

Circuito de financiamento na economia brasileira¹

Fernando Nogueira da Costa

Introdução

Ao contrário do que se propaga, a queda real dos empréstimos, na economia brasileira, durante o regime de alta inflação, não foi só decorrente de uma “má vontade” dos banqueiros. O crédito efetivamente contratado estabelece uma interdependência entre oferta e demanda, ou seja, se ele diminui, trata-se não só de um problema de carência de fundos para empréstimos, mas também de escassez de demanda por esses fundos, dentro das condições contratuais oferecidas. Num contrato *mútuo* – contrato pelo qual se transfere a posse de dinheiro a outrem, que se obriga a pagar-lhe, na mesma moeda, a quantidade recebida acrescida dos juros aceitos – há permutação de interesses entre o *mutuante* e o *mutuário*, ou seja, reciprocidade de vontades.

Minha hipótese-explicativa, para o estado do crédito preestabilização do nível de preços, é que o risco de fragilidade financeira era enorme, dado o grau de indexação da economia brasileira, na época. Havia grande dispersão de preços relativos, devido à pluralidade dos indexadores utilizados. Nessa circunstância, um tomador de empréstimo indexado pelo índice geral de preços teria de ter um estado de confiança tal na taxa de retorno de sua receita operacional que não lhe permitisse ter dúvida a respeito da superação do serviço da dívida. Em outros termos, teria de ser sempre (durante o período de empréstimo) um líder na remarcação de preços de seus produtos acima da média ponderada dos preços dos produtos componentes da cesta básica de consumo. Aceitar uma taxa de juros real, acima da taxa de inflação, imprevisível além de um horizonte de curto prazo, era uma opção de desesperados, os quais os próprios bancos tentavam demover. O problema maior não era a taxa de juros, mas a correção monetária sujeita a eventuais choques inflacionários. Havia fuga do crédito indexado.

O risco do devedor era enorme. Quem recorreu a empréstimos externos também não esteve isento, na medida em que foi submetido a duas maxidesvalorizações cambiais e choques dos juros internacionais. Quem garantia que não ocorreriam outras surpresas? O governo, que estatizou as dívidas externas (via Resolução 432, Circular 230, etc.), e era o maior devedor, efetuou alguns expurgos na correção monetária da dívida interna, para ganhar solvência. A rentabilidade operacional das empresas poderia ser insuficiente para pagar as dívidas. As grandes empresas da iniciativa privada buscaram zerar as despesas

(1) As observações feitas a este trabalho, por Marcos Roberto Vasconcelos e Simone Silva de Deos, são dignas de agradecimento.

financeiras líquidas, reduzindo suas dívidas ao mínimo necessário e aplicando em ativos financeiros de maneira que os juros *recebidos* superassem os juros *pagos*.

O risco do credor amedrontava os banqueiros. Nesse caso, o problema dizia respeito ao valor efetivo das garantias oferecidas pelos devedores. A liquidez dos ativos reais – em geral imóveis urbanos – era baixa, devido à atração maior das aplicações em ativos financeiros. Um banco prudente evitava ficar imobilizado. Para a realização das vendas desses imóveis, os preços poderiam ser tais que elas não ressarcissem as perdas com as inadimplências.

Porém, alcançada a estabilidade dos preços, o estado de crédito modificava-se. A fixação do câmbio, na economia dolarizada (“urverizada”, sic), leva à queda da taxa de inflação. Com o aumento do poder aquisitivo médio real, infla-se uma “bolha de consumo”. A expansão do crédito bancário é devido tanto ao aquecimento da demanda, quanto à compensação da perda do ganho inflacionário dos bancos com *floating*. Mas permanece um resíduo inflacionário em função do próprio método de cálculo da taxa de inflação, da desindexação gradativa, da lenta convergência de variações dos preços relativos dos bens comercializáveis e não-comercializáveis no nível internacional, etc. Como a moeda nacional não se desvaloriza de acordo com essa inflação, atinge uma *sobrevalorização cambial*, que provoca déficit no balanço comercial (queda da exportação e aumento da importação). As empresas brasileiras sofrem um esmagamento das margens de lucro pela situação de menor competitividade, numa fase de maior competição, devido à abertura externa da economia. Após um choque exógeno (efeito da crise cambial mexicana), uma política restritiva da demanda agregada provoca aumento da inadimplência e, portanto, corte do crédito doméstico. Se ocorrer refluxo de capital externo e queda dos preços dos ativos, haverá um grande risco de se agravar a crise bancária (ver Costa, 1997).

Na atual conjuntura, a busca de financiamento externo para compensar o déficit nas transações correntes e equilibrar o balanço de pagamentos pode levar a uma “armadilha da dívida”. Há limite, dado pela percepção do mercado financeiro internacional da situação dos macrofundamentos e/ou do ponto de inflexão do ciclo de preços dos ativos, para esse financiamento. Um ataque especulativo à moeda nacional pode levar à insustentabilidade da reserva cambial e à flexibilização do regime cambial. Haverá dificuldade de defesa com alta dos juros contra ataque especulativo à taxa de câmbio pelo risco de provocar crise sistêmica. Os mecanismos de defesa das reservas internacionais serão, provavelmente, o controle de fluxos de capital e a mudança de regime cambial.

Em outra linha de análise, seguindo a *abordagem da absorção* em relação ao balanço de pagamentos, um economista do *mainstream* – Giambiagi (Gazeta Mercantil, 29 abr. 1997) – alerta que “a existência de um déficit em conta corrente [poupança externa] é a expressão da poupança interna do Brasil ser insuficiente para financiar o investimento agregado”. Em outras palavras, “a piora do déficit

na conta corrente dos últimos anos espelha, em parte, a deterioração da questão fiscal”. Chega à *proposição recessiva* de “reduzir o déficit público para abrir espaços maiores de investimento junto com um esforço de redução do consumo. Com isso, haveria um aumento maior de poupança pública e privada disponível no setor interno para investimento e o Brasil dependeria menos de recursos externos”.

Ressurge então – nas páginas da Gazeta Mercantil – o debate sobre “escassez de poupança”, no Brasil. De um lado, Garcia (16 abr. 1997), Giambiagi (28 abr. 1997, 14 maio 1997), Garcia & Giambiagi (2 jun. 1997), com uma visão pré-keynesiana de poupança (*ex-ante*), de acordo com a teoria dos fundos de empréstimos. De outro, Delfim Netto (16 jun. 1997), Studart (maio 1997), e COSTA (9 maio 1997, 9 jun. 1997). Adotamos a reinterpretação pós-keynesiana do conceito de poupança (*ex-post*), baseado no *método dinâmico* de pós-wicksellianos da Escola de Estocolmo, enfatizando o circuito *finance-investimento-renda-aplicações-funding* (ver Costa, 1994).

No entanto, há uma certa dificuldade em entender esse circuito dinâmico de financiamento. O fluxograma desse circuito (Figura 1), oferece uma representação gráfica dos caminhos do financiamento. Como o objetivo deste trabalho é esclarecê-lo, expondo-o, *passo a passo*, de forma aplicada à economia brasileira, ele segue os passos desse circuito, sendo dividido em quatro grandes tópicos.

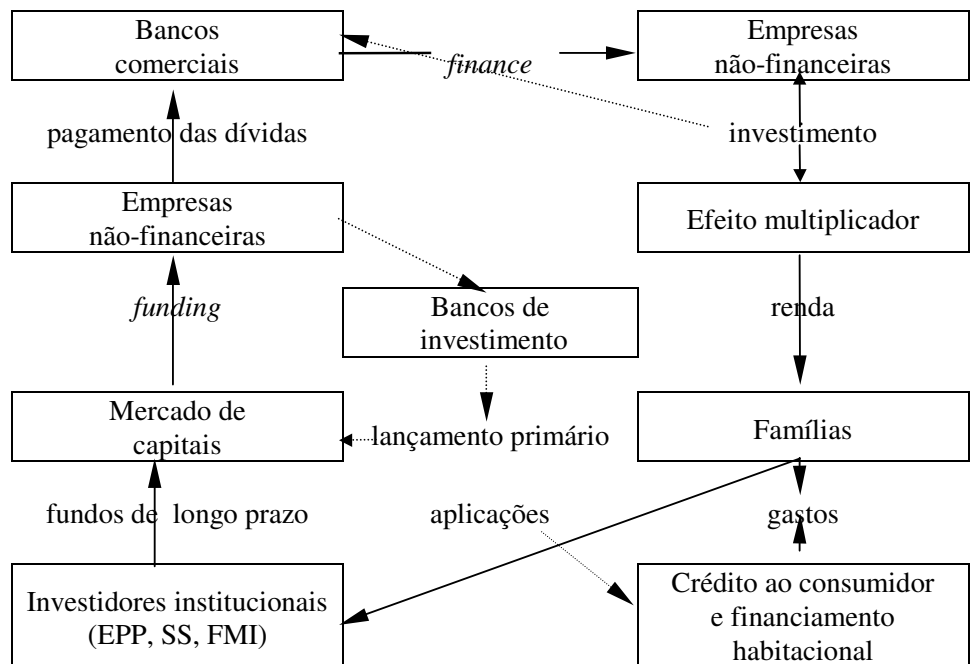
O primeiro apresenta o estado-da-arte da pesquisa sobre financiamento, com uma breve resenha da literatura. O segundo trata da relação bancos-clientes (empresas não-financeiras), através do *finance*, ou seja, o atendimento da demanda por liquidez que surge com a *decisão* de investir. É necessário, para sua *concretização*, isto é, para a *realização* desse *gasto discricionário planejado*, distinto dos *gastos rotineiros*. O motivo *finanças* explicita a independência da decisão de investir em relação ao fluxo de renda “poupado”, devido à existência do crédito. Crédito não é poupança. Em seus subtópicos, enfoca o endividamento das empresas e o financiamento bancário de curto prazo .

O terceiro tópico diz respeito à etapa renda familiar – decisão de gasto em consumo ou imobiliário (“casa própria”) versus alternativa de aplicações tanto em bancos (depósitos de poupança e CDB) quanto em fundos de pensão, seguradoras ou fundos mútuos de investimento. Especificamente, em subtópicos, examina crédito direto ao consumidor, *factoring* (desconto de cheques pré-datados), *leasing*, financiamento habitacional.

No quarto tópico, o foco dirige-se para o atendimento do *funding* para consolidação (e alongamento do perfil) das dívidas de curto prazo das empresas não-financeiras por parte dos citados investidores institucionais. Examinará o financiamento de longo prazo do BNDES e as alternativas do lançamento de ações e debêntures, no país, e de bônus e *notes*, no exterior.

A conclusão completa o circuito com um diagnóstico (ainda preliminar) a respeito do mercado de crédito e do mercado de capitais, na economia brasileira.

Figura 1
Circuito dinâmico de financiamento



onde: **EPP** = Entidades de Previdência Privada (*fundos de pensão*);
SS = Sociedades Seguradoras; **FMI** = Fundos Mútuos de Investimento.

1. Estado-da-arte

Durante o regime de alta inflação, que conformou o ambiente econômico no Brasil, até meados de 1994, foi natural que o maior interesse dos pesquisadores brasileiros, na área financeira, estivesse voltado, predominantemente, para a política econômica de curto prazo (especialmente política monetária). Portanto, a discussão do próprio regime de alta inflação, de dívida externa, de finanças públicas, de independência do Banco Central do Brasil, de *floating* de banco, de âncora monetária versus cambial, etc., dominou as atenções. Houve muito estudo de conjuntura econômica e pouca pesquisa estrutural.

Quem se cansou desse “curto-prazismo”, geralmente, voltou-se para a comparação internacional, procurando “modelos” que pudessem trazer alguma luz sobre o que poderia aqui ocorrer (e as reformas necessárias para isso...). Outra

“alienação” em relação à pobre realidade intelectual brasileira foi buscar brechas (nichos) no mercado internacional de idéias, tentando acionar os contatos (inclusive editoriais) obtidos em doutoramento no exterior. Era preciso submeter-se aos temas “vindos de fora”. Evidentemente, a dificuldade de obtenção de financiamento de pesquisa reforçava o desânimo na produção de conhecimento novo sobre a economia financeira do Brasil. Quem desistiu da pesquisa acadêmica, passou a dar consultoria a empresários sobre *o já conhecido* ou sobre *o desconhecido* (os cenários futuros).

Fizemos uma investigação preliminar sobre a produção científica, na área de financiamento da economia brasileira, publicada desde 1994, nas principais revistas acadêmicas do país, especializadas em economia. Foi encontrado pouca coisa. Porém, há algum esforço em tratar do tema, devido à sua atualidade, nessa nova fase que se vislumbra com crescimento econômico e estabilização inflacionária.

Preliminarmente, afastamos a “armadilha” de gastar energia na resenha do debate estrangeiro entre a abordagem monetarista e/ou neowalrasiana (a teoria da liberalização da “repressão financeira” de Mckinnon, 1973) e a abordagem novokeynesiana da informação assimétrica e seus modelos de racionamento de crédito (Stiglitz & Weiss, 1981; Stiglitz, 1994). Entre os pós-keynesianos, há controvérsia em torno da compatibilidade de sua teoria de (financiamento do) investimento com a dos novoskeynesianos (Fazzari & Variato, 1994; Crotty, 1996; Wolfson, 1966; Neal, 1996). No Brasil, há competentes resenhas sobre o debate, seja tratando do confronto entre as antigas e novas abordagens sobre crise financeira (Nohara, 1997), seja enfocando a macroeconomia do financiamento do investimento (Studart, 1997). Ambos os autores oferecem ao leitor uma alternativa pós-keynesiana de análise.

Além dos trabalhos do IESP/FUNDAP, no início da década, sobre o mercado internacional de crédito, as inovações financeiras internacionais, e casos comparados (Ferreira & Freitas, 1990; Ferreira & Schwartz, 1991; Freitas & Schwartz, 1991), há textos para discussão, elaborados por grupos de trabalho do BNDES, sobre transformações e tendências do mercado financeiro internacional (out. 1991) e com considerações sobre o financiamento do investimento em países selecionados: Japão, Alemanha, Itália e México (set. 1992). Canuto (1994) apresenta o caso do financiamento da industrialização coreana.

Com um tema próximo ao do nosso projeto – o financiamento à infraestrutura e a retomada do crescimento econômico sustentado –, Garcia (1996; ou Texto para Discussão do BNDES, n. 27, jun. 1995) o enfoca com uma abordagem distinta da do nosso trabalho: a *da absorção*. Sob tal ótica, supõe *dada* a produção doméstica, mesmo sem pleno emprego. Dessa visão estática, a partir da manipulação de uma identidade contábil, decorre sempre o que se traduz por “efeito esvaziamento” (*crowding out*): para aumentar os gastos em investimento, necessariamente tem de cortar consumo privado e/ou gastos públicos ou então ter

maior déficit em transações correntes externas, a chamada “poupança externa”. Mas o efeito real de uma política derivada dessa busca de aumentar “poupança interna” é uma recessão, que acaba por desestimular os investimentos. A renda cai e a poupança não aumenta.

Numa linha de análise semelhante à de Garcia, encontra-se o economista do BNDES, Rigolon (maio 1996), quando trata da retomada do crescimento e o papel do BNDES. Conclui que “a expansão creditícia pouco poderá fazer para aumentar a taxa de poupança *ex-ante*. A recuperação da taxa de poupança no Brasil depende fundamentalmente de um ajuste fiscal crível que aumente a poupança do setor público”.

Adotamos, alternativamente, como já dito, a reinterpretção pós-keynesiana do conceito de poupança (*ex-post*), enfatizando o circuito *finance-investimento-renda-aplicações-funding*. Nesse sentido, estamos muito mais próximos, teoricamente, do Grupo de Estudos da Moeda e Sistema Financeiro do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro: Carvalho (1995); Studart (1995); Paula (1997).

Finalizando esse breve balanço a respeito do “estado-das-artes”, na pesquisa sobre financiamento na economia brasileira recente, devemos citar os trabalhos publicados da própria escola. Talvez a melhor caracterização seja a de que ela siga, mais do que a tradição estruturalista latino-americana, a perspectiva histórico-institucionalista. Entre eles, citamos as notas de Cruz (1994) sobre o financiamento de longo prazo na economia brasileira do pós-guerra, a avaliação estrutural do setor bancário brasileiro, desde a reforma financeira de 1964 até o ajustamento dos grupos bancários à liberalização financeira, após a reforma de 1988 (Costa, 1995), e a pesquisa sobre tendências estruturais dos bancos privados no Brasil, realizada no IESP/FUNDAP, por Caporale Madi & Meleti (ago. 1995). Não foi publicada, mas não podemos deixar de destacar a tese de doutoramento de Ferreira (jul. 1995) sobre o financiamento da indústria e infra-estrutura no Brasil, enfocando o crédito de longo prazo e o mercado de capitais, por sua contribuição ao tema do projeto.

2. Relação bancos-clientes

2.1. Endividamento das empresas

Sondagem realizada pela Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (FIESP), em 1996, junto a 686 empresas (70% médias e 30% grandes) da indústria de transformação detectou que o autofinanciamento aparece como fonte de recursos para o investimento² em 83% das empresas pesquisadas. Na segunda

(2) A maioria das empresas pesquisadas (82%) investiu na modernização de seus equipamentos, vindo depois a informatização (58%), dos programas de qualidade e produção (55%), a reorganização interna e treinamento (32%), e novas unidades (13%).

posição, vinha o BNDES como fonte para 26% das empresas, em 1995, com projeção para 39%, em 1996. Outras origens de recursos, em 1995, foram: bancos privados (22% das empresas informantes), empréstimos no exterior (18%), matriz no exterior (8%), bancos estatais (6%), empresas do exterior (5%), incentivos fiscais (4%), outros não discriminados (4%), subscrição de ações (3%) e empresas nacionais (3%).

O resultado de 1995 sobre autofinanciamento mostra que as empresas fugiram do mercado de crédito devido, aparentemente, às taxas de juros. Quanto às projeções para 1996, a maior demanda por outras fontes podia indicar o esvaziamento do próprio caixa, no ano anterior. Daí a necessidade de buscar *funding*.

Segundo analistas da *Latin American Financial & Investment Services* (LAFIS), o endividamento das empresas brasileiras cresceu de 52,4% para 58,5%, de 1994 a 1995. Nesse período, o endividamento de longo prazo cresceu 3,41 pontos percentuais, enquanto o endividamento de curto prazo fez o caminho inverso, caindo os mesmos 3,41 pontos. As dívidas de longo prazo em geral sugerem que as empresas voltaram a fazer investimentos. Quando uma empresa utiliza linhas de financiamento de agências oficiais do exterior (como ocorreu com várias), ela está, necessariamente, importando máquinas e equipamentos.

Empresas brasileiras capitalizadas, líquidas e com relativamente baixo (em nível mundial) grau de endividamento, que tradicionalmente não trabalhavam com uma alta alavancagem (não tinham o hábito de tomar recursos de terceiros), passaram, após a estabilidade de preços (e de câmbio) e a abertura competitiva, a optar por buscar recursos no mercado. Mas o ambiente macroeconômico composto por juros elevados, crédito interno escasso, real valorizado em relação ao dólar, choque de consumo (devido à menor perda real de renda), atingiu diferentemente as diversas empresas. Além desse ambiente, comum a todos agentes econômicos, é preciso analisar cada setor e cada empresa, para se ter uma avaliação melhor da situação financeira brasileira.³

Empresa que, animada com o surto de consumo no segundo semestre de 1994, tomou dinheiro emprestado para expandir seus negócios se chocou, em 1995, com medidas anti-consumo, com juros altos e refinanciamento escasso. Ficou com uma dívida cada vez mais cara, vendas em queda, rentabilidade menor e clientes também com dificuldades de cumprir seus pagamentos. Esse endividamento de curto prazo refere-se a empresas que se financiaram junto a bancos, fornecedores e mesmo junto ao governo, mediante atrasos nos pagamentos de impostos. Também ficaram em situação desconfortável as empresas – como revendedoras de veículos, supermercados, distribuidoras em

(3) Os graus de endividamento são heterogêneos entre empresas (de acordo com porte, origem de capital, atividade, natureza jurídica, etc.) e setores. Cresceram mais nos setores de alimentos, bebidas e fumo. A mudança do perfil da dívida (de curto para longo prazo) foi mais acentuada no setor siderúrgico.

geral – que viviam do ganho financeiro com *floating* e não se adaptaram ao fim da inflação.

O endividamento em si não é problema, desde que o projeto financiado gere receita futura suficiente para pagar empréstimo tomado. O problema surge quando escasseiam as melhores fontes de financiamento, que dispõem de recursos com prazo de carência maior e taxas de juros mais compatíveis.

Em 1996, segundo a Centralização de Serviço dos Bancos S.A. (SERASA), com o abrandamento da política monetária e a facilidade do crédito de curto prazo, o endividamento bancário cresceu em todos os setores.⁴ Eles buscaram melhores condições de financiamento, querendo produzir mais, modernizar serviços e vender a prazo. O primeiro ano do Plano Real foi marcado pela euforia, o segundo, pela grande inadimplência, e o terceiro, pelo amadurecimento das empresas, organizando-se para tomar empréstimos junto a bancos e conceder crédito a seus clientes. Em 1995, as empresas recorreram aos bancos para cobrir as grandes perdas com a inadimplência. Em 1996, os empréstimos passaram a ser destinados à ampliação da produção. No entanto, em sua maioria, os empréstimos continuaram sendo de curto prazo.

O risco do tomador de empréstimos a curto prazo é devido à tática adotada pelos bancos. Ela consiste em rolar as dívidas em prazos curtos, obrigando o cliente a arcar com juros cada vez maiores. O que não é pago é rolado, sempre a taxas crescentes. Sabendo que o cliente dependente desses refinanciamentos está condenado, cada banco trata, então, de procurar se ressarcir da maneira mais rápida possível. Seu raciocínio é que o cliente ali endividado também deve para outros bancos. Portanto, se afrouxa as condições de sua parte, o que sobrar de recursos será apropriado por quem endurecer, beneficiando o concorrente. Só clientes mais articulados obtêm renegociações com o conjunto de bancos credores. A maior parte dos micros, pequenos e médios empresários descapitalizados não consegue e não sobrevive. Cabe ao Banco Central enfrentar esse problema de desarticulação sistêmica.

Num novo modelo de financiamento, privilegiam-se instrumentos não diretamente bancários: com base em recebíveis, ou em previsão de faturamento, a empresa não-financeira emite títulos de dívida direta e os coloca junto a investidores institucionais: seguradoras, fundos de pensão, fundos mútuos de investimento. Há pelo menos quatro instrumentos, para sair da armadilha do crédito junto ao sistema bancário: *commercial papers* (papéis prefixados emitidos com lastro nas previsões de faturamento); *securitização* de recebíveis; desconto de contratos imobiliários vendidos num mercado de hipotecas; e captar no

(4) Para a SERASA, em 1994 e 1995, o endividamento geral das grandes empresas ficou em 24%. Cálculo do Banco Pactual, considerando o endividamento oneroso, de curto e longo prazos, sobre o patrimônio líquido, estima que o índice de endividamento médio das empresas brasileiras cresceu de 26%, em 1995, para 32%, em 1996 (Gazeta Mercantil, 7 jan. 1997). O SEBRAE estimava que, em outubro de 1996, 54% das pequenas e microempresas estavam endividadas, 55% das quais inadimplentes.

mercado de euromoedas. Deve-se observar que as grandes empresas, retirando-se do mercado de crédito convencional, abrem espaço para as pequenas e médias.

É necessário, para implantação plena do capitalismo financeiro no país, acelerar a modernização do mercado de capitais, a reformulação da Lei das Sociedades Anônimas e o papel regulador da Comissão de Valores Mobiliários⁵ (CVM). Dentro dessas reformas, discute-se também a criação de fundos de ativos para previdência dos funcionários públicos, a mudança do regime previdenciário *de repartição* em *de capitalização*, a transformação de fundos sociais (com renda fixa) em fundos de investimentos (com renda variável).

Dentro desse contexto de reavaliação do circuito de financiamento no Brasil, distinguiu-se a opinião do presidente do Banco Bozano, Simonsen, ao se diferenciar do que tem sido dito convencionalmente sobre o assunto, afirmando que “o Brasil não tem um problema de poupança interna. Há dinheiro suficiente para alavancar investimentos na área produtiva e, conseqüentemente, o crescimento” (Gazeta Mercantil, 11 abr. 1997). Atesta também que uma transformação substancial no processo de financiamento está em pleno curso, no país. Há uma massa de recursos aplicados de posse dos fundos de pensão e das seguradoras da ordem de US\$200 bilhões, representando um colchão razoável de *fundings*. Boa parte do dinheiro dessas aplicações, atualmente em títulos de dívida pública, pode ser reaplicado com a continuidade do processo de privatização e liquidação da dívida pública.⁶ Além da receita pela venda propriamente dita das ações das empresas estatais, haverá aumento da receita fiscal com o pagamento de impostos por essas empresas privatizadas. Com o resgate de títulos de dívida pública, poderão ser redirecionadas as aplicações de renda fixa para renda variável, propiciando transferência de recursos do mercado de crédito para o mercado de capitais. Através da correção da distorção no esquema de financiamento utilizado pelos tomadores brasileiros, estes poderão lançar ações e debêntures nesse último mercado, elevando o grau de alavancagem financeira através de associações com novos parceiros.

2.2. Financiamento bancário

O Conselho Monetário Nacional (CMN) aprovou, em 5 de julho de 1997, medidas que facilitam o acesso das empresas a recursos de terceiros. Qualquer sociedade anônima passou a poder captar recursos no mercado interno com a emissão de *commercial papers* (notas promissórias) com a intermediação dos bancos. Empresas comerciais e prestadoras de serviços foram autorizadas a

(5) Entre os temas usuais em debate, estão o fim da distinção entre ações ordinárias e preferenciais, a abertura de capital e profissionalização das empresas familiares, a transparência nos balanços contábeis, o respeito aos acionistas minoritários, etc.

(6) A utilização dos recursos da privatização no abatimento da dívida mobiliária federal ajudará a evitar a explosão do endividamento líquido do setor público, mas talvez seja insuficiente para evitar seu crescimento, com o reconhecimento dos “esqueletos”, para cerca de 36% do PIB.

securitizar os créditos recebíveis, como as prestações de crediários. O capital de giro das empresas foi facilitado com a eliminação de entraves para elas emitirem debêntures lastreadas na securitização de recebíveis de qualquer natureza, cabendo aos bancos vendê-las no mercado. A participação dos bancos reduz os custos para as empresas, que, na prática, acabam transformando uma venda a prazo em uma operação a vista. Essa operação passa por uma *sociedade de objeto exclusivo*, que securitiza os recebíveis.

Para deslançar o crédito, é necessário, no entanto, recorrer a um terceiro organismo, centralizador de informações e articulador do sistema bancário, ou seja, tomar precaução contra o risco sistêmico. Por exemplo, os bancos definem linhas de crédito para cada empresa conforme a capacidade de endividamento, mas não sabem ao certo quanto elas devem para todo o mercado – principalmente no caso das companhias de capital fechado.⁷ Por isso, os bancos criaram uma central de informações para apontar o nível de endividamento de todas as empresas que fizerem empréstimos bancários.⁸ As instituições passaram a fornecer à SERASA dados sobre o quanto estão emprestando a cada cliente, e em que prazo. Ela faz as contas e repassa os dados consolidados aos bancos.

A medida faz parte de um esforço da análise de crédito pelos bancos, induzido pela elevada inadimplência, após o Plano Real – os calotes e atrasos de pagamento à rede bancária privada cresceram de 1,66% para 5,1%, em dois anos. O Banco Central do Brasil enviou para os bancos um sistema de *credit scoring* (classificação de risco de crédito) que define parâmetros para avaliação dos clientes – de 1 (excelente) a 5 (inadimplente).⁹ Assim, ele pode advertir àqueles que estiverem fora dos parâmetros de risco considerados aceitáveis, forçando-os a constituir reservas adicionais. Em vez do nível de reserva bancária contra calotes ser definido pelo volume de empréstimos em atraso, os bancos passam a formar provisões conforme o risco potencial de seus clientes.

No mesmo sentido, aumenta o mercado de *vendor* (em alguns bancos já chega a 10% do total dos créditos), uma modalidade de crédito relativamente segura para bancos. Quem costuma ser financiado pelo *vendor* são distribuidores e comerciantes de produtos no varejo. A operação representa um risco muito baixo para o banco envolvido, porque a garantia da operação não é dada pelo financiado, mas sim pelo vendedor da mercadoria, geralmente uma indústria sólida, com excelente risco de crédito e cliente do banco que está intermediando a

(7) O país tem mais de quatro milhões de companhias.

(8) Para a criação e consolidação de uma Central de Risco de Crédito, montada também pelo Banco Central do Brasil, foi exigido o fornecimento de informações sobre as operações de créditos das instituições financeiras acima de R\$50 mil, no prazo-limite de 31 de agosto de 1997.

(9) Apenas 10% das instituições financeiras têm um *credit scoring* implantado e funcionando. O *credit scoring* é uma espécie de placar que avalia cada cliente com base em dados cadastrais, como idade, sexo, renda, tempo de serviço e estado civil, determinando, em função de parâmetros estatísticos, se o risco de crédito daquele cliente é alto ou baixo. Apenas cinco instituições financeiras, no Brasil, são dotadas de *behaviour scoring*, sistema que atribui pontuações com base no comportamento histórico do cliente.

operação. O fornecedor, que passa a receber à vista pelas suas vendas, é quem indica ao banco quais os compradores que devem ser financiados via *vendor*. Caso esse comprador não honre os pagamentos, o banco tem o direito de debitar automaticamente a conta corrente de seu cliente, a indústria.

Desde a implantação do Plano Real, em julho de 1994, o histórico do crédito tem sido de idas e vindas, em função das tentativas de o governo corrigir a rota da economia brasileira. O saldo dos empréstimos realizados pelos bancos em *hot-money*, desconto de duplicatas, crédito pessoal, cheque especial das pessoas jurídicas e das físicas, linhas de comércio exterior, atingiu cerca de R\$80 bilhões (10,6% do PIB), ao final do primeiro trimestre de 1997. A parte do crédito diretamente ligada ao consumo foi a que mais ganhou com a possibilidade de operar com qualquer prazo. Em 1996, esse segmento girou entre R\$16 bilhões a R\$20 bilhões, contra R\$3 bilhões, em 1995.

A dificuldade no alongamento dos prazos de financiamento, no Brasil, é que nem os *devedores* – os consumidores –, nem os *credores* (com passivo a curto prazo) – as lojas, as financeiras, os bancos –, sabem como tratar o crédito de longo prazo. Não há estatística sobre crédito superior a 180 dias, desde 1974.¹⁰ O risco do crédito eleva-se à medida que o prazo aumenta, porque cresce a possibilidade de ocorrência de acidentes ou imprevistos com o tomador, inclusive de perda da fonte de renda, no caso de um assalariado que se torne desempregado. Os credores devem reduzir os limites de crédito direto ao consumidor, por exemplo, de 20% para 15% da renda comprometida com o crediário, ao mesmo tempo em que alongam o prazo. Por outro lado, como os juros costumam subir progressivamente, de acordo com o prazo, os próprios clientes (consumidores) têm evitado financiamentos mais longos.

O financiamento do capital de giro para as empresas teve um alongamento, mas o empresário ainda considera o juro alto, para tomar esses recursos dos bancos, exceto no caso de uma operação do FINAME ou *leasing*. Mas aí já se trata de investimento e não capital de giro. Uma das principais conseqüências da liberação dos prazos, aliada à estabilidade da inflação, tem sido justamente a grande demanda por recursos para financiar investimentos a longo prazo. Essa liberação estimulou o consumo, e, conseqüentemente, as empresas têm sentido necessidade de ampliar sua capacidade de produção.

(10) Nessa época, uma mercadoria era entregue na casa do comprador pela loja vendedora, o que representava uma garantia adicional do crédito, pela comprovação do endereço. Hoje, qualquer cliente, inclusive morador de outra cidade, sai com um eletrodoméstico com “pronta-entrega” da loja, pagando somente a entrada de uma série de prestações “a sumir de vista”...

3. Financiamento aos gastos das famílias

3.1. Crédito direto ao consumidor

Grandes redes varejistas estão recorrendo ao mercado de capitais, para elevare seu capital de giro e, portanto, ampliar a capacidade de efetivar operações de crédito direto ao consumidor. Para isso, têm utilizado tanto de lançamento de ações e debêntures conversíveis, com prazo de três anos, quanto de *commercial papers*, com vencimento em até 180 dias. Dessa forma, estarão usando uma linha de financiamento de longo prazo, adequada às operações. As emissões desses títulos de dívida direta – intermediadas por bancos, aprovadas pela CVM e analisadas por empresa de *rating* – visam aos investidores institucionais e aos estrangeiros, via Anexo IV.

As grandes cadeias, como Lojas Arapuã, Globex (Ponto Frio), Casas Bahia,¹¹ Magazine Luiza, entre outras, estão hoje capitalizadas, podendo usar uma parcela maior de capital próprio, para parcelar suas vendas. Essas grandes empresas de comércio funcionam como instituições financeiras, ganhando na diferença entre a taxa de juros que pagam na captação de recursos e a que cobram em seus crediários.¹² O Ponto Frio possui também um banco (Investcred), que consegue captar recursos a preço menor que seus concorrentes.

No entanto, a maioria dos pequenos e médios lojistas não tem caixa para bancar mais do que os tradicionais três pagamentos com cheques pré-datados e tem de recorrer às financeiras para manter seus clientes. Cerca de 70% dessas lojas sem fôlego financeiro têm faturamento inferior a R\$10 milhões por ano. Há bancos (como o Panamericano do Grupo Sílvia Santos) e financeiras (como a Losango, ligada ao *Lloyd's Bank*) explorando esse nicho do mercado,¹³ no qual se chega a manter um cadastro de oito milhões de clientes dessas lojas, que receberam financiamento.

As vendas do comércio estão sendo realizadas, basicamente (85%), a prazo.¹⁴ Poucas vezes na história econômica brasileira o comércio obteve tanto ganho financeiro como atualmente. Os comerciantes estão tendo ganhos financeiros superiores às receitas obtidas na atividade-fim. Os ganhos maiores são

(11) Essas três são as maiores do setor, no país, sendo que a última não possui ações em bolsa de valores.

(12) Pesquisa da Associação Nacional dos Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade (ANEFAC), feita com base em anúncios publicados nos grandes jornais do Sul, Sudeste e de Brasília, revela o patamar de 9,08%, no primeiro semestre de 1997, para a taxa média mensal cobrada pelo comércio, ou seja, 540% superior à inflação de 1,42% (IPC/FIPE), e muito acima dos 2,5% a.m., que, aproximadamente, paga. Paradoxalmente, as taxas médias de juros mensais cobradas para financiamento em até seis vezes é de 9,83% e em até 12 vezes, de 8,45%.

(13) A loja precisa ter um volume mensal de financiamento da ordem de R\$40 mil.

(14) Atualmente, entre 70% e 75% das vendas de veículos são a prazo, mas a tendência é de que esse percentual suba para 95%, em meados do ano 2000. Os consórcios detêm cerca de 25% das vendas de carros novos, no país.

das lojas que não dependem de bancos. O consumidor em geral calcula se pode pagar a prestação, sem observar o valor real dos juros embutidos nas prestações. O crediário com prazo mais longo é a forma utilizada pelo comércio para estimular as vendas, e instrumento de concorrência entre lojas.

Entretanto, o risco é a inadimplência, provocada pelo aumento da fragilidade financeira do consumidor, devido à imprudência no endividamento. O reajuste salarial anual gira, em média, em torno da taxa de inflação (de um dígito), mas quem compra a prazo está pagando, em média, juros anualizados de 235%. Mas, como a massa da população continua carente de uma série de produtos, estima-se que cerca de 80% dos consumidores que quitam carnês voltam a se endividar no mesmo dia, comprando novamente a prazo.

3.2. Factoring

Há casos, mesmo em grandes lojas, de sérios prejuízos, provocados em grande medida pela falta de critérios no financiamento de clientes, aceitando cheques pré-datados sem garantias e sofrendo inadimplência de seus emissores. Isso coloca dúvida a respeito da capacidade de organização das finanças pessoais ou dos orçamentos domésticos por parte dos consumidores.

As empresas de *factoring* (fomento comercial) são companhias não-financeiras que descontam cheques pré-datados e adiantam outros recebimentos de vendas a prazo para o comércio, cobrando juros de até 10% ao mês.¹⁵ As 730 *factorings* espalhadas pelo país movimentam em torno de R\$1,5 bilhão por mês. Têm cerca de 50 mil pequenos e médios clientes da indústria, do comércio e do setor de serviços, com faturamento mensal entre R\$30 mil e R\$600 mil.

No início de 1997, medida do governo trouxe formalmente para o sistema bancário essas inovações financeiras, que já eram realizadas por alguns bancos, através de companhias de *factoring* coligadas ou pela custódia informal dos cheques, dados como garantias nos empréstimos de capital de giro às empresas de *factoring*. Para os grandes bancos, a vantagem é um novo acesso ao mercado de crédito para pequenas e médias empresas, que não têm limites elevados de empréstimos nas carteiras tradicionais de descontos de duplicatas e capital de giro.

Mas os bancos têm vantagem (“direito de regresso”) contra eventuais calotes dos consumidores. Os cheques pré-datados que forem devolvidos por falta de fundos terão o prejuízo arcado pelos lojistas. O risco do crédito é do lojista, caso contrário, não teria cuidado na concessão do financiamento via cheques pré-datados.

(15) As *factorings* pagam Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) como pessoas físicas. Sob o ponto de vista do governo, elas operam como intermediadoras de contratos com pessoas físicas, trocando cheques pré-datados para o comércio.

3.3. *Leasing*

Após ter um período de grandes negócios, quando os prazos de crédito direto ao consumidor estavam restrito a três e depois seis meses, o *leasing* sofreu uma redução nos novos negócios: de US\$8,3 bilhões, em 1995 (melhor desempenho de sua história), passou para US\$5,1 bilhões, em 1996.¹⁶ O *leasing* é uma espécie de contrato de aluguel de bem durável (feito por uma sociedade de arrendamento mercantil) com opção de sua compra ao final do financiamento (deduzindo de seu valor os aluguéis que pagou ao longo do tempo), ou seja, o cliente paga o financiamento sem ter o bem em seu nome.

Em maio de 1997, com o aumento do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), o *leasing* surgiu como uma alternativa natural ao crédito direto ao consumidor. Encarado como uma prestação de serviço, o arrendamento mercantil não é alvo de IOF, mas sim do Imposto sobre Serviços (ISS), cuja alíquota de 0,5% ao ano é bem menor do que os 15% do IOF.

Nos Estados Unidos, 30% de todos os equipamentos são vendidos através do *leasing*; no Brasil, o percentual é mínimo, o que mostra um setor inexplorado. O *leasing* operacional está muito ligado ao nível de investimento das empresas, à renovação de equipamentos e frotas.¹⁷ A liberação do *leasing* para pessoa física – um filão de mercado alternativo ao do crédito direto ao consumidor – aconteceu, pela primeira vez no país, em agosto de 1996.

Enquanto o *leasing* financeiro é mais parecido com um financiamento, sendo que há a opção de aquisição ou não do bem no final, o operacional se parece mais com um aluguel. Nesse caso, os custos de seguro e manutenção do bem costumam ficar por conta da sociedade de arrendamento mercantil. O governo determinou que o custo de financiamento do *leasing* operacional não pode ultrapassar 75% do valor do bem. As empresas do setor afirmam que essa norma o inviabiliza, devido a todas as despesas adicionais.

3.4. Financiamento imobiliário

O governo enviou para o Congresso um projeto de lei criando o Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI). As mudanças são justificadas para criar uma alternativa ao “falido” Sistema de Financiamento Habitacional (SFH). As regras atuais do SFH e do uso do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), na aquisição da casa própria, permanecem inalteradas no que se refere aos mutuários que ganham até 12 salários mínimos. Os recursos do Orçamento da União vão

(16) A carteira global de contratos, vigentes em 1996, foi de US\$10,3 bilhões.

(17) Em dezembro de 1996, o *leasing* de veículos continuou compondo a maior parte da carteira do setor, com 72,2%. Máquinas e equipamentos (inclusive de informática) respondiam por 16,4%, imóveis, 5%, e os demais bens, 6,4%.

continuar financiando moradia para famílias com renda até três salários mínimos. O novo SFI deverá ser direcionado aos imóveis destinados às classes média alta e alta.

Há várias razões para a falência do SFH, mas a principal foi a renda dos mutuários não ser corrigida como as prestações do financiamento imobiliário, ou seja, a reposição dos salários (predominantemente) ficar sempre defasada em relação ao crescimento da inflação (correção monetária). A queda dos salários reais refletia em fragilidade financeira dos mutuários, pois eles não conseguiam pagar o serviço da dívida com seus rendimentos correntes. Com os expurgos da correção monetária, gerou-se enorme subsídios lançados no “buraco do BNH” ou encampados pelo FCVS.

Outros problemas do SFH são: Estado como âncora do sistema; garantias frágeis para o investidor privado; baixa atratividade de retorno (em face do risco) para o financiamento privado de longo prazo; inexistência de mercado secundário de crédito; alto custo para o mutuário; concentração em imóveis residenciais; descasamento entre oferta e demanda de financiamento para imóveis. O SFI proposto tenta corrigir essas falhas com: parceria entre o Estado e o setor privado; desregulamentação; constituição de garantias sólidas para o investidor; criação de um mercado secundário de títulos imobiliários; maior atratividade para o investidor e conseqüente aumento da oferta de financiamento; provável queda do custos para o mutuário.

O governo quer estender às operações referentes a imóveis quatro instrumentos jurídicos: a companhia securitizadora imobiliária; os certificados de recebíveis imobiliários; o regime fiduciário; e o contrato de alienação fiduciária. A companhia securitizadora imobiliária irá adquirir os créditos das empresas que fazem empréstimos para a aquisição e construção de imóveis, para securitizá-los, transformando-os em títulos padronizados, de maneira que tenham alta negociabilidade no mercado secundário. Na prática, a companhia vai emitir certificados de recebíveis imobiliários, que poderão ser remunerados a taxa de juros fixa ou flutuante, para serem colocados junto aos investidores institucionais. No regime fiduciário, mesmo no caso de falência da companhia, o investidor poderá resgatar o papel e receber integralmente sua remuneração. No contrato de alienação fiduciária, o credor poderá executar com rapidez a garantia, uma vez que a propriedade do imóvel só é transferida para o devedor depois da quitação integral da dívida.

O *funding* primário do SFI continuará sendo formado com recursos captados por instituições financeiras que concedem crédito imobiliário – como caixas econômicas, bancos com carteiras de crédito imobiliário, associações de poupança e empréstimos. A diferença é que essas instituições poderão vender os respectivos créditos em um mercado secundário (o mercado de capitais), por intermédio de companhias securitizadoras. Nos Estados Unidos, esse sistema equivale a 2/3 do PIB.

4. Relação investidores institucionais-mercado de capitais

4.1. Investidores institucionais

Como foi visto, focalizam-se nos investidores institucionais todas as esperanças de constituição de um novo esquema de financiamento, numa economia estável, sem as distorções do “curto-prazismo” do anterior, constituído num regime de alta inflação. Em outros termos, na transição de uma *economia de endividamento* para uma *economia de mercado de capitais*, são necessárias não só as instituições que propiciam *finance*, mas também as que forneçam *funding*.

O enfoque aqui será somente destacar as dimensões desses investidores institucionais. Remete o leitor à literatura especializada, para aprofundamento (especialmente, no caso dos fundos de pensão, ver Costa, 1997b).

Segundo a Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Privada (ABRAPP), os 353 fundos de pensão existentes no país, em maio de 1997, detinham um patrimônio de US\$77,1 bilhões (10,2% do PIB), o que significou um crescimento patrimonial de 11,9% em relação a dezembro de 1996.¹⁸ Pelos cálculos atuariais, a taxa de crescimento mínimo anual deve ser de 6%, para que os compromissos previstos nos planos previdenciários sejam cumpridos.¹⁹

Tal crescimento foi resultante da expressiva valorização do mercado de capitais. Está aplicada em ações 32,4% da carteira consolidada dos fundos de pensão, ou seja, cerca de US\$25 bilhões. A segunda maior aplicação das entidades fechadas de previdência privada foi em fundos mútuos de investimento, tanto de renda fixa (21,2%), quanto de renda variável (5,4%). Atingindo 26,4% do patrimônio total, esse tipo de investimento, que é considerado uma terceirização da administração de parte da carteira, está batendo um recorde neste ano de 1997.

Na distribuição de investimentos dos fundos de pensão por setor, em março de 1997, o setor financeiro recebeu 51%, o de serviços, 29,5%, e o industrial, 19,5%. Entre 1991 e 1995, participaram com 16,8% do valor gerado pela privatização das empresas estatais. A evolução projetada (pela ABRAPP) de seus ativos para o ano 2010, caso complementem aposentadorias acima de dez salários mínimos, é de acumularem US\$323 bilhões.

O mercado segurador brasileiro teve um salto espetacular, de 1993 para 1997, quando passou de um faturamento bruto de R\$7,3 bilhões (1,16% do PIB) para R\$15 bilhões (2,23% do PIB). No entanto, o mercado nacional de seguros ainda tem muito espaço para conquistar.²⁰ Os maiores retornos patrimoniais das

(18) A PREVI do Banco do Brasil, isoladamente, detém 26,6% do patrimônio total. Os dez maiores fundos de pensão (patrimônios bilionários), em conjunto, participam com 61%.

(19) A variação média anual dos investimentos (cotados em dólares) dos fundos de pensão brasileiros, desde 1983 até maio de 1997, é de 23,8%. Só em 1987 e 1990 tiveram variação anual negativa.

(20) Está havendo uma concentração no mercado brasileiro de seguradoras em termos de número de empresas. Mas, entre as que se mantêm, está havendo uma desconcentração de negócios. Das 127 seguradoras existentes no Brasil, 31 possuem algum tipo de vínculo societário ou operacional com respaldo de empresas estrangeiras. As seguradoras independentes estão adotando uma postura mais agressiva em função da maior competitividade do mercado.

seguradoras têm parte importante do lucro em companhias de capitalização ou previdência privada, além de obterem elevados ganhos financeiros com o grande valor disponível em caixa. Embora a maior aplicação das reservas técnicas seja ainda em títulos de dívida pública federal, a tendência atual é o aumento do volume de recursos aplicados pelas seguradoras em renda variável, devido à estabilização econômica e o conseqüente desenvolvimento do mercado de ações. O aumento da demanda por produtos como previdência e seguro de vida, considerados de longo prazo, permite evitar as turbulências de curto prazo desse mercado bursátil, concentrado em quatro ou cinco ações de empresas estatais.

Em dezembro de 1995, havia no mercado financeiro brasileiro 1.212 fundos mútuos de investimento. Um ano após, eram 1.758. Nesse mesmo período, os recursos neles aplicados saltaram de R\$65,6 bilhões para R\$107,8 bilhões. Foi em 1996 que o patrimônio dos fundos mútuos de investimento ultrapassou o saldo dos depósitos de poupança e dos depósitos a prazo.²¹

O crescimento de quase 300% do patrimônio dos fundos de investimento de renda variável, para cerca de R\$18,7 bilhões, no primeiro semestre de 1997, foi em boa parte impulsionado pelo surgimento de fundos *exclusivos* de carteira livre, constituídos principalmente por fundos de pensão, para terceirização da gestão de seus recursos.²² Com um patrimônio de R\$6,7 bilhões, correspondem a 38% do volume total de ativos dos fundos de ações de carteira livre.

4.2. Financiamento de longo prazo

Os setores de infra-estrutura e exportação foram os que mais demandaram recursos do BNDES, no primeiro semestre de 1997.²³ Avalia-se que, este ano, o BNDES poderá alocar em projetos de investimento e financiamento às exportações mais de R\$13 bilhões, que é o valor do orçamento anual previsto inicialmente. O perfil dos empreendimentos também está mudando. Os projetos de investimento para reposição de máquinas e equipamentos vêm sendo substituídos por novas fábricas (plantas industriais).

Um dos principais negócios vislumbrados pelos bancos, para os próximos anos, é a área de *project finance*: consiste em dividir o risco entre o empreendedor e o financiador, os quais são remunerados pelo fluxo de caixa proporcionado pela entrada em operação do empreendimento. É de grande utilidade na expansão de empresas em atividades que exigem elevados investimentos iniciais, como hidroelétrica, telecomunicações, estradas de ferro, saneamento básico, mineração,

(21) O patrimônio líquido dos fundos, em 30 de junho de 1997, era: de carteira livre, R\$16,2 bilhões; de ações, R\$2,5 bilhões; de renda fixa, R\$122,6 bilhões. Correspondiam a cerca de 18,7% do PIB brasileiro, um percentual maior que o verificado na Alemanha e na Inglaterra, por exemplo. O saldo de depósitos de poupança era de R\$82,2 bilhões e o de depósitos a prazo, R\$85,4 bilhões.

(22) Com aplicações nesses fundos exclusivos, os fundos de pensão conseguem reduzir gastos fiscais com o CPMF e gastos administrativos, limitados a 15% de sua receita previdenciária.

(23) Os desembolsos totais do BNDES registraram um crescimento de 19% em relação ao mesmo período do ano anterior.

etc. A queda dos ganhos em outros tipos de operações e a perspectiva de grande demanda de recursos, para financiamento de projetos desencadeados pela privatização, está levando os bancos, especialmente os estrangeiros, a prepararem-se para explorar o novo filão.

A BNDESPar idealizou um programa de *private equity* com a constituição de uma família de fundos de ações (fechados) *carteira livre*, em que tem participação de 20% do patrimônio de cada fundo, até um certo limite absoluto.²⁴ Representa a alavancagem de recursos de longo prazo para capitalização de empresas emergentes (com compra de participação no capital), além de estimular a indústria de fundos. Os investimentos são feitos à medida em que há identificação e aprovação de projetos ligados à emissão primária de ações e destinados à expansão e modernização de empresas. São fundos de investimento em ações de segunda e terceira linhas, destinados a investidores institucionais, reunindo pequenas participações em lotes estratégicos, capazes de garantir ao administrador condições de acompanhar de perto o desempenho das companhias e de se tornar o formador de mercado (*market maker*) para esses papéis. No futuro, pretende-se obter o registro das cotas desses fundos em bolsas de valores, para negociação no mercado principal ou no de balcão, criando um mercado secundário para dar liquidez aos investidores.

4.3. Mercado de capitais

Os investidores institucionais, em julho de 1997, representam cerca de 18,6% dos participantes do mercado acionário da Bolsa de Valores de São Paulo; outros 27,3% são estrangeiros; 3,3% são empresas privadas ou públicas; 39,7% são instituições financeiras; as pessoas físicas se limitam a 10,4%.

Em 8 de julho de 1997, o Índice BOVESPA (deflacionado pelo IGP) atingiu o maior pico de alta das últimas três décadas – 13.617 pontos contra 13.180 do pico do Plano Cruzado, em 25 de abril de 1986, e 6.655 do pico do “Milagre Econômico, em março de 1971. Nesse, como em outros picos, há escassez de novas ações.²⁵ De maio de 1996 a maio de 1997, o volume médio diário negociado na bolsa subiu 92,5%,²⁶ mas o número de empresas aumentou apenas 1,3%.²⁷

(24) O BNDESPar administra uma carteira cujo valor de mercado, em abril de 1997, somava R\$11,6 bilhões (R\$9,4 bilhões em ações e R\$2,2 bilhões em debêntures).

(25) O IBOVESPA é um índice que reúne as 49 ações de maior liquidez; no entanto, a TELEBRÁS, a ELETROBRÁS e a PETROBRÁS representam 74% dele. Ao todo são 550 sociedades abertas com ações negociadas, na bolsa de valores de São Paulo, mas somente 104 são representativas. As ações dessas 104, somadas, valiam, no pico, R\$90,1 bilhões; as das 550, valiam R\$340 bilhões.

(26) O recorde de volume negociado num dia (sem considerar dias de vencimento de opções) foi de R\$1,757 bilhão, em 26 de junho de 1997.

(27) Uma das maiores “barreiras à entrada” no mercado acionário brasileiro, é a altíssima concentração dos negócios, realizados nas bolsa de valores, em poucas ações. As demais ações, sem liquidez, perdem preço. Daí surge a falta de estímulo do empresário em lançar novas ações, porque o preço de mercado soma entre 20% e 30% do patrimônio da companhia. Fazer uma chamada de capital (emissão de ações), nessas condições, significa vender as ações mais barato que o dinheiro já investido na empresa.

No entanto, nos últimos anos, o mercado *primário* de capitais ampliou muito sua absorção de ações e títulos financeiros (debêntures e notas promissórias), conforme pode ser verificado na Tabela abaixo, a partir de dados da ANDIMA.

Anos	Ações		Debêntures		Notas	Total
	US\$ bi	%	US\$ bi	%	US\$ bi	US\$ bi
1990	0,784		1,5	66,1	-	2,3
1991	3,7	71,6	-		-	5,1
1992	1,0	54,6	-		1,5	1,8
1993	0,964		3,6	79,0	-	4,5
1994	2,6		3,6	57,1	0,006	6,3
1995	2,1		7,6	70,1	1,1	10,9
1996	9,1	53,2	7,6		0,457	17,2

Por exemplo, as empresas de *leasing* só podem captar seu *funding* com a emissão de debêntures. O mercado de debêntures está aquecido, líquido e com boa demanda por títulos de longo prazo.²⁸ O setor financeiro, em especial as sociedades de arrendamento mercantil, continua liderando as captações de recursos através da emissão de debêntures, sendo responsável por quase 50% dos novos lançamentos. As empresas de administração e participações acumulam a participação de quase 20% (em 1996, sua participação relativa foi de 1/3 do total). O setor de comércio, por sua vez, está descobrindo as oportunidades oferecidas no mercado de debêntures (elevou sua participação de 1,8% para 9,2%), sendo as principais: o custo de captação e os papéis serem lastreados em recebíveis.

As emissões estruturadas de debêntures consistem em lastrear o papel em recebíveis securitizados, por exemplo, através de uma Sociedade de Propósito Específico (SPC – *Special Purpose Company*), classificada como empresa de administração e participação.²⁹ Esse tipo de empresa foi a que mais emitiu debêntures, no primeiro trimestre de 1997, para captar recursos destinados à reestruturação e alongamento do perfil de seus caixas ou iniciar empreendimentos. Fundos de pensão são os grandes compradores dessas debêntures perpétuas e de participação, ou seja, terão direito aos lucros totais gerados pelos empreendimentos, quando eles estiverem em ação.

As debêntures conversíveis em ações são outro mecanismo de captação, já que as resoluções 2.330 e 2.244 do Banco Central do Brasil, de primeiro de novembro de 1996, aumentam a possibilidade de os investidores estrangeiros aplicarem recursos dos Anexos de I a IV nesses papéis, desde que tenham prazo mínimo de três anos. Esses papéis têm um custo menor para as empresas, em

(28) O mercado de debêntures encerrou o primeiro semestre de 1997 acumulando um volume financeiro da ordem de R\$7,02 bilhões, valor próximo da captação total de R\$7,6 bilhões, ocorrida durante todo o ano anterior.

(29) Todos os setores estão começando a oferecer, como garantia das debêntures, notas promissórias ou documentos que comprovam o faturamento da empresa interessada.

relação às debêntures simples. As companhias podem estipular taxas menores aos investidores porque também oferecem a alternativa de conversão do título de renda fixa em ação, ou seja, renda variável. Em suma, está começando a ficar mais vantajoso enfrentar todo o processo e gastos com uma abertura de capital, para obter recursos mais baratos no mercado.

A necessidade de captação de recursos para investimento vai acabar levando o empresário brasileiro, tradicionalmente refratário ao mercado de capitais, a buscar novos acionistas no exterior. Antes do boom das bolsas de valores, uma justificativa comum dos empresários para não fazer captações através de ADR (*American Depositary Receipts*), nos Estados Unidos, era o risco de diluição do capital do controlador a preços baixos. Depois da alta das cotações, torna-se mais compensadora a captação através de ações.

O Brasil está em fase de transição, no que diz respeito à captação de recursos no exterior. Ao contrário dos anos 70/80, quando o setor público rolava dívida junto a um número relativamente pequeno de bancos internacionais, nos anos 90, a maioria da tomada de empréstimos, para investimentos produtivos privados, ocorre no mercado de eurobônus.³⁰ A dívida é distribuída amplamente entre fundos mútuos de investimento, fundos de pensão e fundos de *hedge*.

Há uma tendência de desintermediação bancária, no mercado, quando se trata de operações de *funding* das empresas não-financeiras. Estas prefeririam captar recursos no mercado *de capitais* internacional, ao invés de captar no mercado *de crédito* nacional, exceto no caso de financiamento a longo prazo do BNDES. Nos Estados Unidos, mais de 90% das operações de *funding* se fazem no mercado de capitais, enquanto que, no Brasil, essa parcela é de apenas 4%.

O problema é a vulnerabilidade da economia local à saída de dólares vindos do exterior. Tal como na teoria do caos – que revela “a influência do vôo de uma borboleta na China sobre a formação de furacões no Caribe...” –, a elevação dos juros nos Estados Unidos causa terremotos nas bolsas de valores brasileiras. Em geral, quando a taxa de juros sobe, as bolsas americanas caem. Os mega-investidores internacionais podem resgatar seu dinheiro, aplicado no mercado brasileiro, para cobrir eventuais prejuízos em sua terra natal ou para aplicar em títulos de renda fixa americanos, que se tornam mais atraentes do que aplicações no instável mercado nacional.

Conclusão

Na prática, a fonte mais importante de financiamento de investimentos consiste na reinversão de lucros. O princípio central da teoria de Wood (1980: 14)

(30) Em 1990, as operações de captação em bônus e notes somaram somente US\$54 milhões, mas cresceram, exponencialmente, até totalizarem US\$18,1 bilhões, em 1996, e US\$9,6 bilhões, no primeiro semestre de 1997. Representaram, em média anual, cerca de 2/3 do total de empréstimos em moeda estrangeira.

é que “a quantidade de lucros que uma empresa estabelece como meta a ser atingida é determinada pela quantidade de investimentos que ela planeja efetuar”. A condição necessária para que a empresa esteja apta a financiar um projeto de investimento através de lucros retidos é que o valor presente líquido do projeto seja positivo, quando descontada à taxa de juros vigente. Caso contrário, a empresa faria melhor negócio emprestando o dinheiro para terceiros. Mas essa condição também condiciona a empresa, se não houver disponibilidade de lucros retidos, a tomar o dinheiro emprestado, pois logicamente isso propiciará uma alavancagem financeira de seus ganhos. Os rendimentos do projeto serão suficientes para pagar os juros e o principal, sobrando ainda lucro para ser retido.

Como foi visto, no regime de alta inflação brasileiro, juros reais positivos e correção monetária instável afugentavam as empresas do crédito indexado. Raro era o projeto de investimento que propiciava taxa de retorno a longo prazo acima do retorno acumulado em uma série de aplicações financeiras de curto prazo ou, pior, acima do *spread* bancário colocado sobre essas taxas *de captação* (*de aplicação* sob o ponto de vista do investidor). A opção das empresas brasileiras, portanto, era recorrer ao autofinanciamento. Naquela circunstância, consistia num mecanismo inflacionário de financiamento: aumentar sempre seus preços relativos, para gerar lucros reais.

Mas a abertura externa e a estabilidade da economia brasileira tiraram das empresas o poder anterior de fazer o preço (*price maker*) dos produtos. Tornaram-se tomadoras de preços (*price taker*): quem faz preço, agora, é o mercado internacional. Antes, a empresa “testava” o teto do *mark-up* que o mercado – sem opção de disponibilidade de importados – aceitava: sua margem de lucro *efetiva* era acima da margem *histórica* sobre custos, pois continha uma margem de *segurança*. Incorria em risco *de perda de vendas* (excesso de estoque), mas não *de descapitalização* (incapacidade de repor estoque), ou seja, optava por *superestimativa* (e não *subestimativa*) dos preços. Hoje, a empresa precisa controlar custos e aceitar somente a margem de lucro que se adapta ao preço determinado pelo mercado; pensar menos na margem de lucro atual e mais no retorno do capital a médio e longo prazos. Operando com margem de lucro menor, tem de vender mais, para manter a massa de lucros.

Para vender mais, aproveitando a massificação do consumo, as empresas têm de expandir a capacidade produtiva, o que exige recursos para investimento a longo prazo. Não contando com lucro retido no volume suficiente, necessita recorrer ao incipiente mercado de capitais brasileiro ou incorrer em risco cambial...

Segundo Wood (1980: 68), “na prática, as novas emissões de ações são uma fonte de financiamento secundária. As firmas raramente fazem novas emissões e, quando o fazem, as somas de dinheiro levantadas são comparativamente pequenas. Em certa medida, isso ocorre porque as empresas

são dissuadidas pela inconveniência e pelos custos administrativos e de corretagem que as emissões valem. Todavia, a principal causa da raridade das novas emissões é que estas não são apreciadas pelos acionistas a longo prazo”.

Uma nova emissão, geralmente, só ocorre em época de boom da bolsa de valores, pois senão, por aumentar a oferta de ações da empresa em face de uma *dada* demanda (ou *em queda*), tende a diminuir o preço delas e a inflingir uma perda de capital aos acionistas correntes. Portanto, a emissão de ações, numa conjuntura especulativa favorável, norteia-se mais pela *oportunidade* oferecida do que pela *necessidade* de intensificação da expansão acima da capacidade de autofinanciamento, definida no nível da concorrência (Calabi et al. 1981: 225).

Para concluir, “falta” de fundos de empréstimos é termo cujo significado se revela apenas com relação às *oportunidades* de investimento. A questão dos limites à expansão colocados no nível do financiamento – ou, segundo o *mainstream*, pela “escassez da poupança” – justifica-se apenas do ponto de vista da análise das decisões de investir tomadas pelas empresas. Em outras palavras, como o princípio da demanda efetiva e o circuito *finance*-investimento-renda-aplicações-*fundng* sugerem, o problema do financiamento, na economia brasileira, não é só de insuficiência de oferta de fundos de empréstimos, mas também de carência de demanda, nas condições contratuais oferecidas.

Buscou-se demonstrar, de maneira empírica, nesta pesquisa, para afastar a confusão conceitual entre a *poupança ex-ante* e a chamada *poupança financeira*, que esse total de *saldos* financeiros não corresponde àquele conceito econômico convencional, referente ao resíduo entre o *fluxo* total da renda gerada (valor adicionado) e o *fluxo* de consumo agregado, num dado período., visto que:

- os *depósitos à vista*, considerados *poupança financeira*, se multiplicam a partir do *finance* concedido para o capital de giro inicial do investimento;
- parte do excedente em circulação pelo setor financeiro *financia consumo e especulação (e não só investimento)*, descaracterizando-o como *poupança* enquanto *parcimônia*;
- há *dupla contagem*, na emissão total de ativos financeiros, pois sobre a *dívida primária* criam-se *várias “camadas” de ativos derivativos (dívida secundária)*, que decorrem de (ou são lastreados por) os ativos de lançamento primário.

A conseqüência lógica (e prática) da demonstração dessa hipótese-chave é a seguinte dedução: para que o investimento tenha consolidação financeira a longo prazo, o que interessa é a existência do financiamento ao investimento inicial (*finance*) e um mercado de capitais com plena capacidade de atendimento da demanda por *fundng*. Isto é, a política econômica deve estimular não o aumento de poupança *ex-ante*, mas sim o circuito dinâmico do financiamento, ou seja, a decisão crucial de investir, na economia brasileira.

Fernando Nogueira da Costa é Professor Livre-docente do
Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas e
Coordenador da Área de Economia da
Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo (FAPESP).

Bibliografia

- CALABI et al. *Geração de poupanças e estrutura de capital das empresas no Brasil*. São Paulo: USP. IPE, 1981.
- CANUTO, O. O padrão de financiamento na industrialização coreana. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 14, n. 3 (55), jul./set. 1994.
- CAPORALE MADI, M. A. *Política monetária no Brasil; uma interpretação pós-keynesiana*. Campinas: UNICAMP. IE, 1993. (Tese, Doutorado).
- _____; MELETI, P. M.. *Tendências estruturais dos bancos privados no Brasil (1990-1994)*. São Paulo: IESP/FUNDAP, 1995. (Texto para Discussão, n. 26).
- CARVALHO, F. C. *Keynes's concept of finance and funding, and the structure of the financial system*. Rio de Janeiro: UFRJ. IEI, 1995. (Texto para Discussão, n. 344).
- COSTA, F. N. *Bancos em Minas Gerais (1889-1964)*. Campinas: UNICAMP. IFCH. DEPE, 1978. (Dissertação, Mestrado).
- _____. *Banco de estado; o caso BANESPA*. Campinas: UNICAMP. IE, 1988. (Tese, Doutorado em Economia).
- _____. *Ensaio de economia monetária*. São Paulo: Bienal-Educ, 1992.
- _____. (Im)propriedades da moeda. *Revista de Economia Política*, (50), v. 13, n. 2, abr./jun. 1993.
- _____. *Política monetária*. Campinas: UNICAMP. IE, jan. 1993. (Relatório final da Pesquisa sob Convênio IPEA-PNUD).
- _____. Sobre o “horizontalismo” da oferta da moeda; tréplica ao Professor Cardim de Carvalho. *Revista de Economia Política*, (53), v. 14, n. 1, p.142-6, jan./mar. 1994.
- _____. Postulados de uma teoria alternativa da moeda. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, v. 15, n. 1, abr. 1994.
- COSTA, F. N. Por uma teoria alternativa da moeda. Campinas: UNICAMP. IE, 1994. (Tese, Livre-Docência).
- _____. Bancos: da repressão à liberalização. *Economia & Empresa*, São Paulo, v. 2, n. 1, jan./mar. 1995.
- _____. Hicks e a liquidez. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, v. 16, n. 2, p.703-26, 1995.
- _____. Independência do Banco Central; panacéia ilusória. *Jornal dos Economistas*, Rio de Janeiro, n. 74, p. 3, jun. 1995.
- _____. Uma resposta proverbial ao crítico. *Jornal dos Economistas*, Rio de Janeiro, n. 77, p. 5, set. 1995.
- _____, MARINHO, R. *Bancos no Estado de São Paulo, 1988-1993*. Estratégias recentes no terciário paulista: telecomunicações, comércio e sistema bancário. São Paulo: SEADE, 1995. p. 49-92.
- _____. Mecanismo de transmissão monetário; interação e iteração. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 5, p. 159-79, dez. 1995.

- COSTA, F. N., LOPREATO, F. L. C. *Estratégias de fusões, aquisições e Associações dos Grupos Bancários*. In: Seminário das Quintas, USP. FEA. IPE, 26 set. 1996. (Texto para Discussão Interna, n. 19)
- _____. *Relação micro-macroeconomia monetária; o status teórico da preferência pela liquidez*. Campinas: UNICAMP. IE, 1996. (Texto para Discussão, n. 55).
- _____. Wicksell e o ciclo monetário. In: CARNEIRO, R. (Org.). *Clássicos da economia*. São Paulo: Editora Ática, 1997. p.241-52. (Série Fundamentos).
- _____. A dança das cadeiras da poupança. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 9 jun. 1997. p. A.3.
- _____. Macroeconomia dinâmica. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 9 maio 1997. p. A.3.
- _____. Pension funds and development funding (real state, infrastructure, emerging businesses and technological risk). In: PENSION funds; new development factor in Latin American. São Paulo: ABRAPP, abr. 1997.
- _____. Seqüência *boom*-crise no capitalismo contemporâneo. *Leituras de Economia Política*, Campinas, n. 3, p.1-27, jul. 1997. (Publicado também nos Anais do II Encontro Nacional de Economia Política. São Paulo, PUC/SP-SBEP, maio 1997).
- CROTY, J. Is new keynesian investment theory really “keynesian”? Reflections on Fazzari and Variato. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 18, n. 3, Spring 1996.
- CYSNE, R. P., COSTA, S. G. Reflexo do Plano Real sobre as financeiras. *Economia & Empresas*, São Paulo, v. 4, n. 1, p. 84-9, jan./mar. 1997.
- CRUZ, P.R.DAVIDOFF C. Notas sobre o financiamento de longo prazo na economia brasileira. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 3, dez. 1994.
- FAZZARI, S., VARIATO, A. Assymmetric information and keynesian theories of investment. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 16, n. 3, Spring 1994.
- _____, _____. Varieties of investment keynesian theories: further reflections. *Journal of Post Keynesian Economics*, Spring, v. 18, n. 3, 1996.
- FERREIRA, C. KAWAL L. *O financiamento da indústria e infra-estrutura no Brasil; crédito de longo prazo e mercado de capitais*. Campinas: UNICAMP. IE, 1995. (Tese, Doutorado).
- FERREIRA, C., FREITAS, M. C. P. *Mercado internacional de crédito e as inovações financeiras nos anos 70 e 80*. São Paulo: FUNDAP, 1990.
- _____, SCHWARTZ, G. *O sistema monetário-financeiro dos países em desenvolvimento*. São Paulo: FUNDAP, 1991.
- FREITAS, M., SCHWARTZ, G. *O formato institucional do sistema monetário e financeiro; um estudo comparado*. São Paulo: FUNDAP, 1991.
- GARCIA, M. O financiamento à infra-estrutura e a retomada do crescimento econômico sustentado. *Revista de Economia Política*, São Paulo, (63), v. 16, n. 3, jul./set. 1996.
- IBGE-ANDIMA. *Sistema financeiro; uma análise a partir das contas nacionais: 1990-1995*. Rio de Janeiro: IBGE-DECNA, 1997.

- NEAL, P. Keynesian uncertainty in credit markets. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 18, n. 3, Spring 1996.
- NOHARA, J. J. Crise financeira; antigas e novas abordagens. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 17, n. 1 (65), jan./mar. 1997.
- OLIVEIRA, L.G., CASTRO, H.P., CARDOSO, R.F., MAGALHÃES, U. O sistema previdenciário; aspectos institucionais e argumentos para a reforma. *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, v.49, n. 2, p. 295-328, abr./jun. 1995.
- PAULA, L. F. Dinâmica da firma bancária em alta inflação. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 17, n. 1 (65), jan./mar. 1997.
- PINTO, L. F. Capital de risco; uma alternativa de financiamento às pequenas e médias empresas de base tecnológica - o caso do CONTEC. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, n. 7, jun. 1997.
- RIGOLON, F. J. *A retomada do crescimento e o papel do BNDES*. Rio de Janeiro: BNDES, 1996. (Texto par Discussão, n. 41).
- STIGLITZ, J. E. The role of the state in financial markets. In: WORLD BANK ANNUAL CONFERENCE ON DEVELOPMENT ECONOMICS, 1994. *Proceeding...* Washington: The World Bank, 1994.
- STIGLITZ, J. E., WEISS, A. Credit rationing in markets with imperfect competition. *American Economic Review*, v. 71, n. 5, p. 393-410, 1981.
- STUDART, R. *Investment finance in economic development*. London: Routledge, 1995.
- STUDART, R. Estado, o mercado e o financiamento do desenvolvimento nos anos 90. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 2, São Paulo, 1997. *Anais...* São Paulo: PUC/SP-SBEP, 1997.
- WOLFSON, M. A post keynesian theory of credit rationing. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 18, n. 3, Spring 1996.
- WOOD, A. *Uma teoria dos lucros*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1980.

Resumo

O objetivo deste trabalho é elaborar um diagnóstico a respeito do estado atual do mercado de crédito (tanto de curto, quanto de longo prazo) e do mercado de capitais, na economia brasileira. Defende que o problema do financiamento não é só de insuficiência de oferta de fundos de empréstimos, mas também de carência de demanda, nas condições contratuais oferecidas. Deduz que a política econômica deve estimular não o aumento de poupança *ex-ante*, mas sim o circuito dinâmico do financiamento, ou seja, a decisão crucial de investir, nessa economia.

Palavras-chave: Economia – Brasil; Financiamento; Mercado de capitais.

Abstract

The purpose of this paper is to analyze the current state of the credit (both short-term and long-term) and capital markets in the Brazilian economy. It is argued that the problem of financing is not limited to the insufficiency of funds for loans, but is also due to low demand, under present contractual arrangements. Economic policy, therefore, should not aim to stimulate *ex-ante* savings in this economy, but, instead, the dynamic circle of financing, i.e., the crucial decision to invest.

Key-words: Brazilian economy; Financing; Capital markets.