ao investidor montar uma carteira diversificada e reduzir os riscos, pois existe uma gestão profissional que seleciona os imóveis e os contratos de locação para compor o patrimônio do fundo.

O fundo imobiliário mais adequado para investidores que desejam um fluxo estável de rendimentos deve ser escolhido de acordo com o perfil de renda. Os fundos que investem em *shopping center*, por exemplo, compram imóveis, alugam para lojistas e distribuem a renda líquida dos aluguéis aos cotistas. Há fundos que exploram o segmento de lajes e galpões: compram lajes corporativas com escritórios de alto padrão e galpões industriais, alugam para empresas de grande porte e distribuem a renda aos cotistas. Tendem a apresentar os melhores índices de liquidez.

Esses fundos também compram papéis como os citados CRIs, muitos deles ligados ao pagamento de prestações de construtoras, e LCI (Letras de Crédito Imobiliário), que representam financiamentos da habitação feitos nos bancos que ficaram “sobre aplicados” além da exigibilidade de 65% dos depósitos de poupança. Estas LCIs, cada vez mais procuradas, são títulos de renda fixa, cuja principal vantagem é a isenção de Imposto de

Renda e de Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), tanto para os investidores individuais como para os institucionais. Os bancos costumam oferecer estes produtos a clientes que têm volume de negócios bancários expressivos.

Finalmente, muito utilizados pelos bancos médios como instrumento de captação de recursos até 2011, os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs) foram perdendo espaço para outras alternativas de *funding* que ofereciam dinheiro em longo prazo com custo mais barato, como as Letras Financeiras e os Depósitos a Prazo com Garantia Especial (DPGE), que contavam com a garantia do Fundo Garantidor de Créditos (FGC). O DPGE é espécie de Certificado de Depósito Bancário com garantia maior. O FIDC era um bom instrumento de captação, mas os problemas envolvendo alguns bancos médios aumentaram o custo de emissão. Então, estes bancos passaram a focalizar também outras alternativas de *funding* como Letras Financeiras, emissão de bônus externos e empréstimos sindicalizados.

5 PERSPECTIVA: FUNDO DE RIQUEZA SOBERANA E FUNDOS PREVIDENCIÁRIOS

5.1 Fundo de riqueza soberana

Ainda é temerário avaliar os potenciais impactos macroeconômicos de novas fontes de financiamento do investimento, tais como os fundos oriundos das receitas derivadas de extração do petróleo do pré-sal e os fundos previdenciários. A análise comparativa do Fundo Soberano do Brasil com a experiência mundial dos fundos de riqueza soberana, iniciada décadas atrás pelos petro-Estados e por Cingapura, demonstra que a experiência brasileira é temporã. Também o recém-aprovado FUNPRESP (Fundo de Previdência Complementar do Servidor Público), que irá fazer não só com que o *deficit* da Previdência Social dos servidores diminua, mas também que os fundos previdenciários disponíveis para *funding* se avolumem, ainda está distante dos casos já consolidados dos grandes *fundings* de financiamento em longo prazo no Brasil de origem e/ou destino trabalhista: FGTS, FAT e Entidade Fechada de Previdência Complementar (EFPP).

Fundo soberano ou fundo de riqueza soberana é um instrumento financeiro adotado por alguns países para utilização de parte de suas reservas internacionais para aplicações financeiras e/ou investimentos sociais. Representa uma terapia preventiva (ou espécie de vacina) para se mitigar o risco de uma economia internalizar todo o *superavit* comercial, apreciar a moeda nacional e enfrentar a chamada “doença holandesa”.

O debate a respeito do diagnóstico desse distúrbio cambial está ainda inconcluso. Alguns economistas acham que ele já está apresentando seus sintomas, na economia brasileira, por meio da apreciação excessiva da moeda nacional e redução relativa dos empregos industriais. Outros opinam que este mal, de fato, poderá atacar em longo prazo, quando a exportação do petróleo extraído em águas profundas do pré-sal estiver em pleno ritmo, provavelmente na próxima década.

Os fundos soberanos administram recursos provenientes, em sua maioria, da venda de recursos minerais e petróleo. Segundo o International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG), a principal fonte financeira para os fundos soberanos é a venda de recursos minerais e os *royalties* diretamente ligados à atividade de exploração destes recursos naturais. Embora menos representativa, há uma parcela de recursos oriundas de *superavit* no balanço de transações correntes, sobretudo nos fundos soberanos dos países asiáticos que experimentaram significativo incremento no fluxo financeiro e comercial.

A exportação brasileira de *commodities* estava vivendo um *boom* no comércio mundial. Neste contexto, dada a crescente necessidade de fomentar projetos estratégicos, mitigar efeitos de ciclos econômicos, formar “poupança pública” e promover investimentos em ativos no Brasil e no exterior, foi criado, pela Lei nº 11.887, de 24 de dezembro de 2008, o Fundo Soberano do Brasil (FSB). Ele é um fundo especial de natureza contábil e financeira, vinculado ao Ministério da Fazenda.

A interpretação da opinião especializada foi que o governo buscava também uma forma de combater a excessiva apreciação que a moeda nacional estava sofrendo diante do dólar no mercado de câmbio desde o início da crise global. A regulamentação do FSB veio somente um ano depois de sua criação, por meio de um Decreto presidencial publicado no Diário Oficial da União, em 29 de dezembro de 2009. Por meio dele, o Tesouro ficou autorizado a aplicar os recursos do fundo no mercado interno de câmbio. Podendo cobrar o IOF sobre todo o capital estrangeiro que entra no país para investir em ações e no mercado de renda fixa, e com o FSB, reforçou-se a regulação do mercado de câmbio.

Nos últimos anos, outros países exportadores, principalmente a China, passaram a ter seus próprios fundos soberanos, baseados na exportação de produtos industriais e não apenas de *commodities*. O Brasil entrou neste grupo como participante de pequeno porte. Seu patrimônio de cerca de US\$ 5,3 bilhões – o resultado do aporte de R\$ 14,2 bilhões feito pelo governo quando o fundo foi criado e de aplicações em ações da Petrobras e do Banco do Brasil, além de aplicação financeira na Conta Única do Tesouro, desde então –, em março de 2013, o situava entre os menores do mundo. O maior era o Government Pension Fund –

Global da Noruega, criado em 1990, que acumulava US\$ 715,9 bilhões. Os ativos de todos os fundos de riqueza soberana valiam US\$ 5,368 trilhões.

O potencial de expansão de outro Fundo Social de Riqueza Soberana (instituído pela Lei nº 12.351, de 22 de dezembro de 2010), no futuro, é alto, devido à descoberta, no final de 2007, do reservatório de petróleo na camada pré-sal na costa brasileira, cujo volume total é estimado entre 13 bilhões e 20 bilhões de barris. As atuais reservas oficiais do país são estimadas em 14 bilhões de barris. A previsão é de que o Brasil se tornará um dos grandes exportadores de petróleo do mundo, o que deverá fortalecer o Fundo Social, composto por recursos da União com a renda do petróleo no pré-sal e destinado a investimentos no Brasil e no exterior.

5.2 Fundos previdenciários

Esta pesquisa guiou-se pela tentativa de resposta a uma pergunta-chave: está se configurando no Brasil um capitalismo de estado neocorporativista, com participação dos grandes fundos de pensão (paraestatais ou “neossindicalistas”) nos principais empreendimentos em parceria com o BNDESPAR e as grandes corporações privadas nacionais e estrangeiras?

A hipótese levantada é de que o capitalismo de estado neocorporativista brasileiro se apoia (e se apoiará ainda por muito tempo) em “quatro pernas”: capitais de origem estatal (empresas estatais e BNDESPAR), privada nacional e estrangeira, e trabalhista, via fundos de pensão que ganharam corpo desde a “privatização paraestatal dos anos 1990” e com o crescimento da necessidade de previdência complementar. Incluem-se entre estes os fundos de pensão abertos e os FUNPRESP (Fundos de Previdência dos Servidores Públicos) em gestação. Estes capitais se associam com aplicações, por exemplo, de Fundos Soberanos de Estados Petroleiros nos fundos do BTG-Pactual. Foram reunidos fatos suficientes para evidenciar esta hipótese como verdadeira enquanto não for falseada por novos fatos e argumentos convincentes contrários.

No último passo, coube investigar se, além do Fundo Soberano do Brasil, os projetos de fundos de pensão para os novos servidores públicos federais (FUNPRESP) dos Três Poderes também constituirão, no futuro, possíveis fontes de financiamento interno em longo prazo. O novo regime de previdência dos servidores do Executivo federal entrou em vigor no dia 4 de fevereiro de 2013. A medida visa reduzir o *deficit* com aposentadoria dos funcionários públicos. Haverá um ganho fiscal importante com esta redução do *deficit* do regime próprio dos servidores públicos nas próximas décadas. A projeção é que, em 2028, os recursos financeiros acumulados pelo fundo somarão cerca de R\$ 60 bilhões.

6 CONCLUSÕES

O problema de financiamento interno em longo prazo existente na economia brasileira é o contrário do diagnosticado pela sabedoria convencional. Não era a escassez, mas sim o excesso de “poupança financeira”, isto é, de estoques de riqueza imobilizados em “capital-morto” – ou “morto-vivo”, como é o utilizado em mera rolagem dos títulos de dívida pública –, que levava à estagnação econômica. O dinamismo ocorre quando estes ativos financeiros se transformam em passivos de empréstimos, a moeda circula, os gastos são efetivados, a capacidade produtiva eleva-se com a ampliação da infraestrutura e a melhoria da logística, gerando-se emprego e renda, e melhorando o Estado de bem-estar social.

Avaliados os estoques de ativos financeiros dos detentores de riqueza financeira “em última instância”, isto é, dos capitalistas e trabalhadores de alta renda, deduz-se que o problema-chave é gerar os incentivos para os fluxos de gastos em investimento, empréstimos e renda. Do lado produtivo, as decisões cruciais de investimento ocorrem quando o grau de endividamento é baixo, permitindo aos tomadores de empréstimos assumir risco crescente; as expectativas de vendas e lucros são positivas; o grau de utilização da capacidade produtiva, inclusive de energia e transporte, está acima da capacidade ociosa planejada; há inovação tecnológica, por exemplo, extração de petróleo em águas profundas, e/ou bônus demográfico favorável. Todos estes fatores determinantes de investimento estão presentes na economia brasileira.

Do lado financeiro, está em gestação a miscigenação da economia de endividamento com a economia de mercado de capitais. Comprovam isto as inovações financeiras recentes: grandes empresas não financeiras emitem títulos de dívida direta (debêntures) com longo prazo de vencimento, cujos lançamentos são operações estruturadas por bancos que oferecem “garantia firme” de colocação junto aos investidores e/ou na própria carteira de ativos. Em contrapartida, estes bancos emitem Letras Financeiras (subordinadas ou não), com dois ou cinco anos para vencimento, que segregam em “administração de recursos de terceiros”, isto é, nos fundos de investimentos. Os investidores destes fundos, devido à baixa taxa de juros de referência, em termos reais, estão agora dispostos a assumir maior risco, diversificando entre o risco privado e o risco soberano, com a finalidade de aumentar o retorno financeiro.

As condições, portanto, estão favoráveis para se completar o circuito virtuoso, acelerando a geração de fontes de financiamento em longo prazo para a construção da infraestrutura e logística do Estado de bem-estar social.

REFERÊNCIAS

ANBIMA – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADO FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Boletim financiamento de projetos**, ano 3, n. 3, São Paulo, abr. 2013.

_____. **Metodologia e estatísticas de *private banking***. Relatórios Diversos. São Paulo, [s.d.].

BACHA, Edmar. Crescimento com oferta limitada de divisas: uma reavaliação do modelo de dois hiatos. **Pesquisa e planejamento econômico**, Rio de Janeiro, v. 12, n. 2, p. 285-310, ago. 1982. Disponível em: <<http://goo.gl/6shVSW>>.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de estabilidade financeira**, v. 12, n. 1. Brasília: BCB, mar. 2013.

BOBBIO, Norberto *et al.* **Dicionário de política**. Brasília: Editora UnB, 1986. 1328p.

BRASIL. Ministério da Fazenda. **Fundo Soberano do Brasil** – Relatório de Gestão do Exercício de 2011. Brasília: Tesouro Nacional, maio 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/1ZgX8l>>.

_____. **Relatório de desempenho do Fundo Soberano do Brasil** – 1º trimestre de 2013. Brasília: Tesouro Nacional, jun. 2013. Disponível em: <<http://goo.gl/XoCMV1>>.

LOPES, Guilherme Nogueira. **Serviços de infraestrutura como opção de investimentos para os fundos de pensão**. 2012. Dissertação (Mestrado) – Universidade Estadual de Campinas, 2012.

WOOLDRIDGE, Adrian. The visible hand. **The Economist**, London, 21 Jan. 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/1z6RFv>>.

REFERÊNCIAS COMPLEMENTARES

ABRAPP – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PREVIDÊNCIA PRIVADA. **Consolidado estatístico**. São Paulo: SINDAPP, dez. 2012.

ALMEIDA, Júlio Sérgio Gomes. **Subprojeto: padrões de financiamento das empresas não financeiras no Brasil**. Campinas: CECON-IE-UNICAMP-IE-UFRJ-BNDES, 2009.

BRASIL. Ministério da Fazenda. **Análise econômica da DIRPF 1999**. Brasília: ago. 2000. 32 p. (Texto para Discussão, n. 09). Disponível em: <<http://goo.gl/LXu9gE>>.

_____. Ministério do Trabalho e Emprego. **Avaliação da situação financeira do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT)**. Brasília: CGFAT/SPOA/SE/TEM, mar. 2013. (Nota Técnica, n. 043/2013). Disponível em: <<http://goo.gl/2ultJo>>.

CAPGEMINI; RBC Wealth Management. **Relatório sobre a riqueza mundial 2012**. [s.l.]: Capgemini; RBC Wealth Management, 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/k10g8L>>.

CARNEIRO, Ricardo de Medeiros (Coordenação da Equipe do IE-UNICAMP); CARVALHO, Fernando J. Cardim. (Coordenação da Equipe do IE/UFRJ). **Projeto de Estudos sobre as perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos**. Campinas: CECON-IE-UNICAMP-IE-UFRJ-BNDES, 2009.

CARVALHO, Fernando J. Cardim. **O papel e os limites da expansão recente do mercado de capitais: uma nota introdutória**. Campinas: CECON-IE-UNICAMP-IE-UFRJ-BNDES, 2009.

CEMEC – CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS. **Financiamento dos investimentos no Brasil e o papel do mercado de capitais**. TDI CEMEC 05. São Paulo: IBMEC, jun. 2011. Disponível em: <<http://goo.gl/QZvrNt>>.

_____. **Financiamento dos investimentos no Brasil – Análise preliminar para Relatório trimestral**. TDI CEMEC 08. São Paulo: IBMEC, set. 2011. Disponível em: <<http://goo.gl/LwsQmx>>.

_____. **Relatório trimestral de financiamento dos investimentos**. São Paulo: IBMEC, dez. 2012.

CINTRA, Marcos Antonio M. **O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento**. Campinas: CECON-IE-UNICAMP-IE-UFRJ-BNDES, 2009.

CINTRA, Marcos Antonio M.; PRATES, Daniela M. Fundos de poupança compulsória como instrumentos de *funding* na economia brasileira. In: JAYME JUNIOR, Frederico G.; CROCCO, Marco (Orgs). **Bancos públicos e desenvolvimento**. Rio de Janeiro: Ipea, 2010. cap. 10, p. 289-327. Disponível em: <<http://goo.gl/PSLggS>>.

CINTRA, Marcos Antonio M.; SILVA FILHO, Edison Benedito. (Orgs.). **Financiamento das corporações: perspectivas do desenvolvimento brasileiro**. Brasília: Ipea, 2013. 234p. Disponível em: <<http://goo.gl/k2vhhA>>.

COSTA, Fernando Nogueira. A controvérsia sobre as relações entre investimento, poupança e crédito. **Ensaio de economia monetária**. São Paulo: Bional-Educ, 1992.

_____. Circuito do financiamento. In: **Economia monetária e financeira: uma abordagem pluralista**. São Paulo: Makron-Books, 1999.

_____. Décima lição: circuito monetário. In: **Economia em 10 Lições**. São Paulo: Makron-Books, 2000.

_____. Câmbio, juros e inflação: tateio. **Observatório da economia global**, Campinas, UNICAMP, set. 2011. (Textos Avulsos, n. 8). Disponível em: <<http://goo.gl/q99RXH>>.

_____. **Capitalismo de Estado neocorporativista**. Campinas: IE/UNICAMP, jul. 2012. (Texto para Discussão, n. 207). Disponível em: <<http://goo.gl/FTjBBo>>.

_____. **Poupança: economia normativa religiosa**. Campinas: IE/UNICAMP, jun. 2013a. (Texto para Discussão, n. 220).

_____. **Medição de riqueza pessoal**. Campinas: IE/UNICAMP, jun. 2013b. (Texto para Discussão, n. 221).

DAVIES, James B. (Ed.). **Personal wealth from a global perspective**. Great Britain: Oxford University Press, 2008.

FARHI, Maryse. **Derivativos de crédito**. Campinas: CECON-IE-UNICAMP-IE-UFRJ-BNDES, 2009.

FREITAS, Maria Cristina Penido de. **Subprojeto Crédito Bancário no Brasil: evolução e transformações institucionais**. Campinas: CECON-IE-UNICAMP-IE-UFRJ-BNDES, 2009.

FREITAS, Maria Cristina Penido de *et al.* **Subprojeto Mercado de crédito bancário corporativo**. Campinas: CECON-IE-UNICAMP-IE-UFRJ-BNDES, 2009.

HERMANN, Jennifer *et al.* **Evolução do mercado de ações brasileiro no período 1990-2008: análise empírico-descritiva**. Campinas: CECON-IE-UNICAMP-IE-UFRJ-BNDES, 2009.

KNIGHT, Frank e Citi *Private Banking*. **Relatório de Riqueza – 2012: propriedade e riqueza em perspectiva global**. pdf 68 pág.

NERI, Marcelo Côrtes. Paradoxo da poupança. **Valor econômico**, São Paulo, 24 de abril 2012.

PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de *et al.* **Características e expansão recente do mercado de títulos de dívida: análise empírico-descritiva**. Campinas: CECON-IE-UNICAMP-IE-UFRJ-BNDES, 2009.

SWF Institute. Available at: <<http://www.swfinstitute.org>>.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira; COSTA, Fernando Nogueira. Financiamento de longo prazo no Brasil: um mercado em transformação. **Revista economia e sociedade**. Campinas, UNICAMP, v. 21, número especial, dez. 2012.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira; MACAHYBA, Luiz. **O elo perdido – o mercado de títulos de dívida corporativa no Brasil: avaliação e propostas**. São Paulo: IEDI; Instituto Talento Brasil, jun. 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/w818Ar>>.