

TCC/UNICAMP  
Es51p  
IE/2613

*monografia de*



1290002613



IE

TCC/UNICAMP Es51p



UNICAMP

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

O Padrão Brasileiro de Financiamento do  
Investimento no Período Pós-Plano Real

Nome: *Agnaldo Aparecido Esmael*

Monografia

Orientador: Prof. Rogério Pereira de Andrade

*Rogério Pereira de Andrade*

Campinas, dezembro de 2005.

**CEDOC/IE**

**Agradeço a Nosso SENHOR JESUS CRISTO por sempre ter iluminado o meu caminho e por ter me dado a oportunidade de estudar na faculdade que tanto sonhava.**

**Dedico esse trabalho aos meus pais. Sem o empenho e companheirismos deles não teria conseguido superar as dificuldades que, ao longo desses cinco anos, surgiram no meu caminho.**

**Dedico também a minha querida irmã e a minha amada, Camila.**

**Não desista dos seus sonhos. Confiante em Deus siga sempre em frente.**

## Índice

Introdução.....	2
Capítulo 1 – Apresentação Teórica.....	4
1.1 – Os Determinantes do Investimento para Keynes.....	5
1.1.1 – Eficiência Marginal do Capital.....	5
1.1.2 – Expectativas de Longo Prazo.....	6
1.1.3 – Teoria Geral da Taxa de Juros.....	7
1.1.4 – A Poupança para Keynes.....	8
1.2 – Os Determinantes de Investimento para Kalecki.....	10
1.2.1 – O Tamanho da Firma.....	10
1.2.2 – Os Determinantes das Decisões de Investimento.....	11
1.3 – Josef Steindl .....	12
1.3.1 – Equação de Investimento a Longo Prazo.....	12
1.3.2 – Capitalização pela Emissão de Ações.....	13
Capítulo 2 – Análise da Evolução do Financiamento do Investimento Produtivo Pós-Plano Real..	15
2.1 – Evolução da Formação Bruta de Capital Fixo.....	16
2.2 – Formas de Financiamento da FBCF.....	20
2.2.1 – Financiamento Bancário.....	20
2.2.2 – BNDES.....	22
2.2.3 – Mercado de Capitais.....	25
2.2.4 – Financiamento Externo.....	26
2.2.5 – Utilização de Recursos Próprios.....	27
2.3 – O padrão de Financiamento do Investimento.....	28
Capítulo 3 – Fatores que Constringem o Desenvolvimento do Mercado de Crédito de Longo Prazo	
3.1 – Alta Taxa Básica de Juros.....	32
3.2 – Elevados <i>Spreads</i> Bancários.....	34
3.3 – Mercado de Capitais Pouco Desenvolvido.....	36
3.4 – Insuficiência de Crédito a Longo Prazo no Setor Privado.....	40
Conclusão.....	42
Referências Bibliográficas.....	46

## Introdução

Após duas décadas de estagnação, o Brasil parece estar retomando o caminho do desenvolvimento. Em 2004 a economia brasileira teve um bom desempenho, com o Produto Interno Bruto (PIB) apresentando um crescimento de 4,9%, o maior dos últimos 10 anos. Para 2005 é esperado um crescimento de, no mínimo, 3 %. E mais, as exportações brasileiras bateram recordes, o risco-país caiu, a inflação permanece controlada, as reservas internacionais aumentaram, entre outros. Essas mudanças melhoraram os fundamentos macroeconômicos da economia, o que permitiu que o Governo não renovasse o acordo com FMI (Fundo Monetário Internacional).

Entretanto, debate-se muito atualmente se esse crescimento é sustentável, ou seja, até quando ele persistirá. Muitos autores argumentam que um nível de crescimento elevado pode trazer de volta para o país o problema da alta inflação. Por isso, seria necessário priorizar o ajuste fiscal do governo e manter um fluxo positivo de entrada de capital no Brasil.

Outros autores, por sua vez, frisam que sendo o investimento o “motor” do crescimento econômico, é fundamental combater a deterioração da infra-estrutura física nacional e elevar a taxa de investimento do setor produtivo. Tudo isso com o objetivo de romper os gargalos nacionais que impedem o crescimento sustentado.

Na verdade, falta uma discussão mais aprofundada acerca de um problema que é subjacente a essas duas posições teóricas, a saber, a falta de um mercado eficiente de crédito de longo prazo no país.

Uma das maiores dificuldades dos empresários industriais atualmente é conseguir financiamento adequado aos seus projetos de investimento, isto é, com prazos longos e juros reduzidos.

É justamente sobre esse tema que essa pesquisa se debruça. Procura-se destacar quais têm sido as principais fontes de recursos para formação bruta de capital fixo e, assim, conhecer qual é o padrão de financiamento do investimento produtivo no Brasil. Como veremos ao logo desse trabalho, tanto o sistema financeiro privado quanto o mercado de capitais (que são os principais ofertantes de crédito para as firmas na maioria dos países industrializados) têm um papel marginal no país, cabendo aos bancos públicos, em especial o BNDES, e aos recursos internos das próprias empresas a tarefa de financiar o investimento.

Essa pesquisa está dividida em quatro partes. Na primeira delas, o capítulo 1, será feita uma revisão teórica a respeito dos determinantes do investimento, do papel da poupança, das influências que o tamanho da firma tem sobre as decisões de investimento, será tratado dos conceitos de eficiência marginal capital, das expectativas de longo prazo e da opção de capitalização via emissão de ações. Esses conceitos serão extraídos das obras de Keynes, Kalecki, Minsky e Steindl.

No capítulo seguinte será analisada a evolução da formação bruta de capital fixo no período pós-plano Real, e quais as formas possíveis para financiá-la. Ainda nesta seção, será visto qual tem sido o padrão de financiamento produtivo brasileiro nos últimos anos. Após conhecida a forma como se dá o financiamento do investimento no Brasil, discutiremos, no terceiro capítulo, quais são os fatores que constroem o desenvolvimento do mercado nacional de crédito de longo prazo.

A última parte, a conclusão, tece as considerações finais, onde se busca articular toda a discussão feita anteriormente, da teoria e dos fatos. Isso permitirá visualizar quais são os principais pontos que deverão ser “atacados” se realmente almeja-se que o Brasil cresça de forma sustentável.

## CAPÍTULO 1

### APRESENTAÇÃO TEÓRICA

O objetivo do primeiro capítulo é fazer uma revisão teórica dos conceitos que serão trabalhados ao longo desta pesquisa. Utilizando-se dos trabalhos de alguns autores, será fundamentada a base teórica sobre a qual esta pesquisa se sustentará. Ter-se-á, assim, um modelo geral de determinação do investimento, que posteriormente vai ser confrontado com o caso específico do Brasil.

A primeira parte deste capítulo destaca a teoria de Keynes. Segundo esse autor, as condições físicas da oferta nas indústrias de bens de capital, o estado de confiança quanto ao rendimento provável, a atitude psicológica relativa à liquidez e a quantidade de moeda determinam, em conjunto, o fluxo de novos investimentos. Em seguida, utiliza-se a visão kaleckiana para complementar a discussão anterior e analisar qual a relação destas com a decisão de investir das firmas. No final, com base na teoria pós-keynesiana, analisa-se como os lucros e a estrutura de endividamento influenciam as variações do nível de investimento; e, em seguida, o papel que as instituições bancárias têm de potencializar os movimentos altistas e baixistas dos ciclos econômicos, aumentando e reduzindo o financiamento à formação bruta de capital conforme a lógica de sua política de lucros.

## **1.1 – Os Determinantes do Investimento para Keynes**

### **1.1.1 – Eficiência Marginal do Capital.**

Quando um empresário decide investir produtivamente seus recursos financeiros, adquirindo bens de capital, ele espera obter rendas futuras, com a utilização desse bem, superiores ao custo inicial do investimento. Keynes chama de Eficiência Marginal do Capital esta relação entre o valor presente dos fluxos de renda e o preço dos bens de capital.

A eficiência marginal do capital depende da taxa de retorno que se espera obter do dinheiro investido num bem recentemente produzido; e não do resultado histórico obtido por um investimento em relação a seu custo original, quando examinado retrospectivamente ao fim de sua vida. (KEYNES, 1982: p. 115)

Com base neste conceito, pode-se determinar qual é a eficiência marginal para cada bem de capital existente no mercado. Agregando os valores de todos os diferentes tipos de capital, obtém-se a curva de eficiência marginal do capital ou, alternativamente, a curva de demanda por investimento.

A comparação entre a eficiência marginal da compra de uma nova máquina com o valor da taxa de juros corrente no mercado é um dos primeiros pontos analisados pelos empresários ao

buscarem meios para valorizar seu capital. Eles buscam, agindo assim, saber se será mais lucrativo aplicar o seu dinheiro no mercado financeiro (auferindo rendas não-operacionais) ou investir no setor produtivo.

Torna-se, portanto, evidente que a taxa efetiva de investimento corrente tende a aumentar até o ponto em que não haja mais nenhuma classe de bem de capital cuja eficiência marginal exceda a taxa de juros corrente. Em outras palavras, o investimento vai variar até aquele ponto em que a eficiência marginal do capital em geral é igual à taxa de juros de mercado. (KEYNES, 1982: p.116)

### 1.1.2 – Expectativas de Longo Prazo

A fim de compreender melhor o que foi exposto no item anterior, é necessário examinar alguns fatores que determinam a renda esperada de um ativo.

Os empresários formam suas expectativas quanto ao retorno de dado investimento com base em fatos concretos que se constata no presente (curto prazo) e em fatos futuros (longo prazo) que são incertos e subjetivos.

As expectativas futuras dos “homens de negócios” dependem mais do seu estado psicológico do que de uma base de dados criteriosa e cientificamente formulada. É praticamente impossível para um empresário saber hoje o quanto de retorno a construção de uma nova fábrica dará daqui a 10 anos. Dessa forma, a expectativa futura não é fruto apenas do prognóstico que se tem do futuro, mas também da confiança que se tem neste prognóstico. “Se esperamos grandes mudanças, mas não tivermos certeza quanto à forma precisa com que tais mudanças ocorrerão, nosso grau de confiança será, então, fraco” (KEYNES, 1982: p.124).

Na prática, os empresários acabam recorrendo à convenção para “construírem” suas expectativas. “A essência dessa convenção (...) reside em se supor que a situação existente dos negócios continuará por um tempo indefinido, a não ser que tenhamos razões concretas para esperar uma mudança” (KEYNES, 1982: p.126). De forma mais sucinta, os empresários projetam para amanhã o mesmo ambiente econômico que operaram hoje. Esta postura imediatista dos agentes atribui maior importância às mudanças que ocorrem a curto prazo e, conseqüentemente, altera o estado das expectativas a longo prazo. É fundamental, então, analisar os efeitos que as variações das taxas de juros podem provocar nos fluxos de investimentos.



### 1.1.3 – A Teoria Geral da Taxa de Juros

A taxa de juros, para Keynes, é outro determinante do volume de investimento.

A Eficiência Marginal do Capital, como foi observado, governa as condições em que se procuram fundos disponíveis para serem aplicados em novos investimentos, ou seja, a demanda de capitais. A taxa de juros governa os termos em que esses fundos são correntemente oferecidos. É de extrema importância, para a continuidade desta pesquisa, estudar o que determina a taxa de juros.

Na Teoria Geral, Keynes afirma que o indivíduo depara-se com dois conjuntos de decisões para efetivar plenamente suas preferências psicológicas. A primeira delas é a propensão a consumir que estabelece que parte da renda as pessoas gastarão em consumo e que parte será poupada. Feito isso, o indivíduo deve decidir de que forma conservar a poupança. Manterá esse fundo na forma de moeda (entesourar) ou o aplicará em algo que lhe possa render juros? A resposta para essa pergunta dependerá da preferência pela liquidez dos agentes. A preferência pela liquidez “é representada por uma escala do volume de recursos, medidos em termos monetários ou unidades de salários, que (o indivíduo) deseja conservar na forma de moeda” (KEYNES, 1982: p.137).

Nesta visão, a taxa de juros não é simplesmente um rendimento da poupança, de abster-se do consumo presente, pois só acumular dinheiro não rende juros. Pelo contrário, é a recompensa por não entesourar.

A simples definição da taxa de juros diz-nos, literalmente, que ela é a recompensa da renúncia à liquidez por um período determinado, pois a taxa de juros não é, em si, outra coisa senão o inverso da relação existente entre uma soma de dinheiro e o que se pode obter desistindo, por um período determinado, do poder de comando da moeda em troca de uma dívida. (KEYNES, 1982: p. 137).

A taxa de juros é o preço cujo desejo de manter moeda líquida se concilia com a quantidade de moeda disponível. Em outras palavras, a preferência pela liquidez e a quantidade de moeda determinam a taxa de juros. Um aumento da preferência pela liquidez aumentaria no mesmo sentido a taxa de juros; um incremento da quantidade de moeda reduziria a taxa de juros. Temos:

$$r = f(L, M)$$

+   -

Onde  $r$  é a taxa de juros corrente,  $L$  a preferência pela liquidez e  $M$  a quantidade de moeda.

Surge uma questão. Porque as pessoas preferem deixar seus recursos na forma que moeda, que nada rende, em vez de aplicá-los e auferirem juros?

Isso se dá devido à existência de incerteza quanto ao futuro da taxa de juros. Estas podem não trazer os rendimentos esperados ou no decorrer do período que o dinheiro está aplicado podem surgir meios mais lucrativos de investi-lo.

Keynes cita quatro motivos que influenciam a preferência pela liquidez dos agentes:

- (i) **Motivo-renda:** uma das razões de conservar recursos líquidos é garantir a transição entre o recebimento e o desembolso da renda. A força desse motivo para induzir uma decisão de conservar um montante agregado de moeda dependerá, principalmente, do montante de renda e da duração normal do intervalo entre o seu recebimento e o seu desembolso.
- (ii) **Motivo-negócios:** da mesma maneira, os recursos líquidos são conservados para assegurar o intervalo entre o momento em que começam as despesas e o recebimento do produto das vendas; incluem-se sob este título os recursos líquidos que conservam os empresários para garantir o intervalo entre a compra e a realização.
- (iii) **Motivo-precaução:** entre outros motivos para conservar recursos líquidos destacam-se os de atender às contingências inesperadas e às oportunidades imprevistas de realizar compras vantajosas e os de conservar um ativo de valor fixo em termos monetários para honrar uma obrigação estipulada em dinheiro.
- (iv) **Motivo-especulação:** este é especialmente importante, pois transmite os efeitos da variação na quantidade de moeda que ocorre devido a variações nos preços dos títulos e das dívidas de vencimento diversos. Ao atuarem no mercado aberto, os indivíduos reservam uma certa quantidade de recursos líquidos para comprarem (ou venderem) títulos e obrigações que apresentam expectativas de lucros maiores (ou menores) resultante do surgimento de novas informações ou acontecimentos que levaram o mercado a rever suas previsões do futuro.

As operações dos bancos no mercado aberto podem influenciar a taxa de juros ao alterar o volume de moeda disponível e ao modificar indiretamente a preferência pela liquidez dos agentes quando revêem suas expectativas quanto ao futuro da política econômica. Isto será analisado com mais profundidade posteriormente, no item em que revisaremos os trabalhos de Minsky.

#### **1.1.4- A poupança para Keynes**

Para Keynes, a poupança, ao invés de se constituir no pré-requisito do investimento seria, na verdade, seu resultado, em uma economia por ele chamada de monetária ou empresarial. Nestas

economias, a decisão de investir depende não da disponibilidade de produto não-consumido, mas de financiamento, isto é, acesso a meios de pagamento.

A produção de bens de investimento será efetuada em resposta a uma demanda por estes tipos de bens. Para isto, é necessário que o sistema financeiro (e bancário, em particular) sejam capazes de gerar e colocar nas mãos dos investidores os meios de compra necessários para que as encomendas possam ser feitas aos produtores de bens de investimento. Uma vez que as firmas que produzem estes bens se deparem com a demanda dos investidores, elas contratarão os trabalhadores necessários para produzi-los e acionarão seu parque produtivo. Deste modo, até o limite do pleno emprego dos trabalhadores (e da plena ocupação de capacidade produtiva), na visão de Keynes o investimento poderá ser realizado sem qualquer necessidade de prévia existência de poupança. Ao contrário, a poupança será gerada como resultado do investimento, já que a forma que este toma é a do conjunto de bens cujo destino não pode ser, por sua própria natureza, o consumo. Portanto, o produto que será gerado em resposta à demanda de investimento será necessariamente produto não-consumível, poupança conseqüentemente.

A visão keynesiana propõe que para viabilizar investimentos é necessário que o sistema financeiro seja capaz de responder às demandas por liquidez colocadas pelas empresas que desejam investir. Não se trata, porém, apenas de criar meios de pagamento. Keynes advertiu que este é apenas o primeiro passo, ainda que fundamental. Investir é comprar ativos, freqüentemente de duração média ou longa. Isto significa que a amortização dos investimentos consumirá um certo número de períodos de produção. Uma empresa, portanto, não poderá saldar os compromissos incorridos para a realização de investimentos em períodos curtos.

O perfil do financiamento deve ser compatível com o perfil de amortização dos bens de investimento. Assim, se, em um primeiro momento, a demanda que se coloca ao sistema financeiro é a disponibilização de meios de compra, em um segundo, coloca-se a necessidade de transformação dos créditos obtidos inicialmente, usualmente de curto prazo, em obrigações de duração equivalente à dos ativos. Segundo Keynes, também aqui não se trata de poupar ou não, mas de oferecer os canais de financiamento de longo prazo adequados (na linguagem usual, de consolidar as dívidas de curto prazo em *funding* adequado).

Em suma, a visão keynesiana enfatiza restrições financeiras sobre a demanda por investimentos, em contraste com a visão neoclássica, que focaliza o comportamento dos poupadores como condição para a realização de investimentos.

Este trabalho de pesquisa adota a perspectiva a keynesiana, centrada no papel dos mercados e instituições financeiras na viabilização do investimento e do crescimento econômico. Não se toma poupança como restrição, exceto quando a economia já estiver em seu ponto de pleno emprego e,

portanto, a elasticidade do produto for efetivamente zero (no curto prazo), tornando impossível que se cresça sem que o consumo diminua.

## **1.2 – Os Determinantes do Investimento para Kalecki**

### **1.2.1 – O Tamanho da Firma**

Antes de se analisar os determinantes do investimento, é importante discutir quais as implicações que uma quantidade maior ou menor de capital traz para as empresas.

O volume de recursos que uma empresa pode obter no mercado de capitais depende da sua quantidade de capital. Não se pode tomar capital emprestado num volume superior ao volume de capital da própria empresa. Caso a firma resolvesse fazer uma emissão de títulos desproporcional ao seu capital, se propondo a pagar uma taxa de juros elevada, não obteria sucesso. A própria taxa de juros alta causaria dúvida aos investidores quanto à solvência da empresa no futuro; logo, nem todos os títulos seriam comprados.

Por outro lado, várias empresas não aproveitam a fundo às oportunidades dadas pelo mercado de capital por causa do “risco crescente” que a expansão envolve. Por segurança, alguns empresários preferem ter um nível de investimento mais baixo e direcionar parte do seu capital para compra de títulos de boa qualidade. Dessa forma, se a empresa tiver prejuízo em seus negócios, o empresário não terá rendimento nulo (ou ficará em débito), mas poderá ser compensado com o lucro não operacional oriundo dos títulos.

O tamanho de uma firma, portanto parece achar-se circunscrito pelo volume do capital da empresa tanto através de sua influência na capacidade de conseguir capital emprestado como através de seu efeito no grau de risco. A variedade de tamanho das empresas de um mesmo ramo em uma dada ocasião pode ser facilmente explicado em termos do capital das empresas. Se for elevado, facilitará a obtenção de fundos para um investimento de vulto, o que não será conseguido por um nível baixo de capital da empresa. As diferenças na posição relativa das firmas determinadas pelo capital das empresas são aprofundadas pelo fato de que as firmas abaixo de um certo tamanho simplesmente não têm acesso ao mercado de capitais. (KALECKI, 1983: p.76)

A acumulação de lucros recorrentes é uma importante forma das empresas realizarem novos investimentos sem ter de encarar as exigências e riscos do mercado de capitais. Essa poupança vinda dos lucros ainda permite que a firma consiga obter maiores empréstimos dado o tamanho de seu capital.

## 1.2.2- Os determinantes das decisões de investimentos

Segundo Kalecki, existe um hiato temporal entre a decisão de investir e os investimentos efetivos, que pode ser expresso na forma:  $F_{t+\tau} = D_t$ , onde  $F_{t+\tau}$  é o investimento efetivo no período seguinte e  $D_t$  é a decisão de investimento no período corrente.

Entre os determinantes das decisões de investimento temos a poupança bruta,  $S$ , pois os empresários tendem a empregar sua acumulação interna de capital em investimentos – até mesmo as poupanças pessoais podem ser investidas por meio da subscrição de ações. A decisão de investimento,  $D$ , é função crescente da poupança, ou seja, quanto maior for  $S$  maior será  $D$ .

Outro fator é a elevação dos lucros,  $\Delta P$ , já que o aumento dos lucros torna atraente a ampliação dos projetos de investimento.

Finalmente, segundo Kalecki (1983: p. 80), o “ incremento líquido de capital em equipamentos por unidade de preço,  $\Delta K$ , afeta de modo adverso a taxa de decisão de investimento”: quanto mais empresas entram no mercado, maior a acumulação de capital em equipamentos, e menor o volume de planos de investimento. Resumindo, temos a seguinte relação linear:

$$D = aS + b(\Delta P/\Delta t) - c(\Delta K/\Delta t) + d$$
, “onde  $d$  é uma constante sujeita a modificação a longo prazo” (KALECKI, 1983: p 81).

Com relação ao tempo  $t+\tau$ , temos:

$$F_{t+\tau} = aS + b(\Delta P/\Delta t) - c(\Delta K/\Delta t) + d$$

Isto é, o investimento em capital fixo (por unidade de tempo) é determinado pela poupança bruta “interna” corrente da firma, pela taxa de elevação dos lucros, e pela taxa de elevação do volume de capital em equipamentos. Apenas esta última tem sinal negativo.

Não havendo fatores “externos”, quando a poupança bruta total igualar a depreciação, a economia estará numa situação de equilíbrio estático. A poupança bruta é totalmente reinvestida e o volume de capital se mantém constante, o mesmo ocorrerá com a quantidade de produção e os lucros.

Ao se considerar o fator “externo” inovação, a economia deixa de ter equilíbrio estático e passa a ter uma tendência ascendente a longo prazo, devido ao aumento do nível de investimento que a pesquisa e a aplicação de uma nova tecnologia ocasionam. Cada inovação traz para a empresa um acréscimo do montante de lucro, o que, em geral, torna atraente projetos de investimento que até então não eram. “Um fluxo constante de invenções é comparável a uma taxa constante de acréscimo dos lucros. Assim, esse fluxo faz subir o nível de investimento por unidade de tempo...” (Kalecki,

1983: p.134). Também são consideradas inovações a introdução de novas fontes de matéria-prima, alterações nas instalações da firma, novos métodos de transporte etc.

### 1.3 -- Josef Steindl

#### 1.3.1 – Equação de Investimento a Longo Prazo

De forma bem simplificada, a teoria do crescimento a longo prazo de Steindl (1983) se baseia na seguinte equação:

$$I_{t+\theta} = \gamma C_t + U(u_t) + G(g'_t)$$

Onde,  $I_{t+\theta}$  é o nível de investimento no período  $t+\theta$ ,  $C_t$  é a acumulação interna,  $\gamma$  é uma constante estrutural,  $U(u_t)$  indica a influência de certo grau de utilização, e  $G(g'_t)$  a influência de certa recíproca da taxa de endividamento  $g'$ .

Por ser discípulo de Kalecki, a teoria de Steindl mantém muitos dos pontos que eram freqüentemente utilizados por aquele. Entre esses, pode-se destacar a hipótese kaleckiana de que o fluxo de acumulação interna de capital,  $C_t$ , induz a novos investimentos. A quantidade de lucro obtido pela empresa ao longo de seus ciclos produtivos elevaria a sua poupança interna (a quantidade de recursos próprios) e isso motivaria os empresários a ampliarem seus negócios, já que o mercado estaria demonstrando haver espaço para uma produção maior.

Steindl considerou o nível de utilização da capacidade instalada,  $U(u_t)$ , como fundamental fator determinante do nível de investimento. As empresas oligopolistas estabeleceriam um nível de utilização ótimo de utilização da capacidade. Neste nível seria obtido a melhor taxa de lucro de utilização dos seus fatores de produção (capital e trabalho). Haveria, segundo o autor, então, uma retenção planejada de capacidade ociosa. Se o grau de utilização superasse tal nível desejado, as decisões de investimento seriam estimuladas. Caso ocorresse o contrário, o grau de utilização cairia, inibindo o processo de investimento.

As decisões de investimento dos empresários podem ser financiadas pela utilização de poupança própria ou com poupanças externa à firma.

A taxa de endividamento,  $G(g'_t)$ , tem influência direta sobre o investimento. Para Steindl, o empresário que buscar alavancar seus negócios poderá obter, via empréstimos, os recursos dos vários tipos de poupança existente: a dos rentistas, ou seja, daqueles que recebem juros fixos sobre

títulos; a proveniente dos dividendos; a dos profissionais liberais e; a poupança daqueles que recebem pequenos ordenados e dos trabalhadores manuais.

O autor argumenta que, na prática, o empresário que está otimista quanto à implementação de novos projetos de investimento agirá da seguinte forma:

O empresário previamente providenciará recursos a longo prazo (mediante emissão de obrigações) para a parte do investimento que, segundo suas previsões, não será compensada pela acumulação interna durante o período  $t$ . (...) ele providenciará (outra parte) por meios de empréstimos a curto prazo. Se a acumulação interna realizada durante o período  $t$  for insuficiente (ou não se repetir no período  $t+1$ ), ele descobrirá que não poderá saldar os créditos a curto prazo conforme previsto. Para não sofrer uma situação de congelamento de crédito esse empresário terá que aumentar seu endividamento relativo. (STEINDL, 1983: p 139-140)

Mas, uma situação de desaceleração dos fluxos de fundos internos só poderá ser compensada por um maior fluxo de endividamento se o grau de endividamento presente ainda não alcançou o limite de risco tolerável.

### **1.3.2 – Capitalização pela Emissão de Ações**

Steindl analisa, também, a possibilidades de financiamento do investimento por meio da emissão de ações. Estabelece os limites para emissão de ações ordinárias e preferenciais, tanto do ponto de vista do empresário quanto do mercado de capitais.

Conforme o autor, a emissão de ações é vantajosa para os empresários se a taxa esperada de lucro sobre o capital nominal integralizado for superior aos “custos” efetivos de obtenção de capital através da emissão.

Se não se considerar a sociedades de capitais por ações, a questão do endividamento seria reduzida, simplesmente, à utilização da poupança de terceiros a partir da contratação de dívidas, e toda a poupança proveniente dos lucros representaria uma acumulação de recursos nas mãos dos empresários. Entretanto, o sistema de capital por ações modifica esse estado de coisas de duas formas:

Por um lado, uma parte dos lucros é distribuída sob forma de dividendos, e a poupança derivada desses dividendos não aumenta de maneira direta os recursos à disposição das sociedades de capital por ações. Por outro lado, as sociedades de capital por ações possuem a particular virtude de serem capazes de obter poupanças externas com o propósito de aumentar os seus recursos empresariais, os seus “capitais de risco”. Elas podem usar poupanças externas sem tomá-las por empréstimo, sem aumentar, com isso, a sua taxa de endividamento e, portanto, o seu risco. (STEINDL, 1983: p 157)

Dessa forma, por não afetar a taxa de endividamento das empresas,  $G(g')$ , a emissão de ações permite que um volume maior de recursos seja acumulado para ser utilizado em novos projetos de investimento. Contudo, para que a emissão de ações realmente se configure como opção ao financiamento do investimento é necessário a existência de um mercado de capitais desenvolvido – em que aja regras claras de segurança para os investidores e onde se movimente um volume considerado de capital para suprir as elevadas necessidades de recursos das firma.



## Capítulo II

### Análise da Evolução do Financiamento do Investimento Produtivo Pós-Plano Real

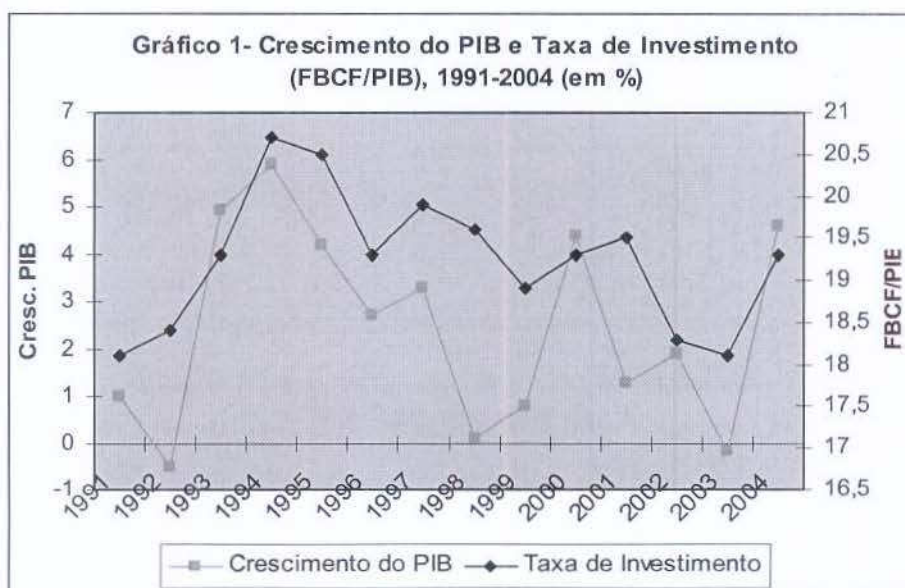
O governo Lula, desde o início de seu mandato, vem seguindo a agenda de manutenção de um ambiente macroeconômico estável para retomada do desenvolvimento nacional. Para isso, a política econômica tem se pautado principalmente no controle da inflação via redução do gasto público e taxas de juros elevadas. O crescimento ocorreu em 2004 – PIB cresceu 4,6 % – mas para que este seja realmente sustentável, como quer o Governo e a sociedade, é preciso que haja ao mesmo tempo um elevado nível de investimentos, ou seja, que a Formação Bruta de Capital Fixo cresça a taxas mais elevadas para sustentar taxas de crescimento econômico maiores.

## 2.1- Evolução da Formação Bruta de Capital Fixo

A Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) é o valor total dos investimentos feitos pelas empresas públicas e privadas para aquisição de máquinas, equipamentos, estruturas e edificações ao longo do ano que resultaram em aumento da capacidade produtiva do país. Não se leva em consideração a variação dos estoques e nem os gastos de reposição de bens de capital que estão no fim de sua vida útil a sua elaboração.

O valor da FBCF tem significado analítico melhor se visto relativamente com o Produto Interno Bruto, PIB. Disso resulta a Taxa de investimento, FBCF/ PIB, que mostra qual tem sido a participação do investimento no total do PIB.

O Gráfico 1 abaixo traz os valores da taxa de investimento e do crescimento do PIB desde o início dos anos 90:



Fonte: IBGE – Elaboração Própria

Os componentes principais da FBCF são os gastos com Construção Civil e os gastos com Máquinas e Equipamentos. Para não fugir do objetivo central deste trabalho, será analisada apenas a evolução dos gastos com Máquinas e Equipamentos.

**Tabela 1**

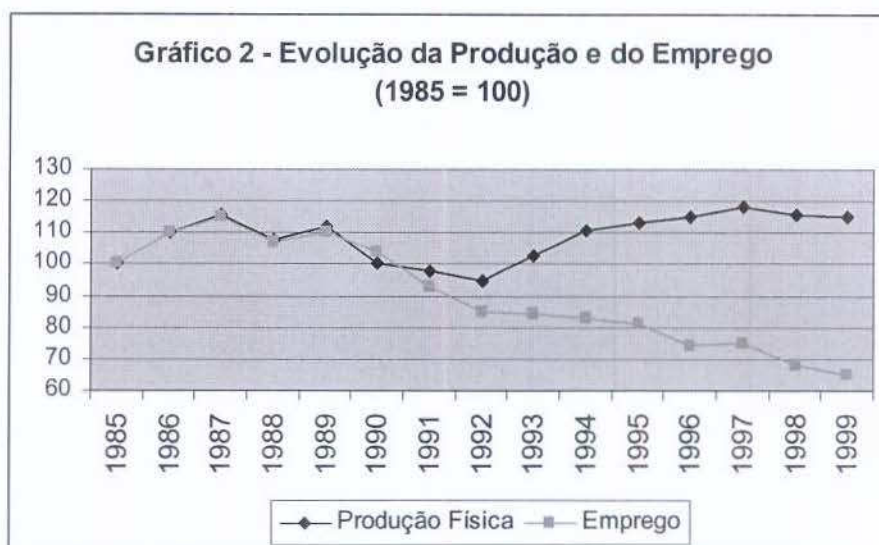
Anos	Formação Bruta de Capital Fixo (%) e sua Composição FBCF/PIB (preços correntes)	Composição da FBCF		
		Construção Civil	Máquinas e Equipamentos	outros
1991	18,1	60,4	28,7	2,5
1992	18,4	64,7	26,3	6,3
1993	19,3	62,5	24,3	5,8
1994	20,7	60,7	27,2	5,8
1995	20,5	57,5	28,9	5,8
1996	19,3	62	25,3	4,8
1997	19,9	63,2	24,8	4,4
1998	19,6	65,4	23,5	4,3
1999	18,9	65,1	23,7	5
2000	19,3	60	24,7	4,8
2001	19,5	58,8	28	5
2002	18,3	59,8	28	5,1
2003	18,1	56,4	28,4	5,2
2004	19,3	*	*	*

Fonte: IBGE

Ao longo dos anos 90 a indústria brasileira passou por uma série de transformações. A primeira se deu no início da década com a abrupta abertura comercial da economia. Seguindo a tendência internacional o Brasil se inseriu no paradigma do neoliberalismo, ou seja, redução da intervenção do Estado na economia. A liberalização comercial foi acompanhada por um longo processo de desregulamentação e desestatização, o que causou profundos traumas na indústria nacional. Esta não estava preparada para competir em pé de igualdade com a indústria internacional, tecnologicamente mais avançada e produtiva. Para se defenderem (ou sobreviverem) as empresas brasileiras adotaram estratégias redutoras de custos e se engajaram em operações de fusões e aquisições, que são pouco virtuosos na ampliação de capital produtivo. Como pode ser visto na tabela 1, o setor de Máquinas e Equipamentos representava quase 30% da FBCF em 1991, nos dois anos seguintes até chegar ao nível de 24,3% no final de 1993.

Com a edição do Plano Real em 1994, uma nova fase teve início. Câmbio valorizado e taxas de juros elevadas foram os pilares da gestão macroeconômica do plano de estabilização de preços. Neste ano ocorreu um significativo aumento da taxa de investimento, que ficou em 20,7 %, resultado do grande crescimento do PIB que, por sua vez, foi elevado devido ao maior nível de consumo de bens duráveis e não duráveis nos primeiros anos do Real. Contudo, é preciso ser criterioso ao se analisar esse dado de aumento da FBCF. Com o câmbio valorizado, o que se viu foi

um processo de renovação de equipamentos e de processos de produção que se encontravam muito defasados. Houve uma explosão de importação de bens de capital para eliminação de gargalos à produção (sem isso as empresas nacionais não conseguiriam fazer frente a elevada competição imposta pelo produtos estrangeiros), o que gerou redução de postos de trabalho e ganhos expressivos de produtividade. Isso fica bem claro no gráfico abaixo.



Fonte : Pesquisa Industrial Mensal e Pesquisa Mensal do Emprego - IBGE

Essas medidas equivaleram na prática a um aprofundamento do grau de exposição internacional da indústria brasileira dando início à fase de abertura efetiva que perdurou até a desvalorização cambial do início de 1999. Como resultado, ocorreu rápida deterioração da balança comercial, que entrou em déficit já a partir de 1995. A partir desse ano a taxa de investimento declina, voltando a ficar abaixo dos 20%. A retomada do influxo de capitais externos possibilitou um mecanismo de financiamento do déficit comercial, porém de curto fôlego diante do risco de vulnerabilização das contas externas. A entrada de capitais externos manteve-se em expansão até 1997, quando sofre “contágio” da crise asiática, ocorrendo uma brusca reversão, levando o país a registrar déficit Balanço de Pagamentos. Tal fato demonstrou que o regime competitivo de ultra-abertura implantado no período começava a se esgotar. A queda da FBCF só não foi maior porque o setor de construção civil manteve-se no mesmo ritmo de produção, fazendo com que aumentasse sua participação na composição da FBCF, conforme mostra a Tabela 1, ao contrário do setor de máquinas e equipamentos que enfrentou uma forte crise, sendo 1998 o ano de pior resultado.

No final de 1998, o modelo de financiamento do balanço de pagamentos brasileiros tornou-se insustentável, fato que veio a inaugurar uma nova fase recessiva e um período de sucessivas desvalorizações cambiais. O Governo foi obrigado a elevar ainda mais sua taxa de juros para conter

a fuga de capitais e, ao fechar acordo de financiamento com o FMI, praticar uma drástica política de contração fiscal e econômica.

A indústria nacional acabou sendo fortemente prejudicada nesta conjuntura. Com a elevada taxa de juros o custo do capital alcançou níveis que inviabilizavam qualquer projeto de investimento, e com o compromisso do governo de redução dos seus gastos, foi limitada também a oferta de créditos públicos subsidiados, tema do próximo capítulo.

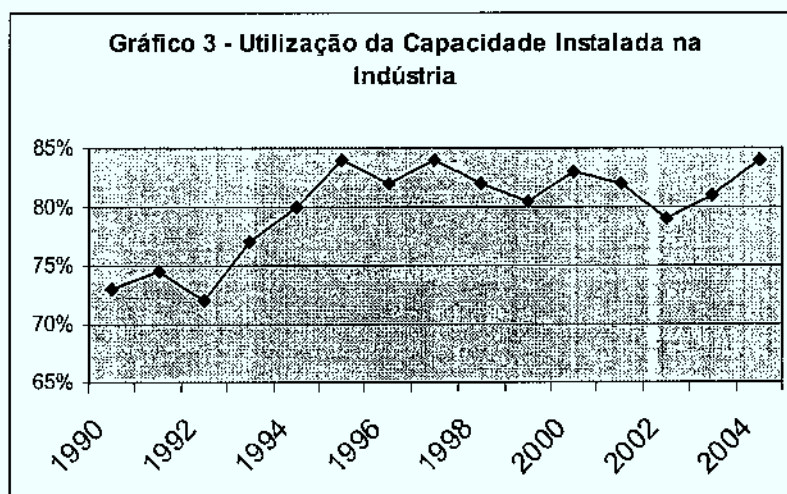
No ano 2000, e no ano seguinte, a economia volta a ter um resultado favorável, com o PIB registrando um crescimento de 4,4%. Mas a FBCF fica em 19,3% e em 2001 sobe, muito pouco, para 19,5%, ou seja, permaneceu estagnada.

Contudo, a taxa de investimento despenca nos dois anos subseqüente, registrando em 2003 18,1%, o menor valor nos últimos dez anos. As causas dessa redução surgiram já em meados de 2001. Este foi um ano em que ocorreu uma série de turbulências tanto no mercado interno como no externo, destacando-se: a crise no setor energético, que exigiu economia no consumo de energia elétrica; a crise econômica na Argentina, principal parceiro comercial do Brasil; e o atentado terrorista de 11 de setembro em Nova Iorque que abalou as expectativas do mercado internacional. Todos esses fatores causaram pressões altistas no câmbio e na inflação, levando o Governo a adotar medidas contracionistas para controlar o aumento dos preços. Em 2002 o quadro econômico brasileiro se agrava com o aumento do déficit em transações correntes e uma maior volatilidade no mercado financeiro devido à iminência da guerra no Iraque e, com esta, uma possível elevação do preço do petróleo. Nesse ano, risco país do Brasil ultrapassou os 2 mil pontos e a taxa de câmbio chegou a R\$ 3,60/US\$. O Governo Lula, empossado em 2003, contrariou suas promessas de campanha e intensificou a austeridade monetária. A atividade industrial e o consumo das famílias foram duramente afetados, fazendo o PIB ter uma queda de 0,2%.

A FBCF recuperou-se em 2004, voltando ao patamar de 19,3%. Dentre os principais fatores dessa recuperação pode-se sublinhar a melhora no cenário externo já no final de 2003, o que permitiu ao governo reduzir a taxa de juros, e a implementação de políticas públicas visando aumentar a oferta de crédito, como redução do compulsório, microcrédito, empréstimos com desconto em folha de pagamentos etc. O ano de 2004 foi, também, um bom ano para as exportações, com a balança comercial tendo *superávit* recorde e o PIB registrando crescimento de 4,6%.

Entretanto, o excelente desempenho da produção industrial em 2004 tem suscitado preocupações quanto à sua sustentabilidade, à medida que o crescimento deixe de ser baseado em ocupação de capacidade ociosa e passe a requerer novos investimentos em máquinas e instalações.

À medida que essa capacidade vai sendo ocupada, como pode ser visto no gráfico 3 abaixo, o risco de inflação aumenta e, para que ele seja afastado, é preciso que a capacidade de oferta da economia (a capacidade instalada) cresça mais ou menos no mesmo ritmo da demanda. Daí a importância de se manter elevado a FBCF e de ter formas eficientes de financiá-la.



Fonte: IBGE -- Elaboração Própria

## 2.2- Formas de Financiamento da FBCF

### 2.2.1 – Financiamento Bancário

Uma importante fonte de financiamento, que é utilizada pelo Japão e grande parte dos países do sudeste asiático, é o empréstimo diretamente nos bancos privados. No Brasil, por outro lado, esta não é, na maioria dos casos, a melhor opção que os empresários nacionais têm para obter crédito para seus projetos de investimento.

Historicamente, nunca coube aos banqueiros a tarefa de financiar o crescimento da FBCF brasileira (DAVIDOFF CRUZ, 1995). Sempre foi o Estado que chamou para si essa responsabilidade, agindo por meio dos bancos estatais, subsídios, emprestando recursos no exterior para transferi-los para indústria nacional etc.

Assim, quando houve a reestruturação da postura do Estado na economia nos anos 90, resultado da nova agenda neo-liberal de Estado mínimo, criou-se um “buraco” no suprimento de crédito a longo prazo que não foi preenchido pelos bancos privados.

Os empresários que, sem terem outra opção, tomaram recursos no sistema bancário privado tiveram que enfrentar uma alta taxa de juros e prazos curtos. Nessas condições de financiamento, não há incentivo para por em prática novos projetos de investimento.

Conforme dados do Relatório Anual do Banco Central (2003), em 2002 o custo médio das operações de empréstimo prefixadas para pessoas jurídicas no chamado segmento livre, que exclui os créditos direcionados, era de 50,5% ao ano em dezembro de 2002. Considerando a inflação anual da ordem de 15% para o IGP-DI, a taxa real de juros naquele mês correspondia a 19,5%. E este não foi um resultado isolado. De 1997 a 2002, a taxa média real de empréstimos bancários para as empresas manteve-se usualmente acima de 20% ao ano, à exceção do segundo semestre de 2002, quando as taxas reais a posteriori recuaram em resposta à forte aceleração da inflação.

Em padrões internacionais, as taxas de juros brasileiras estão em patamares elevadíssimos. É exatamente o que mostra a tabela abaixo:

Tabela 2

<b>Empréstimos Bancários ao Setor Privado</b>		
<b>Média 1998 - 2001</b>		
<b>País</b>	<b>Taxa de juros real %a.a.</b>	<b>Volume % do PIB</b>
Brasil	60,96	35,23
Argentina	15,57	23,44
Chile	9,31	62,73
México	8,49	15,02
Tailândia	5,54	123,54
Coréia do Sul	5,35	86,2
Cingapura	5,57	109,97
Estados Unidos	5,48	72,91
Área do Euro	4,62	105,73
Reino Unido	3,39	131,28
Japão	2,39	110,17
Indonésia	1,92	28,97

Fonte: CNI – Estudo: Financiamento no Brasil. Março/2003

A CNI – Confederação Nacional da Indústria – em seus estudos do setor industrial (Revista Indústria Brasileira e CNI 2002) constatou que a maior parte dos empréstimos feitos pelos empresários, nos últimos cinco anos, foram destinados a compor capital de giro e financiar o comércio exterior. Como o prazo desses empréstimos geralmente são inferiores a um ano, verifica-se que a indústria nacional tem recorrido aos bancos privados, em geral, nos momentos em que precisa de dinheiro para saldar compromisso de curto prazo. Esta atitude impede que se forme entre empresários e banqueiro uma relação de maior convergência de interesses como acontece em outros

países (por exemplo, Alemanha), na qual os bancos passam a conhecer com mais detalhes o desempenho financeiro das empresas, tendo maior confiança no sucesso desta, diminuindo os riscos de *moral hazard*<sup>1</sup>. Abriria-se, assim, espaço para que um volume maior de crédito fosse ofertado ou os juros reduzidos.

Outra característica do mercado financeiro brasileiro que age de modo a tornar o mercado de crédito bancário cada vez mais restrito é o custo de oportunidade de aplicações alternativas, como o financiamento da dívida pública, e a gestão de risco de crédito, que torna mais seletiva a carteira de empréstimos dos bancos. O atual mercado de títulos públicos permite que a economia capitalista nacional chegue ao nível mais elevado de acumulação e reprodução do capital, conforme Karl Marx, na qual o capital não precisa mais passar pela esfera produtiva para se valorizar, ocorrendo o processo de total financeirização da economia, capital gerando mais capital ( $D = D'$ ). Em outras palavras, os bancos são por natureza instituições voltadas para obtenção de lucros; dessa forma, em uma economia tipo a brasileira, que oferece oportunidades de ganhos expressivos e riscos praticamente nulos com o financiamento da dívida pública, haverá uma óbvia preferência dos bancos em se afastar do sistema produtivo.

Como resultado, o saldo total dos empréstimos bancários como percentagem do PIB no Brasil é baixo para padrões internacionais, mesmo quando nesse saldo se incluem também as operações de crédito direcionado, como o crédito rural e habitacional (Tabela 2). Enquanto outros países em desenvolvimento como Coréia do Sul e Cingapura apresentam, respectivamente, 86,20% e 109,97 % do PIB em empréstimos bancários ao setor privado, no Brasil essa proporção não ultrapassa os 35,23%.

### 2.2.2 – BNDES

A principal fonte de recursos de longo prazo no setor bancário tem sido o Banco Nacional para Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

Criado em 1953, e vinculado ao Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior, o BNDES tem como objetivo apoiar empreendimentos que contribuam para o desenvolvimento do país, financiando os grandes empreendimentos industriais e de infra-estrutura e tendo marcante posição no apoio aos investimentos na agricultura, no comércio, serviços e nas micro, pequenas e médias empresas.

---

<sup>1</sup> Situação em que o aumento do grau segurança no qual um agente acredita pode levá-lo a agir de forma mais ousada e temerária, colocando em risco a estabilidade de uma atividade.



Os recursos do BNDES são principalmente orçamentários e não obtidos com o público através de depósitos à vista ou a prazo. Ele concede diretamente o crédito apenas nas operações de valor mínimo de R\$ 10 milhões. Nos demais casos, o banco atua de forma indireta, repassando os recursos através de agentes financeiros. Os prazos de pagamento variam entre 5 e 10 anos, com 6 meses de carência após a conclusão do projeto. A taxa de juros é formada em geral pela Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) acrescida de um spread básico e de um spread de risco. O spread básico padrão varia de 1% a 4,5% de acordo com o tipo de operação, porte da empresa e localização do empreendimento. O spread de risco é de até 4,625% a.a. nas operações diretamente realizadas pelo banco, mas é livremente negociado entre o agente financeiro e o tomador nas operações indiretas. Essas operações indiretas são utilizadas, na maioria dos casos, pelas micro, pequenas e médias, que demandam financiamentos abaixo de R\$ 10 milhões. Várias dessas empresas, acabam não aproveitando inteiramente dos baixos juros que os créditos do BNDES propiciam. O problema está associado ao fato das empresas menores não contarem com bens que podem ser dados como garantia aos agentes financeiros intermediários, que fazem esse tipo de exigência devido aos riscos envolvidos nessas operações.

Por estar vinculado ao Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior, o BNDES tem sua política de atuação orientada pela política industrial que o Governo decide por em prática, ou seja, ele deve atuar em consonância com o Executivo Federal, direcionando seus recursos para as atividades que foram escolhidas como prioridade nacional.

No Governo Lula, o BNDES teve que pautar sua atuação nas Diretrizes de Política Industrial, Tecnológica e de Comércio Exterior publicada pelo Ministério do Desenvolvimento em 26 de novembro de 2003.

Os programas elaborados pelo BNDES para atender os setores considerados estratégicos visam ampliar a capacidade competitiva da indústria nacional e reconhecem as especificidades setoriais. Os principais programas desenvolvidos atualmente pelo BNDES são:

- Programa de Financiamento a Supridores Nacionais de Equipamentos, Materiais e Serviços Vinculados – visa ampliar a participação de fornecedores brasileiros no mercado de bens de capital, materiais e serviços vinculados.
- Programa de Apoio ao Desenvolvimento da Cadeia Produtiva Farmacêutica – PROFARMA O apoio pode ser dado às atividades relacionadas à produção de medicamentos, à Pesquisa e Desenvolvimento e ao Fortalecimento das Empresas de Controle Nacional.
- Fundo para Desenvolvimento Tecnológico das Telecomunicações - FUNTTEL – Visa estimular o processo de inovação tecnológica, fomentar a geração de empregos e promover o acesso de pequenas e médias empresas a recursos de capital, de modo a ampliar a competitividade da indústria brasileira de telecomunicações.

- Programa para o Desenvolvimento da Indústria Nacional de Softwares e Serviços Correlatos – PROSOFT – Tem como meta o desenvolvimento da indústria nacional de software e serviços correlatos; promover o crescimento de suas exportações; fortalecer o processo de P&D e inovação no setor de software; promover a difusão e a crescente utilização do software nacional por todas as empresas sediadas no Brasil e no exterior;
- Programa de Modernização do Parque Industrial Nacional – MODERMAQ – O Programa financia a aquisição de máquinas e equipamentos novos, de fabricação nacional, credenciados no BNDES, com vistas à modernização do parque industrial nacional e à dinamização do setor de bens de capital.
- Programa de Apoio ao Fortalecimento da Capacidade de Geração de Emprego e Renda – PROGEREN – Visa aumentar a produção, o emprego e a massa salarial, através de apoio financeiro, na forma de capital de giro, para as micro, pequenas e médias empresas - MPMEs, localizadas em municípios selecionados.

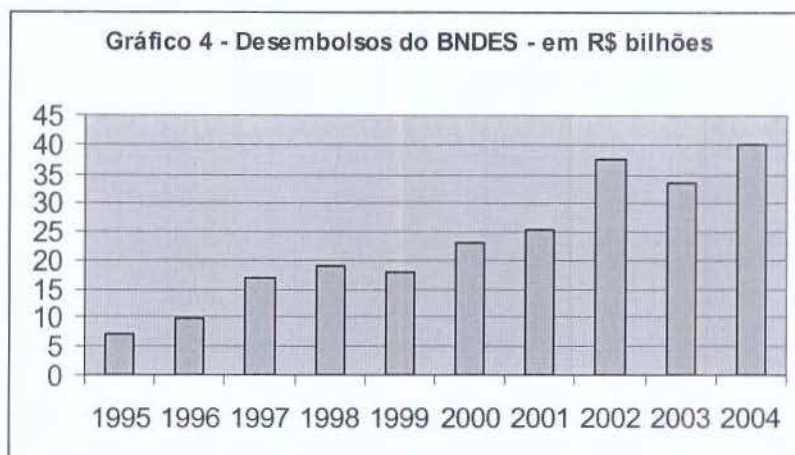
Nos últimos anos, o volume de crédito disponibilizado pelo BNDES aumentou expressivamente. A Tabela 3, abaixo, mostra os valores dos desembolsos do BNDES nos últimos anos. Os setores de Infra-Estrutura e Indústria foram os que receberam a maior parte desses recursos. Mas, deve-se destacar o setor Agropecuário que tem aumentado sua participação relativa no total dos desembolsos, utilizando 17% dos desembolsos em 2004, contra os 8% que em média recebia no final dos anos 90. Já o setor de Comércio e Serviços permanece utilizando, praticamente, o mesmo volume de recursos.

Tabela 3

Desembolsos do BNDES (em R\$ milhões)					
ano	Indústria	Infra-Estrutura	Agropecuária	Comércio/Serviços	Total (s/ oper. no mercado secundário)
1995	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	7.100
1996	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	9.700
1997	6.570	7.022	1.448	2.039	17.079
1998	7.564	8.279	1.350	1.815	19.008
1999	8.421	6.647	1.293	1.702	18.063
2000	10.413	8.585	1.901	2.123	23.022
2001	13.091	7.510	2.857	1.861	25.319
2002	17.457	12.899	4.651	2.487	37.494
2003	13.094	10.010	4.595	2.835	33.534
2004	15.782	15.170	6.930	1.952	39.834

Fonte: Relatório Anual do BNDES (vários anos) – Elaboração Própria

O crescimento dos desembolsos do BNDES de 1995 a 2004 foi de mais de 500%, como demonstra o Gráfico 4.



Elaboração Própria com base nos dados da Tabela 3

No ano de 2004 o BNDES manteve o alto nível de desembolsos dos últimos anos. O volume de empréstimos foi recorde, quase R\$ 40 bilhões em 2004, o que representa um crescimento de mais de 18%.

Segundo o Relatório Anual 2004 do BNDES, os setores que mais contribuíram para esse crescimento foram: Infra-Estrutura e Agropecuária. Conforme esse relatório, o BNDES tem dado especial atenção aos investimentos em infra-estrutura por julgá-los necessários ao crescimento sustentável da economia. Os principais financiamentos neste setor foram os de R\$ 6,5 bilhões em energia elétrica, valor 29% acima do total liberado em 2003, e de R\$ 5,2 bilhões no setor de transportes, com incremento de 60%. À agropecuária foram destinados R\$ 6,93 bilhões, valor 51% maior que os R\$ 4,59 bilhões liberados em 2003. Os desembolsos para o setor industrial alcançaram R\$ 15,8 bilhões em 2004, uma retração de 2% em relação a 2003. Ainda assim, representaram 40% do total de empréstimos do BNDES no ano. Em alguns segmentos da indústria, houve expressivo aumento nas liberações de crédito do Banco, como em papel e celulose (145%) e máquinas e equipamentos (68%). As maiores quedas ocorreram nos desembolsos para os setores têxtil (-51%) e químico e petroquímico (-49%).

### 2.2.3 – Mercado de Capitais

Ao contrário do que ocorre nos Estados Unidos, o mercado de capitais no Brasil é relativamente fraco para gerar um volume elevado de financiamento às indústrias. Nem mesmo o

crescimento pelo qual passou o mercado de capitais ao longo dos anos 90 conseguiu fazer deste uma fonte relevante de financiamento.

As captações no mercado de capitais atingiram um pico em 1998, quando totalizaram R\$ 26,7 bilhões. Este montante caiu significativamente em 1999 e voltou a crescer nos dois anos seguintes. Em 2001, destacaram-se as captações com emissão de debêntures, que cresceram 73% em relação ao ano anterior e totalizaram R\$ 15,2 bilhões. O prazo médio de vencimento das debêntures, ponderado pelo volume registrado, foi de cerca de 5 anos. Por outro lado, as emissões de notas promissórias, que são títulos com vencimento de até um ano, e de ações vem-se reduzindo em 2001 pelo terceiro ano consecutivo. Em 2002, as emissões primárias no mercado de capitais voltaram a cair, qualquer que seja o título considerado. (CNI, 2003: p. 15)

Para que uma empresa consiga se financiar com base no mercado de capitais é preciso que ela abra o seu capital emitindo ações e debêntures que serão negociadas na bolsa de valores. Serão emitidas ações preferenciais e ações ordinárias. As ações preferenciais são aquelas cujos possuidores têm direito de receber uma porcentagem fixa dos lucros, antes de distribuídos os dividendos da empresa. Já as ações ordinárias conferem ao seu possuidor o direito de eleger a diretoria da empresa; em contrapartida, seu possuidor somente tem direito a distribuição dos dividendos depois de paga a porcentagem que têm direito os portadores das ações preferenciais.

Todavia, no comportamento do empresariado nacional há uma certa resistência à divisão do controle da sua empresa. A grande maioria das empresas brasileiras são empresas familiares, dirigidas pelo próprio fundador ou por seus herdeiros. Para se manterem no comando dos seus negócios esses empresários não abrem o capital de suas empresas e, quando o fazem, guardam para si a quantidade majoritária de ações ordinárias. Desta forma, o mercado de capitais acaba sendo subutilizado, causando até mesmo seu enfraquecimento. Segundo dados da CVM (Informativo CVM), em 1998 haviam 1047 companhias abertas registradas; em 2002, esse número caiu para 945. Em 2004 a redução foi maior, permanecendo apenas 655 companhias abertas. Ainda segundo a CVM, o valor de mercado das companhias abertas domésticas listadas em 2000 correspondia a 38% do PIB, contra 153% nos Estados Unidos e 86% no Chile.

#### **2.2.4 – Financiamento Externo**

Outra possibilidade de financiamento é a utilização de recursos externos, e esta foi extremamente importante no Governo FHC. Com o câmbio valorizado e as importações em alta a forma utilizada por aquele governo para fechar o Balanço de Pagamentos foi atrair a entrada de capitais estrangeiros.

O financiamento externo pode se dar na forma de entrada de IED (Investimento Externo Direto), investimento em carteira e empréstimos em moeda. A forma preferível (para o país) de financiamento externo é o IED, na qual o capital entrante é aplicado na criação de novas empresas

ou na participação acionária em empresas já existentes. As outras duas formas (investimento em carteira e empréstimo em moeda) não são as mais ideais para financiar projetos de longo prazo, dado a natureza altamente volátil desses recursos. Uma mudança repentina nas expectativas do mercado, semelhante às ocorridas em 1997 (crise da Ásia), 1998 (crise da Rússia) e 2001 (atentado em Nova Iorque) pode causar uma brusca reversão dos fluxos de capital e trazer sérios constrangimentos para o país.

Ao longo da década de 90, um grupo de empresas brasileiras passou a ter ações negociadas na bolsa de Nova Iorque através da adoção de programas de *American Depositary Receipts* (ADRs), o que abriu novas possibilidades de captação de recursos externos. A experiência mostra que as empresas que adotaram o programa tiveram aumento de liquidez e de valorização dos papéis, o que se refletiu na redução do custo de capital (Rocca, 2000). Este seria um benefício suficientemente grande para compensar os custos envolvidos na adoção do programa e estimular as empresas a fazê-lo. Mas a captação de recursos novos através de ADRs ainda não é significativa.

### **2.2.5 – Utilização de Recursos Próprios**

A opção encontrada por muitas empresas, no Brasil, para financiarem novos investimentos, foi a utilização de recursos próprios. Com as várias dificuldades que foram expostas anteriormente para a obtenção de crédito, as grandes empresas passam a reinvestir uma quantidade cada vez maior do seu lucro. Algumas dessas empresas passam a ofertar crédito até para seus clientes, obtendo significativos ganhos não operacionais. Exemplo disso é o banco Volkswagen e a financeira do Grupo Votorantim.

Já as micro, pequena e média (MPMEs) empresas, em sua maioria, contam com uma quantidade reduzida de recursos próprios para fazer frente as suas necessidades de investimento. Desta forma, quanto mais tempo levar o ciclo produtivo dessas empresas, isto é, o hiato de tempo que há entre a fabricação e a venda, mais devagar será o seu crescimento. A situação das MPMEs fica ainda mais difícil quando suas expectativas de lucro não são realizadas, pois isso significa a interrupção da sua principal fonte de capital.

A manutenção de um volume considerável de recursos próprios, que podem ser prontamente utilizáveis, traz até benefícios indiretos para as empresas. Muitas das instituições financeiras quando avaliam o quanto vão emprestar para as empresas industrial, e a que taxa de juros, levam em consideração o montante de recursos próprios que tais empresas detém. É uma forma de garantia para os bancos, já que muitos deles dificilmente financiam 100% dos projetos de investimento.

Para Kalecki (1983) e Steindl (1952), a existência de recursos internos (acumulação interna) é um fator importante para geração de novos investimentos. O que estes autores querem dizer é que

a economia tende a entrar em um ciclo virtuoso quando os empresários têm sucessivos lucros, pois um aumento do volume de lucros exercerá influência positiva sobre os investimentos.

### 2.3 – O Padrão Brasileiro de Financiamento do Investimento

Das várias formas possíveis de financiamento do investimento, como foi discutido acima, nos últimos anos no Brasil tem ocorrido o uso preponderante de recursos próprios para a realização de novos projetos industriais. As demais fontes de recursos, por sua vez, são utilizadas de forma a complementar a poupança interna das firmas.

Essa característica do financiamento produtivo brasileiro pode ser visto na Tabela abaixo:

Tabela 5

Fontes de Financiamento dos Investimentos Industriais		
	Participação % Média	
	1998-99	2000-02
<b>Recursos Próprios</b>	<b>70,7</b>	<b>59,5</b>
<b>Novos Sócios</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>
bolsas	0	0,2
fundos de pensão	0	0,2
outros	1,2	0,7
<b>Recursos de Terceiros</b>	<b>28,1</b>	<b>39,4</b>
bancos oficiais	14,4	22,5
bancos privados	6,8	6,8
externo	4,3	6,2
debêntures	0,6	0,6
outros	2	3,4
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Fonte: CNI e Cepal – Investimento da indústria brasileira – 2002

A tabela 5 foi extraída da pesquisa realizada conjuntamente pela CNI e a Cepal em 2002, na qual se discute justamente o tema do financiamento industrial. Essa Tabela reflete com clareza qual tem sido o padrão de financiamento do investimento no período pós Real. As empresas utilizaram majoritariamente recursos internos para implementar seus projetos de investimento. No biênio 1998-99, 70,7% do financiamento das empresas foi pautado em recursos próprios, no biênio seguinte esse valor cai para 59,5%. Já a utilização do mercado de capitais foi praticamente nula nos quatros anos da pesquisa.

O crédito de terceiros apresentou significativo crescimento ao longo dos dois períodos de análise da tabela 4, saltando de 28,1% em 1998-99, para quase 40% em 2000-02. Esse incremento

foi resultado da maior participação dos bancos oficiais, principalmente o BNDES (neste período os desembolsos do BNDES saltaram de R\$ 19 bilhões em 1998 para R\$ 37,4 bilhões em 2002, conforme a Tabela 3, vista anteriormente). Percebe-se o papel chave que o BNDES tem para o financiamento de Longo Prazo no Brasil, o que faz dessa banco a principal fonte de recursos para os empresários que precisam recorrer à poupança externa para realizar seus projetos de investimento. Fica claro que o setor bancário privado não tem interesse de se tornar um grande fomentador de projetos de longo prazo no Brasil, já que no período em questão ele manteve sua participação ao patamar de 6,8%.

Com base nos dados divulgados em Agosto de 2005 pelo Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial (IEDI), pode-se fazer uma análise mais recente das fontes de financiamento do investimento.

Tabela 6

Fontes de Financiamento dos Investimentos Industriais		
	Participação %	
	1ºsem. 2004	1ºsem. 2005
<b>Recursos Próprios</b>	<b>38,9</b>	<b>46,5</b>
<b>Recursos de Terceiros</b>	<b>33,2</b>	<b>28,1</b>
<b>Outras Fontes</b>	<b>27,9</b>	<b>25,4</b>
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Fonte: IEDI - 2005

O levantamento feito pelo IEDI, baseado nos balanços de 106 companhias abertas do setor industrial, mostrou que as empresas diminuíram o seu nível de endividamento. No primeiro semestre de 2005 os Recursos Próprios foram responsáveis por 46,5% das fontes de recursos, contra 38,9% no mesmo período de 2004. A participação dos Recursos de Terceiros caiu de 33,2% para 28,1%, enquanto a participação de Outras Fontes recuou de 27,9% em 2004, para 25,4% em 2005.

Os dados do IEDI e da pesquisa CNI e Cepal demonstram, que no Brasil, a principal fonte de financiamento do investimento tem sido a utilização de recursos internos das próprias empresas, seguido do endividamento no setor bancário (em sua maioria junto aos bancos públicos) e por último, e em reduzida escala, a emissão de ações no mercado de capitais. Como essas duas pesquisas utilizam metodologias diferentes de trabalho não se pode dizer com precisão quanto variou a participação de cada uma das fontes de financiamento de 1998 ao primeiro semestre de 2005. Infelizmente, não foram encontrados dados referente aos primeiros anos do Plano Real,

impedindo, assim, uma análise apurada das transformações do padrão brasileiro de financiamento do investimento. Contudo, é possível traçar um panorama geral do mercado de financiamento de longo prazo do Brasil. Tanto a pesquisa da CNI e Cepal quanto a do IEDI constata que a indústria nacional é altamente dependente de seus próprios recursos para ampliar seus negócios, como já foi dito acima. E mais, se não for considerada a participação do BNDES, a utilização de recursos de terceiro é muito baixa no país, devidos a uma série de fatores que serão discutidas no próximo capítulo.

Este padrão de financiamento do investimento brasileiro tende a permanecer inalterado a curto prazo. No levantamento do IEDI, percebe-se que as empresas estão menos dispostas a aumentarem seu endividamento junto as Instituições Financeiras.

Os dados apresentados neste estudo demonstram que houve uma queda geral no endividamento das empresas industriais, principalmente devido à redução da taxa de câmbio, entre dezembro de 2004 e junho último, de 12% (de R\$ 2,65 para R\$ 2,35), enquanto que, entre dezembro de 2003 e junho de 2004, houve elevação de R\$ 2,88 para R\$ 3,17 (10%).

Por outro lado, a taxa média de câmbio registrou queda de 14% entre o primeiro semestre de 2004 e o mesmo período de 2005, saindo de R\$ 2,97 para R\$ 2,57, o que prejudicou a rentabilidade de segmentos exportadores, como Alimentos, Papel e Celulose e Calçados.

Porém, a queda no endividamento não pode ser exclusivamente atribuída à taxa de câmbio. Há também uma forte aversão quanto à realização de novos investimentos, principalmente os de prazo mais longo de maturação, pois não há sinalização concreta para um crescimento sustentado e também para a queda nas taxas de juros, o que coloca as empresas em situação financeira defensiva, evitando novos projetos que elevariam o seu nível de endividamento. (IEDI, 2005; p. 7)

A opção pelo autofinanciamento, por sua própria natureza e limitações, faz com que as empresas brasileiras sofram pesado constrangimento financeiro ao crescimento. Os seus novos projetos de investimento têm, assim, que esperar, obrigatoriamente, a realização dos lucros e, dependendo do volume de recursos requeridos para tais projetos, as empresas necessitarão aguardar vários períodos produtivos.

São limitados, portanto, os meios de alavancagem da taxa de investimento no Brasil e, conseqüentemente, o crescimento nacional. Mantidas essas condições, o país não conseguirá realizar o sonho de crescer a altas taxas e de forma sustentável.



## Capítulo III

### FATORES QUE CONSTRANGEM O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CRÉDITO DE LONGO PRAZO

14  
15  
16  
17  
18  
19  
20  
21  
22  
23  
24  
25  
26  
27  
28  
29  
30  
31  
32  
33  
34  
35  
36  
37  
38  
39  
40  
41  
42  
43  
44  
45  
46  
47  
48  
49  
50  
51  
52  
53  
54  
55  
56  
57  
58  
59  
60  
61  
62  
63  
64  
65  
66  
67  
68  
69  
70  
71  
72  
73  
74  
75  
76  
77  
78  
79  
80  
81  
82  
83  
84  
85  
86  
87  
88  
89  
90  
91  
92  
93  
94  
95  
96  
97  
98  
99  
100

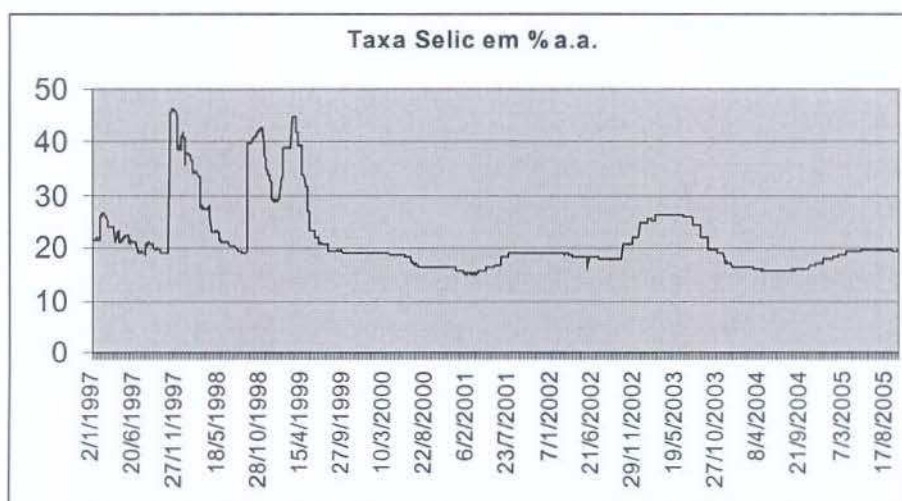
Neste capítulo, almeja-se discutir os principais pontos atualmente considerados os responsáveis pela falta de crédito de longo prazo no Brasil. O primeiro elemento que se destaca é a elevada taxa de juros da economia. Na seqüência, serão tratadas as características do *spread* bancário, do mercado de capitais; no final, será analisada a participação do setor privado no investimento.

### 3.1 – Alta Taxa Básica de Juros

A taxa básica de juros é obtida mediante o cálculo da taxa média ponderada e ajustada das operações de financiamento por um dia (overnight), lastreadas em títulos públicos federais e cursadas no referido sistema ou em câmaras de compensação e liquidação de ativos, na forma de operações compromissadas (operações de venda de títulos com compromisso de recompra assumido pelo vendedor, concomitante com compromisso de revenda assumido pelo comprador, para liquidação no dia útil seguinte). Estas operações são registradas no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic), razão pela qual a taxa média é designada como taxa Selic. O Comitê de Política Monetária (Copom), em suas reuniões mensais, fixa uma meta para a taxa Selic, que é, então, perseguida pelo Banco Central mediante oferta ou retirada de recursos do mercado aberto.

A taxa de juros no Brasil é muito elevada, e isso faz com que as taxas de empréstimo dos bancos comerciais também sejam muito altas, inviabilizando a maioria dos projetos de investimento. Em outras palavras, a taxa básica de juros determina o custo de captação dos bancos (taxa de captação) e é sobre este custo que os bancos fixam os seus *spreads* de modo a estabelecer a taxa que será cobrada nas operações de empréstimo. Supondo constante o *spread* bancário, quanto maior a taxa básica de juros, maior a taxa de empréstimo.

Gráfico 6



fonte: Banco Central

A ampliação da taxa de investimento no país depende da redução da taxa Selic, mas essa não é uma tarefa tão fácil de ser feita, já que a taxa básica de juros também é o principal instrumento de política monetária. Entre o lançamento do Plano Real em julho de 1994 e o início do ano de 1999, o País adotou o regime de taxa de câmbio administrada, no qual a relativa rigidez da taxa de câmbio do Real em relação ao dólar funcionava como âncora nominal dos preços. Como a sustentação deste regime dependia da manutenção de um nível elevado de reservas internacionais, o diferencial entre a taxa de juros doméstica e a externa tinha que se manter alto para que fosse mantido o fluxo de entrada de capitais externo na economia brasileira. Nos períodos de crise internacional, a taxa de juros foi expressivamente alta (passando dos 40%), como ocorreu em 1997 na crise Asiática e no ano seguinte com a crise russa, o que pode ser visto acima no gráfico 6. Essa era a única forma de conter a fuga de dólares dos países, já que não se queria alterar a taxa de câmbio.

Em janeiro de 1999, porém, o regime cambial mudou e, a partir de julho daquele ano, o regime monetário passou a ser o de metas para inflação. Neste regime, a taxa de juros é fixada a cada momento de modo a adequar a trajetória futura da inflação às metas previamente fixadas. Neste sistema de metas para a inflação, o dever central da Autoridade Monetária é manter a estabilidade de preços, independentemente dos efeitos recessivos que podem ser gerados. Ou seja, nos últimos anos a política monetária não tem sido utilizada como instrumento ativo de promoção do desenvolvimento.

Conforme as Atas de várias reuniões do COPOM, percebe-se que o Comitê toma suas decisões, de elevar ou reduzir a Selic, a partir do resultado do cálculo do núcleo da inflação obtido pelo método de médias aparadas. Neste cálculo, as principais variáveis são: a evolução recente da inflação (no intervalo entre duas reuniões do COPOM), no qual analisam-se as variações de IPCA, IGP-DI, IPA-DI e IPC-Br; a tendência da inflação para os próximos meses (se mantida a taxa Selic que está em vigor na época); a atividade econômica (produção e vendas); a balança comercial; a flutuação do dólar; o mercado de crédito e a inadimplência; o ambiente externo (verifica-se a tendência dos principais mercados internacionais, a entrada de IED no país...); o mercado de trabalho e; as operações de mercado aberto (leilões de títulos – NTN-F, LFT e LNT).

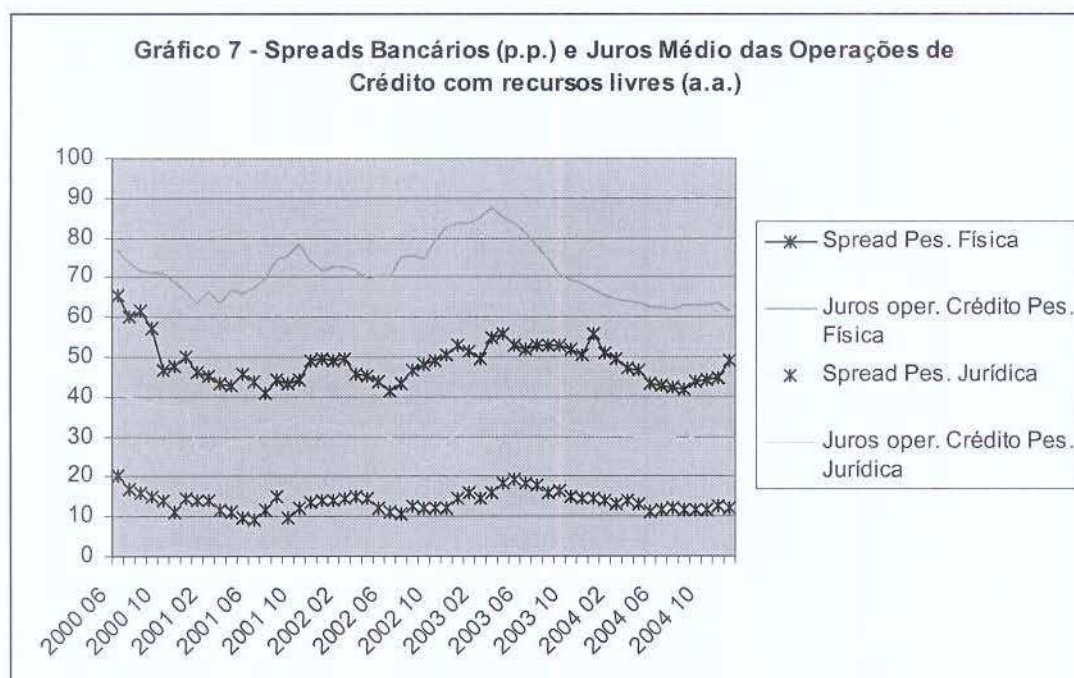
Mesmo com o sistema de metas para inflação, a necessidade de financiamento externo continua a ter relativa importância para determinação da taxa de juros doméstica. Quanto maior a necessidade de financiamento externo para cobrir o déficit em conta corrente e as obrigações financeiras com o resto do mundo, maior o prêmio de risco exigido pelos investidores, pois maior a vulnerabilidade do País às mudanças nas condições de liquidez internacional. Prêmio de risco mais alto resulta em taxas de juros domésticas também mais elevadas, caso contrário a redução na entrada líquida de capital externo implicará desvalorização da taxa de câmbio, com impactos sobre a inflação. A necessidade de financiamento externo do Brasil se reduziu nos últimos anos após a

adoção do regime de câmbio flutuante, especialmente quando já descontada a entrada de recursos para investimento direto (necessidade de financiamento líquido). Mas ainda há dúvidas, segundo Nóbrega et al (2000), quanto a sua consistência, o que contribui para manter elevados o prêmio de risco e a taxa de juros.

### 3.2 – Elevados *Spreads* Bancários

O spread bancário é, de forma bem sucinta, a diferença entre o valor da taxa de captação (remuneração que os bancos pagam aos seus clientes investidores) e o valor da taxa de empréstimo.

O Gráfico 7, abaixo, mostra o quanto esse spread é elevado no Brasil. Para as pessoas físicas ele corresponde a 80%, em média, dos custos dos empréstimos (spread / taxa juros). Para as pessoas jurídicas, o spread é um pouco mais reduzido, ficando em torno de 40%. Mesmo assim, os juros das operações de crédito no sistema financeiro são altos o suficiente para inviabilizar quase a totalidade dos projetos de investimento das firmas, pois dificilmente seus investimentos gerarão uma taxa de retorno tão alta. Como o gráfico mostra, esses juros variam em torno dos 35% a.a. para as firmas.



Fonte: Banco Central – Elaboração Própria

Segundo o estudo do Banco Central, Juros e Spreads Bancário (2004), os principais componentes do *spread* no Brasil são:

Resíduo do Banco	27,50%
Custo Administrativo	26,30%
Cunha Tributária	20,70%
Inadimplência	20,50%
Compulsório	5,00%
Total	100,00%

Fonte: Banco Central

Para compreender as razões de um *spread* tão elevado é preciso investigar a contribuição de cada um dos seus componentes:

a) Resíduo do Banco – Representa a rentabilidade sobre o capital próprio dos bancos. Aferida por resíduo, é influenciada por vários fatores, como o risco associado à atividade bancária, os direcionamentos de crédito, o custo de oportunidade do capital e o grau de concorrência existente na atividade bancária.

b) Custo Administrativo – Este componente ainda é alto se comparado a padrões internacionais e reflete o superdimensionamento do setor, principalmente no que diz respeito ao número de agências. As despesas administrativas, por apresentarem um custo fixo elevado, exibem economias de escala em um amplo domínio do mercado relevante de crédito. Sua redução, como vem ocorrendo nos últimos anos, reflete o aumento do volume de operações de crédito e a maior eficiência do setor bancário.

c) Cunha Tributária – Representa os custos dos impostos diretos e indiretos:

Impostos indiretos – São constituídos pelo PIS e Cofins, incidentes sobre o faturamento do banco às alíquotas de 0,65% e 3%, respectivamente, pelo IOF sobre o valor emprestado (a alíquota varia em função do prazo) e pelo Fundo Garantidor de Crédito, que incide à alíquota de 0,025% sobre o saldo mensal de captação e se destina a assegurar os depósitos dos correntistas do banco em caso de falência.

Impostos diretos – A cunha fiscal associada aos impostos diretos, isto é, o imposto de renda e a contribuição social sobre o lucro líquido, é calculada considerando-se a tributação incidente sobre o lucro auferido pelo banco, indo, portanto, a reboque da margem líquida. Atualmente, as alíquotas do IR e da CSLL sobre o lucro das instituições financeiras são de 25% e 9%, respectivamente.

d) Inadimplência – Este componente corresponde, nos demonstrativos contábeis dos bancos, à conta de despesas com provisões para perdas com operações de crédito. Até dezembro de 1999, as normas contábeis exigiam que os bancos fizessem o provisionamento para devedores duvidosos, para a totalidade dos créditos em liquidação e para uma proporção dos créditos em atraso. A partir de fevereiro de 2000, sob os efeitos da Resolução nº 2.682, os bancos foram obrigados a classificar as operações de crédito em função do risco e a fazer o imediato provisionamento, cuja proporção depende da classificação.

e) Compulsório – São depósitos, sem remuneração, que bancos devem fazer todos os dias junto ao Banco Central. O depósito compulsório deve corresponder a 45% dos depósitos à vista do banco.

### **3.3 – Mercado de Capitais Pouco Desenvolvido**

O mercado de capitais brasileiro não proporciona aos empresários nacionais as mesmas vantagens que são oferecidas nas Bolsas de Valores dos países centrais. Esse baixo desenvolvimento é fruto:

(...) não da falta de leis e instituições. Ele não se desenvolveu porque em geral, graças ao fechamento da economia, os investimentos e, conseqüentemente, as necessidades de financiamento das empresas eram limitadas e, portanto, passíveis de serem atendidas pelos lucros retidos e créditos comerciais e oficiais.

Quando, em algumas situações específicas, como por exemplo nos anos do II PND, os investimentos eram de maior vulto, as empresas tinham outras formas de financiamento mais “fáceis” e baratas através de recursos governamentais subsidiados, principalmente BNDES e fundos 157. Ou seja, o BNDES acabou contribuindo para dificultar o desenvolvimento de um mercado de capitais na medida em que era (e ainda é) uma excelente alternativa de recursos mais baratos. (BARROS et al, 2000; p 5)

Para Barros et al. (2000), os obstáculos centrais ao desenvolvimento do mercado de capitais são: 1) a estrutura tributária brasileira que não incentiva operações com renda variável além de onerá-las com o CPMF; 2) proteção insuficiente à acionistas minoritários e credores; 3) relação custo-benefício da abertura de capital; e 4) ambiente macroeconômico de incerteza.

A carga tributária elevada onera as empresas em geral, mais em particular as empresas de capital aberto, que são obrigadas a assegurar transparência às suas demonstrações contábeis. E, também, a tributação sobre o mercado de capitais tem como efeito básico o aumento do custo de transação e a redução da liquidez. Como a tecnologia proporciona custos cada vez menores, hoje uma das principais características do mercado de capitais é a busca por eficiência alocativa via aumento do número de transações. Os mercados secundários são os que mais se desenvolvem, permitindo maior número de participantes e maior liquidez. A tributação inadequada caminha na direção oposta a esse movimento e reduz a liquidez geral do mercado, a participação e conseqüentemente, o acesso.

O patamar atual elevado da carga tributária brasileira é, portanto, um fator de desestímulo à abertura de capital, contribuindo para a estreiteza do mercado de capitais local. O melhor exemplo disso é a Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF). Seus efeitos, conforme Nóbrega et al. (2000), sobre o sistema financeiro e o mercado de capitais podem ser sumarizados da seguinte maneira:

a) trata-se uma incidência sem foco. Como incide sobre as transações financeiras, tributa a renda, o consumo, a propriedade e a riqueza;

b) é mais uma cunha fiscal nos juros, aumentando generalizadamente os custos da economia;

d) é um tributo que além de aumentar custos altera a lógica das transações ao incentivar a busca de caminhos para a fuga de sua incidência, incluindo a utilização mais freqüente do dinheiro em espécie;

e) a distorção provocada pelo imposto pode ser vista na mais simples transação ou naquela em que um indivíduo ou uma empresa procura a melhor aplicação alternativa de seus recursos. Quanto mais administra, mais paga CPMF;

f) contribui para exportar o mercado secundário de ações em direção a outras praças, principalmente para Nova Iorque;

g) Embora pareça baixa, a alíquota da CPMF, de 0,38%, é muito maior que as tarifas cobradas pelas bolsas e maior que a taxa de administração cobrada por vários administradores de recursos nos Estados Unidos e na Europa, o que teria contribuído para a migração dos negócios para as bolsas americanas sob a forma de ADR.

Outra razão para o subdesenvolvimento do mercado de capitais estava na proteção insuficiente a acionistas minoritários e credores.

A Lei 6.404/76, que instituiu a lei das S.A. continha duas deficiências básicas. Em primeiro lugar, permitia que a companhia emitisse até 2/3 de ações sem direito a voto, o que resultou em concentração de voto nas mãos de poucos acionistas (a rigor, o controle de uma companhia podia ser obtido com a posse de apenas um sexto das ações). Em segundo lugar, admitia que, como recompensa pela subtração do direito de voto, fosse assegurada prioridade de reembolso de capital. Entretanto, esta era uma falsa vantagem dado que ela só se materializaria no momento de dissolução da sociedade, ou seja, quando, na maioria dos casos, a sociedade emissora dos títulos já se encontrasse em estado terminal.

Essa legislação dificultou o estabelecimento de um sistema de “governança empresarial” que motivasse os agentes econômicos (especialmente dos pequenos poupadores) a investir com mais vigor no mercado de capitais brasileiro.

A governança empresarial se refere às maneiras pelas quais os fornecedores de capital de uma empresa (investidores) protegem os seus interesses, garantindo assim algum retorno para seus investimentos. Como, sob certo ângulo, após a cessão de fundos, os investidores (acionistas minoritários e credores) são desnecessários para o funcionamento de uma empresa, os administradores das empresas (acionistas controladores ou administradores profissionais) podem manipular os resultados da empresa de modo a reduzir a remuneração devida aos investidores (expropriação). A expropriação pode ocorrer de várias formas: 1) venda de ativos da empresa abaixo do valor de mercado para uma outra empresa de propriedade do controlador; 2) emprego de familiares não qualificados; 3) implementação de projetos ineficientes, mas que atendem a interesses particulares dos administradores; 4) salários excessivamente altos para diretores; 5) contratos desvantajosos com empresas fornecedoras controladas pelos diretores; 6) simples roubo; etc.

A expropriação desenfreada enfraquece severamente a capacidade do sistema financeiro na medida em que investidores potenciais passam a se recusar a financiar empresas, tornando difícil - ou até mesmo impossível - que empresários consigam financiar seus projetos, mesmo que estes sejam altamente lucrativos.

Governança empresarial constitui um conjunto de mecanismos que investidores não-controladores (acionistas minoritários e credores) têm à sua disposição para limitar a expropriação. A qualidade da governança empresarial depende de três elementos: 1) disponibilidade e publicação de informações relevantes (*disclosure*); 2) mecanismos e regras de conduta para a empresa; e 3) arranjos que garantam a observância das regras (*enforcement*).

A entrada em vigor da nova Lei das S.A. (Lei nº 10.303/01), que ampliou os direitos dos investidores minoritários, e da Lei nº 10.411/02, que ampliou os poderes da Comissão de Valores



Mobiliários (CVM), tende a mudar esse quadro favoravelmente. Conforme a Lei nº 10.303/10, a quantidade de ações preferências sem direito a voto não pode ultrapassar 50% do total das ações emitidas; o acionista com direito a voto será punido criminalmente se, com o objetivo de obter vantagens pessoais, causar prejuízos para a Companhia e para os demais acionistas; os acionistas minoritários receberam com dividendo obrigatório, em cada exercício, uma parcela pré-estipulada dos lucros.

Outro obstáculo para desenvolvimento do Mercado de Capitais é o questionamento que os empresários fazem acerca da relação custo-benefício que irão enfrentar com a abertura de capital de suas empresas. Ao decidir subscrever ações na bolsa de valores, uma empresa de capital fechado tem que arcar com os custos de *underpricing* (subprecificação), despesas administrativas e perda de confidencialidade.

O *underpricing* é um fenômeno relacionado à distribuição inicial das ações, isto é, a subprecificação é um prêmio exigido pelos investidores na forma de um deságio sobre o preço de mercado da ação, para compensá-los pelo risco da desinformação.

Além do *underpricing* inicial, a abertura de capital implica em despesas administrativas permanentes, tais como: comissão do *underwriter*<sup>2</sup>, taxas de registro, etc. Adicionalmente, devem-se considerar gastos periódicos tais como despesas regulares com auditores, publicação de informações contábeis, taxas junto a CVM e bolsa de valores, etc. Muitas destas despesas não crescem proporcionalmente com o valor da emissão inicial e, portanto, pesam relativamente mais para pequenas empresas.

A perda de confidencialidade é outro “ônus” da subscrição de ações. O status de companhia aberta exige que empresas forneçam informações cuja confidencialidade pode ser importante para a competitividade da empresa. Isso, por si só, já deixa muitos empresários relutantes a utilizar o mercado de capitais para financiar seus projetos de investimento. Muitos dos empreendimentos nacionais são de empresas familiares cujos controladores dão muito valor a um estilo reservado e à autonomia das decisões. Por fim, este padrão de informação também expõe as empresas a uma maior vigilância por parte das autoridades fiscais, reduzindo o espaço para evasão fiscal.

---

<sup>2</sup> UNDERWRITING: Lançamento de ações ou debêntures para subscrição pública. A colocação desses títulos é feita, em geral, por um banco de investimento, muitas vezes associado a outras entidades financeiras. Três tipos de contratos podem ser realizados entre a empresa que lança os títulos e a financeira que os coloca junto ao público: 1) *straight* – a financeira subscreve a totalidade do lançamento, pagando-o diretamente à empresa; 2) *stand-by* – a financeira compromete-se a subscrever os títulos não adquiridos pelo público; 3) *best-efforts* – a financeira compromete-se a esforçar-se para vender os títulos, sem assumir a responsabilidade de subscrevê-los, e devolve à empresa aqueles não adquiridos pelo público.

#### 4.4 – Insuficiência de Crédito a Longo Prazo no Setor Financeiro Privado

A estabilização dos preços conseguida pelo Plano Real, em 1994, foi encarada com muito otimismo. Até então, o “*mainstream* brasileiro” julgava que a insuficiência de crédito a longo prazo era resultado da dificuldade que as empresas tinham em fazer planejamentos futuros confiáveis, em um ambiente de elevada inflação. Superado essa dificuldade, a oferta de crédito de longo prazo ocorreria naturalmente. Era o que se pensava.

Contudo, nos anos posteriores a implementação do Real, persistiu a situação de insuficiência de crédito a longo prazo.

Não só as altas taxas de remuneração dos títulos públicos foram determinantes para insuficiência de crédito para o setor privado. As normas regulatórias do Acordo de Basiléia também têm desempenhado um papel importante de limitação de oferta de crédito de longo prazo:

Os bancos devem desenvolver processos para avaliar se sua adequação de capital é compatível com o perfil de riscos assumidos e estratégias para manter estes níveis de capital. A responsabilidade da garantia de que o nível de capital seja adequado para a sustentação de riscos é da administração do banco, cabendo a este a comprovação do uso de um sólido e rigoroso processo de avaliação de riscos.

(...)

As autoridades devem esperar e poder exigir que os bancos operem acima dos índices mínimos de capital. Os requerimentos mínimos de capital devem conter volumes extras de capital para fazer frente a incertezas inerentes ao sistema bancário como um todo, (...). A exigência, assim como o estímulo à manutenção de volumes de capital acima do exigido pelos requerimentos mínimos é prática usual entre as autoridades reguladoras/supervisoras. (MENDONÇA, 2002: p. 120-123)

Os bancos brasileiros foram obrigados, por meio de Resoluções e Circulares do Banco Central, a se sujeitar a parâmetros mais rigorosos e a exigências adicionais em relação àquelas sugeridas pelo Acordo da Basiléia. Soares (2001) cita, como exemplo, que o Acordo da Basiléia estabelece que os bancos devem conceder um volume de crédito que não reduza a razão capital e ativo em menos de 8%, mas o Banco Central brasileiro exige que essa razão seja de no mínimo 11%. Como no Acordo não há limites para as operações com títulos públicos federais, aos quais é atribuído risco zero e não exigem correspondência com o capital, criou-se um incentivo ainda maior para que os bancos aplicassem mais recursos nessas operações. Ao privilegiar a solidez do sistema financeiro, a regulação bancária desestimulou a oferta de crédito.

Além dessa argumentação, os banqueiros buscam se isentar da responsabilidade pela falta de recursos para investimento a longo prazo no Sistema Financeiro Nacional, justificando a precariedade da conjuntura macroeconômica.

Segundo nota à imprensa, publicado no *site* da FEBRABAN em julho de 2003, a tarefa de redução dos custos deve envolver um esforço coletivo do Executivo, do Banco Central, do Congresso, do Judiciário, do Sistema Financeiro e da própria sociedade. Pois, conforme esse nota:

Somos (os banqueiros) os maiores interessados em ampliar o peso do crédito na economia brasileira na medida em que intermediar recursos da sociedade é a nossa principal atividade. A modesta presença do crédito na economia brasileira é uma distorção, supomos temporária, que pode ser gradualmente dissipada tão logo a inflação e o desequilíbrio fiscal do Estado brasileiro venha a se reduzir, como parece ser a determinação do governo do presidente Lula. Não se pode perder de vista que as instituições financeiras bancárias, na qualidade de um dos financiadores do Estado deficitário, são acima de tudo intermediários de recursos originários da poupança privada. (FEBRABAN, 2003: p. 1)

Com relação a escassez de crédito a longo prazo para o setor produtivo, a FEBRABAN tem a seguinte posição:

(...) de todos os recursos da sociedade que transitam pelo sistema financeiro uma enorme parcela é sugada rapidamente para o financiamento do Estado, restando relativamente poucos recursos canalizados para os projetos do próprio setor privado. Outro importante financiador do Estado deficitário, diga-se de passagem o maior deles (40%), a classe média que aplica sua poupança nos fundos mútuos e de pensão, também deixa de canalizar suas aplicações em projetos do setor privado porque prefere emprestar para o governo (comprando indiretamente títulos públicos) que remuneram melhor sua poupança do que a rentabilidade obtida emprestando dinheiro para uma empresa privada, ao comprar um título de renda fixa privado ou ações. Há um grande agente atuando no mercado chamado governo com quem não dá para competir. É ele que forma o preço do dinheiro e o custo de oportunidade de qualquer outro negócio no País. (FEBRABAN, 2003: p 1)

O alto spread cobrado pelos bancos, em seus empréstimos, não se deve só a deficiências tributárias ou a incerteza macroeconômica do Brasil. Esta própria nota dos banqueiros deixa transparecer que esse encarecimento dos empréstimos é resultado da opção dos bancos de aproveitar a posição que tem no mercado financeiro e o padrão de política econômica adotado pelo Governo para maximizar seus lucros:

Banco saudável é banco rentável que zela pela segurança e pelo retorno das aplicações de seus depositantes que confiam aos bancos a administração de suas poupanças. Portanto, o principal compromisso das instituições financeiras é a defesa de seus depositantes e aplicadores. Instituições financeiras pouco rentáveis não são confiáveis às vistas dos clientes que buscam delegar seus recursos somente a instituições consideradas sólidas. A racionalidade econômica permeia todas as decisões dos agentes econômicos, que são inerentemente maximizadores de utilidade. Os consumidores buscam maximizar seu bem-estar e as empresas, seu lucro. Isso não poderia ser diferente para o sistema bancário, que toma sua decisão de oferta de crédito com base na maximização de lucro. Essa lógica econômica é desejável, pois se trata de uma condição para a eficiência do sistema, o que significa a adequada alocação de recursos na economia. (FEBRABAN, 2003: p 2)

Contudo, essa dita eficiência do sistema financeiro, do ponto de vista da FEBRABAN, não representa um ótimo paretiano<sup>3</sup>. O sistema financeiro privado não tomará medidas de promoção de crédito a longo prazo enquanto a opção de financiamento dos gastos do Governo continuar sendo sua “galinha dos ovos de ouro”.

---

<sup>3</sup> Ótimo de Pareto: Situação em que os recursos de uma economia são alocados de tal maneira que nenhuma reordenação diferente possa melhorar a situação de qualquer pessoa (ou agente econômico) sem piorar a situação de outra.

## CONCLUSÃO

O objetivo desta monografia foi analisar qual é o padrão de financiamento do investimento destinado à formação bruta de capital fixo no Brasil pós-plano Real (1994 a 2004). Em especial, investigar quais as características do mercado de crédito de longo prazo.

Para isso, em primeiro lugar, buscou-se destacar os principais elementos que determinam o investimento, ao se fazer uma breve revisão de autores que se debruçaram sobre esse tema. Para Keynes, os empresários aumentam seus investimentos em resposta ao crescimento da demanda efetiva (agregada). Contudo, a magnitude desse maior investimento vai depender da Eficiência Marginal do Capital, das Expectativas de Longo Prazo que esses empresários têm e da Taxa de Juros da Economia. Keynes, ainda, não deu importância à existência de poupança previa para a tomada de decisão de investir. O investimento dependeria mais das condições de financiamento que essas empresas poderiam obter junto ao mercado financeiro. Por isso o perfil da oferta crédito na economia deve ser compatível com o perfil de amortização dos bens de capital, ou seja, deve haver créditos com longo prazo de pagamento disponível aos empresários.

Kalecki, por sua vez, argumenta que é fundamental a quantidade de capital próprio que a empresa tem. Isso daria à empresa investidora maior “poder” de contratar empréstimos de maiores volumes e com custos menores junto ao sistema financeiro. Outro elemento que também tem papel fundamental em sua teoria é o fluxo de lucros das empresas. Os lucros recorrentes tendem a ser reinvestido na indústria. Steindl também defende esse ponto e desenvolve um pouco mais a teoria kaleckiana. Segundo a equação de investimento a longo prazo de Steindl, além da taxa de lucro, que ele chamou de acumulação interna, também o grau de utilização da capacidade produtiva e o nível de endividamento da empresa determinam diretamente a quantidade de investimento.

O financiamento externo das empresas pode ser feito, junto ao sistema bancário, contraindo dívidas, ou junto ao mercado de capitais, lançando ações nas bolsas de valores. Contudo, a oferta de crédito dos bancos pode não ser a ideal para o financiamento do investimento, já que a atividade bancária sempre opera com elevado dinamismo e criatividade, buscando obter taxas de lucros crescentes. Em outras palavras, se as instituições bancárias encontrarem outras formas de obterem seus lucros nada as impede de “voltar às costas para o setor produtivo”, o que geraria um grave problema de financiamento do investimento.

É, justamente, essa a situação em que se encontra o mercado de crédito a longo prazo no Brasil. Conforme essa pesquisa levantou, o sistema bancário privado praticamente não participa do financiamento produtivo nacional.

Os fundos para a ampliação da Formação Bruta de Capital Fixo no período pós Plano Real foram oriundos, em sua maioria, dos recursos próprios das empresas. Conforme os dados do Capítulo II, os recursos próprios corresponderam por mais de 50%, em média, das fontes de financiamento do investimento industrial nos últimos 10 anos.

O financiamento junto ao sistema financeiro originou-se basicamente de uma única fonte, o BNDES. O Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social teve um papel importantíssimo para os empresários nacionais, tanto para as Micro, Pequenas, Médias e Grandes empresas. Foi o único da oferecer linhas de crédito com taxas de juros mais brandas e com maiores prazos de pagamento.

O Mercado de Capitais brasileiro teve um papel muito reduzido na geração de recursos para serem investidos no setor produtivo. Ocorreu devido, em parte, ao comportamento dos próprios empresários, que são relutantes à abertura do capital de suas empresas, e devido, principalmente, ao baixo desenvolvimento de Mercado de Capitais Nacional e a insuficiente proteção que a Lei das S/A de 1976 dava aos acionista minoritários e credores.

Dentre os pontos que desestimulam o desenvolvimento de um eficiente mercado de crédito a longo prazo no país, destacou-se como principais no capítulo III, os seguintes:

1. A alta taxa básica de juros da economia;
2. Os elevadíssimos spreads cobrado pelos bancos;
3. A preferência dos bancos privados em investir em títulos públicos;
4. A falta de uma Legislação que garantisse nível maiores de Governança Empresarial;
5. O padrão neoliberal de condução da política econômica adotado pelo Governo.

Todos esses motivos, em conjunto, tem contribuído para que o Brasil não consiga obter taxas de investimento superiores a 20% do PIB. Esse nível de investimento é muito baixo para gerar um crescimento sustentável significativo da economia brasileira, conforme os autores citados ao longo desse trabalho.

Um padrão de financiamento do investimento sustentado, principalmente, na utilização de recursos próprios inibe o crescimento agregado da taxa de investimento. As dificuldades ficam ainda maiores para os Micros e Pequenos empresários. Estes além de contarem com poucos recursos próprios para se auto-financiar, encontram barreiras para obter crédito externo, geralmente a quantidade de recursos que necessitam é inferior ao valor mínimo que lhes permitiriam acesso direto a BNDES (R\$ 1 milhão), desta forma são obrigados a recorrer Instituições Financeiras que fazem a intermediação entre pequenas empresas e o BNDES. Mas, essas Instituições exigem juros elevados, dada a falta de ativos reais que as Micro e Pequenas empresas têm para utilizarem como garantia.

Esse trabalho termina sem a pretensão de apresentar uma “receita” para a solução do problema da falta de crédito de longo prazo no país.

A CNI publicou em 2004 uma proposta dos pontos que segundo ela são os principais para melhorar o financiamento do investimento industrial. Tais pontos são listados abaixo, contudo o debate e a pesquisa sobre eles ainda necessitam ser mais aprofundado:

- Reduzir a Taxa de Juros;
- Tritutação – eliminar a cunha fiscal;
- Estimular a adoção das melhores práticas de governança corporativa;
- Reduzir os custos de manutenção das empresas abertas;
- Incentivar a poupança de longo prazo.

O maior desenvolvimento da economia nacional requer mais investimentos. Mais investimentos só virá com melhores condições de investimento. Portanto, ao se pensar em crescimento econômico é preciso pensar também formas de corrigir a ferramenta fundamental para isso, o financiamento.

## Referências Bibliográficas

ABDE (2002). “Os bancos de desenvolvimento no Brasil”. *I Encuentro Internacional sobre Banca de Desarrollo*. Quito, outubro de 2002.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (1999). *Juros e Spread Bancário no Brasil*. Brasília.

BARROS, J. R. M.& SCHEINKMAN, J. A.& CANTIDIANO L. L. (2000). “Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro”. São Paulo: Bovespa,. (Série Estudos para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais.)

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Ata do Copom. Várias publicações.

BELUZZO, L. G. e ALMEIDA J. G.(2002). *Depois da Queda: A Economia Brasileira da Crise da Dívida aos Impasses do Real*. Rio de Janeiro, Ed. Civilização Brasileira.

BNDES, Relatórios Anuais. Vários anos.

CARVALHO, F. J. C. (2004). “Investimento, Poupança e Financiamento. Financiando o crescimento com inclusão social”. Texto para Discussão. IE/UFRJ

CASA CIVIL DA PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA, *Diretrizes de Política Industrial e Tecnológica e de Comércio Exterior*. Brasília, novembro de 2003.

CNI e CEPAL(2002). “Investimentos na indústria brasileira: 1998-2002”. Brasília. (site <http://www.cni.org.br> )

CNI. Revista Indústria Brasileira. Vários números. (site <http://www.cni.org.br> )

CNI (2003). “Financiamento no Brasil: Desafio ao Crescimento”. Brasília, 2003. (site <http://www.cni.org.br> )

CVM. Informativo CMV. São Paulo. (site <http://www.cvm.org.br> )

CONFEDERAÇÃO NACIONAL DAS INDUSTRIAS (CNI) (2004), “Uma Agenda Pró-Crescimento”. Brasília, abril.

DAVIDOFF CRUZ, P (1995). – “Endividamento externo e transferência de recursos reais para o exterior: os setores público e privado na crise dos anos 80”. *Revista Nova Economia*. UFMG, v.4 nº1.



- FEBRABAN (2003). Nota à imprensa. Julho. (site <http://www.febraban.org.br> )
- GARCIA, M. G. P.(2000). “A Transformação dos Bancos”. Rio de Janeiro. PUC-RJ  
<http://www.econ.puc-rio.br/Mgarcia/Artigos/Artigos%20Valor/bancos1.PDF>
- IEDI (2005). “Endividamento e Resultado das Empresas Industriais no Primeiro Semestre de 2005”. São Paulo. (site <http://www.iedi.org.br> )
- IPEA (2005). “Boletim de Conjuntura”. Brasília, n. 68, março de 2005
- KALECKI, M. (1983). *Teoria da Dinâmica Econômica*. São Paulo, Ed. Abril.
- KEYNES, J. M.(1982). *Teoria Geral do Emprego, do Juros e da Moeda*. São Paulo, Ed. Abril.
- KUPFER, D. (2003). “A Indústria Brasileira Após 10 Anos de Liberalização Econômica”. Seminário Brasil em Desenvolvimento. IE – UFRJ. Rio de Janeiro.
- MENDONÇA, ANA ROSA R.(2002.). *Os Acordos da Basileia: Uma Avaliação do Novo Formato da Regulação Bancária*. Tese de Doutorado apresentada ao Instituto de Economia-UNICAMP. Campinas
- MINSKY, H. P. (1982). *Can “It” Happen Again?* New York. M.E. Sharp, Inc.
- MINSKY, H. P. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven. Yale University Press.
- NÓBREGA, M. & LOYOLA, G & PASQUAL, D. (2000). *O mercado de capitais: sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta no Brasil*. São Paulo: Bovespa (estudos para o desenvolvimento do mercado de capitais).
- ROCCA, C. A. (2000). *Soluções para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro*. Relatório final Projeto IBMEC São Paulo.
- SOARES, R. P. (2001). “Evolução do Crédito de 1994 a 1999: Uma Explicação”. Textos para discussão nº808. IPEA . Brasília.
- STEINDL, J.( 1983). *Maturidade e Estagnação no Capitalismo Americano*. São Paulo. Ed. Abril Cultural.