



1290000498



TCC/UNICAMP M491f



Universidade Estadual de Campinas

Instituto de Economia

Financiamento de Longo Prazo na Economia Brasileira na Década de Noventa:
O Sistema Financeiro e Financiamento do Desenvolvimento

Marcelo Fonseca de Melo

Monografia de Graduação apresentada ao
Instituto de Economia da Unicamp, sob
orientação da Profa. Dra. Mônica Baer

CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO
INSTITUTO DE ECONOMIA
UNICAMP

Campinas, dezembro de 2000

TCC/UNICAMP
M491f
IE/498

CEDOC/IE

1290000498

Índice

Agradecimentos	02
Introdução	03
Cap.01 - O Sistema Financeiro no Cenário de Alta Inflação: Anos 80 e Primeira Metade dos 90	05
Cap.02 - O Sistema Financeiro no Período de Estabilização: Segunda Metade da Década de 90	12
Cap.03 - Estrutura de Financiamento da Economia Brasileira	17
Conclusão	26
Referência bibliográficas	28

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer aos que, de alguma forma, contribuíram para a concretização desse trabalho.

Meus pais, que ao longo da minha vida e especialmente no período dessa graduação sempre me apoiaram e incentivaram. Minha avó, Amélia, pelo carinho e apoio.

Aos amigos que tornaram esses anos graduação especialmente agradáveis: à turma 96 (especialmente Ana Cristina, Andréa, Berts, Billi, Bob, Bongio, Chissano, Dani Varoni, Gilson, Giovanna, Gushi, Heleno, Humberto, Jorginho, Juliano, Kathê, Márcio Poletti, Marcus Vinícius, Milena, Miojo, Nagay, Sidou, Thales, Vaine, Wilk) e ao pessoal dos outros anos (Camarão, Keleti, Eric Flores, Léo, Vini, Jaime, Pêra, Pizzo, Bauru, Laplane, Faber, João, Michel, Rodrigo).

Aos professores determinantes para minha formação, especialmente Alejandra, Davidoff, Mercadante, Júlio Sérgio, Mariano Laplane, Mário Presser, Maurício Coutinho, Otaviano Canuto, Pedro Paulo e Sílvia Possas.

Gostaria de agradecer ainda ao pessoal do CEDOC, especialmente Célia e o amigo Adílson. Conceição, Daniel e Zé do xerox. Alberto e Laís da secretaria acadêmica.

Agradecimento especial gostaria de fazer à minha orientadora, Mônica Baer. Além de marcar minha formação como professora nas áreas de economia monetária e economia internacional, quando mostrou seu grande conhecimento e profissionalismo e conquistou meu respeito e admiração, na orientação desta monografia superou minhas já elevadas expectativas.

INTRODUÇÃO

Conseguida a tão sonhada estabilidade da economia o objetivo a ser perseguido passou a ser a retomada de um crescimento econômico compatível com as necessidades do país. Nessa discussão a questão do financiamento, mais especificamente o financiamento de longo prazo, assume um papel central.

Mecanismos de financiamento adequados são necessários para que se sustente um nível de investimentos capaz de levar o país a uma trajetória de crescimento sustentável.

A discussão que surge é se a estrutura de financiamento existente no país é satisfatória, ou seja, se tal estrutura é capaz de direcionar o país numa trajetória de desenvolvimento sustentável.

Esse trabalho busca analisar a estrutura de financiamento da economia brasileira, dando especial ênfase ao financiamento de longo prazo ao investimento.

Procuraremos mostrar que essa estrutura é bastante frágil, pouco contribuindo para o aumento de competitividade das empresas nacionais, principalmente pela insuficiência de recursos de longo prazo.

O alongamento do perfil de financiamento na economia brasileira, ao contrário do que era previsto por muitos analistas, não ocorreu automaticamente em decorrência da estabilização. A ausência de um alongamento significativo nos prazos de financiamento não ocorreu principalmente devido às elevadas e instáveis taxas de juros que vêm se apresentando.

Portanto, para criar mecanismos que funcionem satisfatoriamente na oferta de financiamento de longo prazo, além de reformas estruturais em alguns setores específicos (como o mercado de capitais), deve-se conduzir uma política macroeconômica que viabilize o alongamento dos prazos de financiamento.

A partir dos argumentos postos verificaremos que são necessárias mudanças significativas na estrutura de financiamento brasileira, principalmente no sentido de aumentar a participação dos agentes privados e a ampliação do mercado de capitais internos.

O trabalho está dividido em duas partes. Numa primeira parte, que compreende os capítulos 1 e 2, é traçado um panorama do sistema financeiro brasileiro ao longo das últimas décadas. Especial ênfase é dada à influência do processo inflacionário sobre a dinâmica financeira e seu impacto em relação a estrutura do sistema financeiro e dos prazos contratuais.

A segunda parte trata do objeto específico desse estudo: o financiamento de longo prazo. Procura-se mostrar sua importância para o crescimento e desenvolvimento econômico do país e analisam-se as principais fontes desse tipo de financiamento no Brasil: o sistema BNDES, o financiamento com recursos externos e o mercado de capitais.

CAPÍTULO 1

O SISTEMA FINANCEIRO NO CENÁRIO DE ALTA INFLAÇÃO: ANOS 80 E PRIMEIRA METADE DOS 90

A estrutura do sistema financeiro ao longo da década de 80 e primeira metade da década de 90 foi fortemente condicionada pela inflação crônica presente na economia brasileira. Nesse cenário a estruturação de um sistema voltado ao processo de desenvolvimento se tornou bastante difícil.

O objetivo desse capítulo é analisar como o contexto inflacionário influenciou o sistema financeiro, o que é fundamental para compreendermos a estrutura de financiamento existente na economia brasileira não apenas nesse período, mas também no contexto da estabilização pós-Real.

A Dinâmica Financeira Num Cenário de Alta Inflação

O contexto inflacionário condiciona a dinâmica financeira a voltar-se à proteção dos agentes contra as elevadas taxas de inflação. Essa proteção se dá basicamente através da indexação.

Originalmente, a indexação dos contratos financeiros foi concebida como um mecanismo capaz de assegurar o financiamento de longo prazo e evitar a desintermediação financeira diante de um processo inflacionário agudo.

Em condições inflacionárias e sem a presença de mecanismos de indexação os contratos de longo prazo tendem a desaparecer devido às incertezas quanto ao seu valor real no prazo de vigência.

No limite, se o sistema financeiro não conseguir responder de forma a reduzir a incerteza sobre os rendimentos reais, inviabiliza-se a formação de contratos financeiros e os fluxos financeiros passam a transitar por outros canais fora do sistema financeiro doméstico. Ou seja, a moeda nacional deixa de cumprir a sua função de reserva de valor e, com isso, há uma fuga de capital para ativos reais ou estrangeiros.

Como, em princípio, a indexação garantiria o estabelecimento de contratos na economia, assegurar-se-ia a normalidade na circulação financeira e o sistema financeiro continuaria cumprindo suas funções.

Além disso, ao eliminar o risco inflacionário, a indexação permitiria que os contratos pudessem ser normalmente firmados com longa duração. Assim, a indexação tenderia a assegurar a existência de financiamento de longo prazo necessário para o investimento.

“Nesse sentido a indexação foi concebida como um mecanismo capaz de viabilizar a constituição de contratos de longo prazo e evitar a desintermediação financeira, permitindo o desenvolvimento das relações financeiras em condições inflacionárias.” (MINELLA, 1995: 107)

Mas a capacidade da indexação causar tais benefícios é bastante discutível. Segundo MINELLA (1995: 03): “A formação de uma assimetria entre o comportamento dos credores e dos devedores traz dificuldades para a constituição dos circuitos indexados e para a efetivação de alguns dos benefícios teóricos da indexação, como o da formação de contratos de longo prazo.”

A experiência brasileira da década de 80 nos mostra que a indexação não conseguiu evitar o processo de encurtamento dos prazos, ou seja, o que se verificou foi a ineficiência da indexação como mecanismo que evitaria o estreitamento dos prazos contratuais. Com isso, inviabilizou-se o financiamento de longo prazo.

Para uma discussão mais aprofundada do sistema financeiro brasileiro nesse período é importante estudar como o mecanismo de indexação evoluiu na história econômica brasileira.

A Experiência Brasileira da Moeda Indexada

O contrato financeiro indexado foi introduzido no mercado financeiro formal pela reforma de 1964, que criou uma moeda de referência legal, a ORTN. Até 1974 a indexação à ORTN quase não foi usada nos contratos financeiros em função do sucesso conseguido pelo governo no controle da inflação.

A reversão do quadro inflacionário em 1974 alterou significativamente a postura dos agentes no seu relacionamento com o sistema financeiro no Brasil. A quebra de confiança no controle da inflação alterou o comportamento dos agentes credores do mercado, que passaram a procurar crescentemente os contratos indexados.

“Diante das incertezas em relação ao comportamento futuro da inflação os agentes passaram a procurar os contratos financeiros com correção monetária.” (MENDONÇA DE BARROS, 1993: 06)

Títulos privados (principalmente CDBs) só passaram a carregar cláusula de indexação a partir de 1978. Os primeiros CDBs indexados à ORTN, com prazo mínimo de seis meses, foram colocados nos mercados em 1978 com um cupom entre 6% e 8%. Esse cupom bastante baixo refletia a confiança dos investidores no valor real da ORTN na época.

A partir de 1977, por vários motivos¹, as ORTN deixaram de ser um indexador confiável². Com isso a maioria dos contratos financeiros indexados deixou de estar atrelado a um índice de preços, passando a ser corrigido por uma taxa de juros do mercado financeiro (*Overnight*).

A falta de credibilidade da correção monetária (sujeita a vários expurgos arbitrados pelo governo) foi progressivamente empurrando a poupança financeira para o *Open-market*, movimento esse que se intensificou no início da década de 80.

Com a escalada inflacionária os recursos ociosos de empresas e instituições financeiras passaram a ser investidos em prazos cada vez mais curtos.

Devido às incertezas presentes na economia houve um progressivo encurtamento de prazo da poupança financeira, que acabou sendo canalizada para depósitos de um dia no *Over*. Os recursos “ociosos” da poupança financeira abandonaram os tradicionais títulos financeiros (como os CDBs) e foram se refugiar nas aplicações de curtíssimo prazo.

¹ MENDONÇA DE BARROS (1992: 78) e MINELLA (1995: 136) relacionam os motivos que abalaram a confiança dos agentes no indexador, como a defasagem deste em relação à evolução real da inflação e os vários expurgos a que foi submetido.

² A esse respeito ver MINELLA (1995), capítulo 4, no qual ele trata da qualidade do indexador.

Ou seja, naquela época “estavam aplicados no mesmo instrumento financeiro os recursos das empresas comprometidos com o pagamento de curtíssimo prazo e os recursos representativos da poupança interna.” (MENDONÇA DE BARROS, 1993: 11)

A segunda metade da década de 80 marcou o desenvolvimento máximo das quase-moedas, que representavam verdadeiros “depósitos à vista remunerados”. Tratava-se de um sistema de depósitos à vista com remuneração igual à taxa do *Over*.

O *Overnight* e os fundos de curto prazo estavam casados em maturidade através de aplicações em títulos de curto prazo e com cartas de recompra das mesmas, permitindo aos bancos que usassem esse mecanismo como proteção contra falências, além de permiti-lhes coletar recursos provenientes do *floating*.

Essa “quase imunidade” contra falências se devia à existência de um “compromisso informal” entre a Autoridade Monetária e o mercado no sentido de eliminar os riscos de prejuízos nas operações de recompra, o que propiciava às instituições a oportunidade de correr riscos muito pequenos de prejuízo ou iliquidez em suas operações, podendo comprar títulos de médio prazo (2 a 5 anos) e rolá-los com dinheiro de um dia de seus clientes.

Porém nesse sistema o mercado financeiro estava cativo do mercado monetário (rolagem da dívida pública) revelando uma distorção na medida em que deixava de financiar a atividade produtiva e tendo como efeito colateral desfavorável de criar a “ciranda financeira”, na qual os intermediários se apropriavam do *spread*.

Formou-se um triângulo tendo o governo como captador de recursos a juros reais, os intermediários financeiros ganhando generosos *spreads* praticamente sem riscos e os aplicadores com liquidez e juros reais garantidos. (MENDONÇA DE BARROS, 1993: 09)

Portanto, a dívida pública exercia um papel de destaque nesse processo. O governo tornou-se o absorvedor quase exclusivo de poupança financeira, uma vez que os papéis públicos ofereciam retornos inatingíveis por papéis privados, prejudicando o financiamento da atividade produtiva.

Enfim, com os desequilíbrios do setor público, o sistema financeiro passou a intermediar a poupança privada para o mercado monetário de modo a financiar a dívida pública. Ou seja, diante dos desequilíbrios da economia brasileira quase toda a intermediação reduziu-se ao curto prazo, visando o financiamento do setor público.

Todo esse mecanismo do *Open* criou condições para manter em funcionamento o sistema financeiro brasileiro, mesmo com taxas de inflação muito altas.

A primeira metade da década de 90 se caracterizou pela continuidade dos problemas aos quais fizemos referência. A economia brasileira continuou presenciando o encurtamento dos prazos contratuais e enfrentando problemas na sua estrutura de financiamento.

“O encurtamento dos horizontes de cálculo causados pela inflação crescente (que no início da década de 90 atingiu níveis recordes), o racionamento de recursos financeiros pela política de juros altos, voltada para a garantia de financiamento prioritário dos desequilíbrios do setor público e a incerteza institucional (face às freqüentes intervenções nos sistemas de contratos e preços), continuaram tornando bastante difícil o financiamento de longo prazo.” (ANDIMA, 1995: 19)

No contexto inflacionário que caracterizou esse período (década de 80 e início dos anos 90) as atividades bancárias tradicionais (como as operações de crédito) perderam importância como fonte de receitas para as instituições bancárias. Destacaram-se então os ganhos com receitas inflacionárias (*float*), responsáveis pela alta rentabilidade alcançada pelo sistema bancário.

Durante o período pré-Real as receitas derivadas das intermediações financeiras tiveram como importante componente ganhos resultantes da manutenção nos passivos dos bancos de saldos não remunerados que, aplicados, rendiam, pelo menos, algo próximo da correção monetária.

Como podemos verificar na tabela 01 as receitas inflacionárias das instituições representaram quase sempre algo em torno de 4% do PIB ao longo

do período. Com isso as transferências de renda do setor não-bancário para o setor bancário foi da ordem de 2% do PIB ao ano (ANDIMA).

Essa foi a principal causa para a grande participação do sistema financeiro brasileiro no PIB do país (cerca de 12% do PIB), enquanto que em países como Estados Unidos e Alemanha essa participação é de cerca de 5%.³

Tabela 1
Receita Inflacionária

Ano	Receita Inflacionária (% do PIB)	Receita Inflacionária (% do valor da produção das instituições bancárias)
1990	4,0	35,7
1991	3,9	41,3
1992	4,0	41,9
1993	4,2	35,3
1994	2,0	20,4

Fonte: ANDIMA/IBGE

Em suma, o sistema financeiro brasileiro (em especial o setor bancário) evoluiu adaptando-se ao ambiente de alta inflação.

As instituições financeiras foram muito bem-sucedidas na implementação de inovações financeiras e no aproveitamento de oportunidades regulatórias, que lhes permitiram não apenas sobreviver em um contexto visto no resto do mundo como hostil à atividade econômica, como também acumular capital, desenvolver-se tecnologicamente e crescer absorvendo parte considerável do imposto inflacionário gerado na economia.⁴

Taxas de inflação que em outras experiências históricas levaram à desmonetização da economia e o sistema financeiro ao colapso, no caso brasileiro fizeram com que a participação do setor financeiro na renda nacional chegasse a níveis extraordinariamente altos. (ANDIMA, 1995: 49)

Conclusão

³ Para maiores informações a esse respeito ver MENDONÇA DE BARROS e ALMEIDA JR (1997).

⁴ RODRIGUES DE PAULA (1997) faz uma sucinta apresentação da dinâmica da firma bancária num contexto de alta inflação, procurando mostrar as formas de administração dos passivos e ativos, sua compatibilização (via encurtamento dos prazos) e a obtenção de receitas inflacionárias por parte dessas instituições.

O que se procurou mostrar nesse capítulo foi como a inflação condicionou o sistema financeiro e a estrutura de financiamento da economia brasileira.

Vimos que o processo de indexação como forma de proteção contra as incertezas decorrentes da inflação crônica não conseguiu evitar o encurtamento dos prazos contratuais. Isso se deu basicamente pelo fato de a indexação não eliminar totalmente o risco inflacionário.

O ambiente inflacionário impediu o desenvolvimento do mercado de capitais, bem como de outras fontes de financiamento de médio e longo prazo, que nesse período ocorreu basicamente através do BNDES intermediando recursos externos para empresas estatais.

Por outro lado, o processo de indexação e o encurtamento dos prazos contratuais evitaram a desintermediação financeira, possibilitando a permanência de recursos financeiros no país (no Brasil, ao contrário do verificado em países como Argentina e México, não se verificou uma fuga expressiva de capitais para o exterior). O sistema financeiro se adaptou de forma bastante boa ao contexto inflacionário e, se por um lado não pôde exercer “operações tradicionais” de forma significativa, por outro, passou a ter como importante fonte de receita justamente os recursos inflacionários.

Essas observações são fundamentais para compreender a estrutura de financiamento da economia brasileira no período que se segue, caracterizado pelo início do processo de estabilização.

CAPÍTULO 2

O SISTEMA FINANCEIRO NO CENÁRIO DE ESTABILIZAÇÃO: SEGUNDA METADE DOS ANOS 90

Como vimos no capítulo anterior, a principal característica da economia brasileira nos anos 80 e primeira metade dos 90 foi a alta inflação. Diante do quadro inflacionário crônico a indexação assumiu um papel central na economia e, se por um lado, não conseguiu evitar o encurtamento dos prazos contratuais, por outro, possibilitou a permanência da poupança financeira no país e evitou uma desintermediação financeira.

Em contraposição à década de 80, na qual o desenvolvimento financeiro foi condicionado pelo quadro de restrição externa e pela inflação crônica, na segunda metade da década de 90 o sistema financeiro passa a ter de adaptar-se a um novo cenário, caracterizado pela estabilidade econômica e pela crescente integração do sistema financeiro internacional (principalmente num quadro de liberalização financeira, implementada no Brasil desde o início da década, com a retomada dos fluxos de capital para o país).

O que pretendemos nesse capítulo é analisar os impactos dessas mudanças, principalmente da estabilização iniciada com o Plano Real em 1994, sobre o sistema financeiro.

O Sistema Financeiro e a Estabilidade Monetária

Como se sabe, a demanda por financiamento de longo prazo diminuiu significativamente com os programas de ajuste decorrentes da crise de financiamento da dívida externa e a retração dos investimentos na década de 80⁵. Esse quadro se alterou significativamente com o início do período de estabilização, no qual observou-se uma retomada dos investimentos (evidenciada pela recuperação dos indicadores de formação bruta de capital fixo – tabela 2) e um aumento da demanda por financiamento (como pode ser percebido pelo aumento dos empréstimos concedidos pelo sistema financeiro – tabela 3).

⁵ Para maiores detalhes a esse respeito ver BAER (1993).

Tabela 2
Formação Bruta de Capital Fixo

Ano	FBCF (% do PIB)
1990	19,6
1991	19,5
1992	17,0
1993	18,6
1994	20,8
1995	21,4
1996	20,6
1997	20,4

Fonte: IBGE

Tabela 3
Empréstimos do Sistema Financeiro

Ano	Total (R\$ milhões)
1994	198.359
1995	242.538
1996	288.128
1997	295.948

Fonte: Banco Central

Isso possibilitou um aumento das “atividades tradicionais” por parte das instituições bancárias. Esse aumento também foi imposto pela necessidade das instituições financeiras adaptarem-se ao novo cenário econômico.

O processo inflacionário do período anterior fez prevalecer o princípio de que os bancos poderiam sobreviver praticamente sem dar crédito e independentemente de sua capacidade de competir, deixando questões relacionadas com a estrutura de custos e a eficiência produtiva em segundo plano.

Mas a maior abertura da economia (inclusive com a abertura do sistema financeiro para os estrangeiros⁶) e a estabilidade de preços (que ocasionou a perda de receitas do *float* – tabela 4) passou a exigir uma maior eficiência dessas instituições.

⁶ A abertura do sistema financeiro brasileiro ao capital estrangeiro será estudado mais detalhadamente quando analisarmos o financiamento externo e a captação de recursos no exterior no capítulo 3.

Tabela 4
Receita Inflacionária

Ano	Receita Inflacionária (% do PIB)
1990	4,0
1991	3,9
1992	4,0
1993	4,2
1994	2,0
1995	0,5
1996	0,25
1997	0,15

Fonte: ANDIMA/IBGE, IPEA

A perda de uma importante fonte de receita representada pelas transferências inflacionárias (*float*), colocou em dificuldades algumas instituições. Uma das formas encontradas pelo sistema bancário para compensar a perda dessa receita foi expandir as operações de crédito (os empréstimos totais do sistema financeiro para o setor privado mostraram crescimento de 58,7% durante o primeiro ano de vigência do Plano Real), lastreadas pelo crescimento abrupto dos depósitos bancários após o Real (para se ter uma idéia, nos seis primeiros meses após a implantação do Plano houve um crescimento de 165,4% dos depósitos à vista e de 40% nos depósitos a prazo).

Mas, apesar do crescimento das operações de crédito compensarem, em parte, a perda do *float*, esse crescimento ocorreu sem os devidos cuidados nas avaliações de riscos e capacidade de pagamento dos novos e antigos devedores.

O grande problema dessa expansão rápida do crédito foi o aumento da vulnerabilidade das instituições financeiras frente a choques macroeconômicos adversos (como o que ocorreu no segundo trimestre de 1995, com a redução do ritmo de crescimento da economia e o aumento das taxas de juros domésticas), que acarretou substancial aumento dos créditos em atraso e em liquidação no sistema financeiro (tabela 05)

Além disso, a maior abertura da economia passou a exigir maior agilidade e eficiência dos diversos setores domésticos. Muitos não conseguiram se adaptar, o que se refletiu na incapacidade de honrar os empréstimos bancários.

Com isso o grau de inadimplência para o sistema bancário atingiu níveis extraordinariamente altos.

Esses fatos evidenciaram a fragilidade de algumas instituições e implicaram na necessidade de um processo de reestruturação do sistema financeiro.

Tabela 5
Empréstimos em atraso e em liquidação

Ano	Total (R\$ milhões)
1994	14.384
1995	33.229
1996	42.282
1997	40.740

Fonte: Banco Central

No nível microeconômico, a estabilidade dos preços e a redução do *float*, implicaram na necessidade de um processo de ajuste, tanto na estrutura organizacional, como na forma de atuação das instituições financeiras.

Tais ajustes ocorreram (e ainda estão ocorrendo) no sentido de reduzir os custos administrativos e operacionais das instituições financeiras e de reorientar as aplicações ativas de forma que as receitas passem a contar com uma crescente participação das operações de crédito.

No que diz respeito à estrutura do sistema, importantes mudanças foram e vêm sendo efetuadas. No setor bancário observa-se a redução do setor público e a crescente participação de bancos estrangeiros (que estão entrando no mercado principalmente por meio de fusões, incorporações e privatizações).

Essa maior presença de bancos estrangeiros é defendida por muitos analistas e pelo governo, uma vez que ela traria uma melhora na eficiência dos serviços prestados e aumentaria o acesso ao mercado externo.

Conclusão

Procuramos mostrar que o país conta com uma estrutura básica de bancos relativamente moderna, que nos últimos anos vêm se adaptando ao novo contexto

de estabilização, promovendo ajustes organizacionais e enxugando seus custos operacionais.

Essa é uma etapa importante para a consolidação de um sistema financeiro sólido e capaz de cumprir suas funções básicas. Mas muita coisa ainda tem que ser feita para que esse sistema possa contribuir de maneira decisiva para o desenvolvimento do país. Nesse sentido “o maior desafio na área financeira no Brasil ainda está na estruturação de um sistema que atenda satisfatoriamente as necessidades de financiamento de longo prazo.” (BAER, 1996: 16)

É imprescindível que uma parte crescente do financiamento de longo prazo seja gerado internamente, para diminuir a vulnerabilidade externa. Afinal de contas, o país não pode ficar dependente de créditos externos para o seu desenvolvimento de longo prazo⁷. Ou seja, para que o país possa entrar numa trajetória de crescimento sustentável deve haver um sólido esquema de financiamento interno.

Essa questão é fundamental, pois raras vezes tivemos no Brasil um sistema financeiro que atendesse satisfatoriamente as necessidades de financiamento de longo prazo ao investimento.

⁷ BAER (1996) ressalta o fato de que “o acesso ao crédito internacional em volume significativo a partir de 1992 desviou os gestores da política econômica da necessidade de desenvolver uma sólida estrutura de financiamento interna”.

CAPÍTULO 3

ESTRUTURA DE FINANCIAMENTO DA ECONOMIA BRASILEIRA

Nesse capítulo analisaremos as principais fontes de recursos de longo prazo existentes no país: o mercado de capitais, o financiamento externo e o sistema BNDES.

Como já foi dito anteriormente, este estudo é de extrema importância, pois mecanismos de financiamento adequados são necessários para que se sustente um nível de investimentos capaz de levar o país a uma trajetória de crescimento sustentável⁸.

Defendemos a idéia de que para que um investimento se viabilize é imprescindível a existência de uma boa estrutura capaz de propiciar o *finance*. Porém, para que o investimento seja viável é necessário evitar riscos decorrentes de sucessivos refinanciamentos de curto prazo. Para evitar que os devedores fiquem expostos a esses riscos (decorrentes de choques externos, alterações da taxa de juros, condições de crédito) é necessária uma consolidação financeira.

Ou seja, para que o empresário decida investir, precisa estar seguro de que poderá obter recursos suficientes a curto prazo (*finance*) e que conseguirá refinar suas obrigações financeiras de curto prazo mediante uma emissão de longo prazo em condições satisfatórias (*funding*).

Para que o *funding* se realize é necessário que haja agentes dispostos a ficarem menos líquidos por mais tempo. Com isso, pode-se fazer uma compatibilização de estruturas ativas e passivas entre os agentes superavitários e deficitários. É preciso, então, analisar como a poupança se distribui entre o curto e o longo prazo.

Seguindo uma linha keynesiana, Victoria Chick (1993) salienta que a partir do momento em que o dinheiro bancário passou a ser aceito de forma

⁸ É importante destacar que a forma e as condições em que se realizam os investimentos (e não apenas o seu nível) são fundamentais na busca de um crescimento econômico sustentável. LAPLANE e SARTI (1997) fazem uma análise da economia brasileira e concluem que os investimentos das empresas industriais no Brasil ao longo da década de 90 revelaram uma baixa capacidade de reação à expansão da renda e baixo poder de indução, desta forma, sua capacidade de realimentar endogenamente o crescimento é limitada.

ampla, fazendo funcionar o “multiplicador bancário”, o investimento passou a não ser mais limitado pela poupança prévia⁹. Ao contrário, quando um investimento é feito, a poupança surge em decorrência da renda gerada pelo mesmo.

Dessa forma, se houver um sistema dinâmico *finance*-investimento-renda-aplicações-*funding* a consolidação financeira surgirá como parte de um círculo virtuoso, não necessitando totalmente de formação de poupança *ex-ante* (STUDART, 1993). O próprio investimento, possibilitado pela existência de um sistema de crédito que propicie o *finance* inicial, gerará uma elevação do nível de renda e da poupança (*ex-post*).

A oferta de *finance* faz com que o investimento não dependa da poupança para se realizar. Porém, pode ocorrer de os bancos e agentes fornecedores de crédito desejarem se manter líquidos, criando dificuldades para a realização de *funding*. Para que o investimento se realize é necessário então garantir um financiamento bancário adequado.

Mas apenas o financiamento bancário não é suficiente para bancar todos os investimentos necessários a um país. No caso brasileiro esse tipo de financiamento é (e continuará sendo, ao menos no médio prazo) a principal fonte de recursos, mas formas complementares de financiamento precisam ser estimuladas para que se possa construir uma estrutura de formas diversificadas de financiamento e que possa atender aos mais diversos agentes.

Fontes de Financiamento na Economia Brasileira

Analisando os dados relativos ao investimento produtivo no Brasil percebemos que o autofinanciamento ainda é o meio mais utilizado pelas empresas. Em se tratando de financiamento de curto prazo, empréstimos de bancos privados e estaduais também são importantes fontes de recursos. Para os objetivos desse trabalho, além do sistema bancário, é importante enfatizar a atuação do BNDES, o papel do mercado de capitais e o financiamento externo.

⁹ Poupança aqui entendida como parte da renda não consumida. Distingue-se, portanto, de “poupança financeira” – essa sim, importante no processo de financiamento do investimento.

A estabilidade da economia criou condições para que o autofinanciamento, a forma mais comum de financiamento das empresas, perdesse peso relativamente a outras formas de financiamento, notadamente as linhas de longo prazo do BNDES, as captações de recursos no exterior e o mercado de capitais. A seguir discutiremos um pouco mais detalhadamente cada um desses itens.

Mercado de capitais

O mercado de capitais deveria ser o veículo adequado para que as empresas pudessem obter um melhor equilíbrio entre recursos próprios e de terceiros e, dentre estes, entre crédito bancário e empréstimos obtidos diretamente junto ao público (CYSNE e FARIA, 1997). No entanto esse mercado ainda se apresenta de forma muito tímida no país. Para se ter uma idéia, enquanto cerca de 90% das operações de *funding* nos Estados Unidos são feitas por esse mercado, no Brasil essa parcela é de apenas 4% (LAFIS).

O trabalho de CYSNE e FARIA (1997) mostra a pequena magnitude do mercado primário de ações relativamente às necessidades de financiamento da economia brasileira.

Mesmo se comparado a outros países em desenvolvimento o mercado de capitais brasileiro é muito pouco significativo. Enquanto países como Coréia e Taiwan negociam nesse mercado um volume equivalente a quase 50% do PIB, o Brasil movimenta um volume correspondente a apenas 5,5% do PIB.

Outro indicador da incipiência do mercado de capitais brasileiro é o índice de capitalização das bolsas de valores (valor de mercado das companhias listadas nas bolsas como percentagem do PIB). Enquanto, em 1992, esse índice foi de 40% no México, 30% na Coréia do Sul e 63% nos Estados Unidos, no Brasil ele foi de apenas 10%.

Esse quadro começou a ser revertido a partir de meados da década de 90, quando as emissões primárias de ações e debêntures aumentaram consistentemente (tabela 6) em decorrência da maior abertura do mercado de

capitais ao exterior¹⁰. Mas esse aumento ocorreu ainda de forma relativamente tímida se comparado a outros países e, mesmo se comparado ao mercado secundário de ações nacional, que obteve um crescimento respeitável aproveitando a disponibilidade de capitais estrangeiros (HIGA, 1998).

Tabela 6
Emissão de Ações e Debêntures

Ano	Emissões de Ações (US\$ milhões)	Emissões de Debêntures (US\$ milhões)
1990	775,64	916,55
1991	602,84	1.011,72
1992	943,68	398,64
1993	841,13	3.843,60
1994	2.590,70	3.304,84
1995	2.111,90	7.573,95
1996	9.155,20	8.288,55

Fonte: Informativo Mensal CVM, Boletim do Banco Central

Na década de 80 a justificativa encontrada para o baixo dinamismo do mercado primário de ações era o processo inflacionário, que impedia o estabelecimento de programas de investimento de longo prazo. No entanto após o Plano Real e a estabilização da economia esse mercado ainda não alcançou a magnitude desejada.

No trabalho citado de CYSNE e FARIA os autores listam alguns dos fatores que contribuíram para esse pequeno desenvolvimento do mercado acionário brasileiro (e do mercado de capitais como um todo).

Entre os motivos estão a aversão ao risco dos empresários (expressa na tradição da empresa familiar fechada, refratária à absorção de novos sócios no seu capital), o desincentivo às emissões de ações causado pelos tratamentos fiscais de juros e dividendos, a falta de credibilidade dos intermediários (principalmente por parte dos pequenos e médios investidores), o alto custo de abertura de capital por parte das empresas, a instabilidade da economia e a

¹⁰ Os investimentos externos nesse mercado vêm sendo liberalizados desde o final da década de 80 e mais consistentemente a partir de 1991. Até esse ano só eram permitidos investimentos através de formas coletivas (sociedades e fundos de investimento), mas a partir do Anexo IV da Resolução 1832/91 permitiu-se a participação de investidores individuais estrangeiros.

grande concentração do mercado (o que torna pouco atraente para empresas sem um porte realmente grande, ao tornar seus papéis pouco líquidos).

Para dinamizar esse mercado seria necessário então melhorar a percepção do mercado por parte dos pequenos e médios poupadores e tomar medidas visando a redução dos custos de abertura de capital¹¹.

Vale destacar a crescente importância dos investidores institucionais, que em 1997 já representavam cerca de 20% dos participantes do mercado acionário. Crescente importância também vêm assumindo os investidores estrangeiros (responsáveis por cerca de 27,5% dos investimentos realizados em 1997).

Dado o novo papel conferido aos investidores institucionais, a reforma da previdência social também poderia cumprir um importante papel na consolidação de um mercado de capitais mais forte. A mudança do regime de repartição para o de capitalização tenderia a reforçar a formação de poupança interna.

Enfim, do ponto de vista institucional, existe espaço para um maior desenvolvimento do mercado de capitais a partir de mudanças na regulamentação do mercado (com o aperfeiçoamento da Lei das Sociedades Anônimas) e da ampliação da poupança institucionalizada. Contudo essa evolução deverá ocorrer muito lentamente e no curto/médio prazo não há perspectiva de uma grande evolução desse mercado.

Devido à limitação do mercado de capitais brasileiro, as fontes de financiamento de longo prazo mais importantes são basicamente o BNDES e o mercado internacional. Para se ter uma idéia, enquanto cerca de 35% das médias e grandes empresas recorrem às linhas de financiamento do BNDES e aproximadamente 20% delas estão procurando se financiar no exterior, apenas 4% participam do mercado de capitais (LAFIS). Como já foi dito, a baixa participação desse mercado no financiamento brasileiro constitui um dos empecilhos a ser vencido na busca de uma maior competitividade.

Fontes de financiamento externas

¹¹ CYSNE e FARIA (1997: p.36-37) propõem soluções para cada um dos problemas identificados no mercado de capitais

Num contexto de crescente liberalização dos fluxos de capital (característica principal do processo de globalização financeira) é fundamental analisar a evolução dos financiamentos externos, uma vez que o acesso ao mercado internacional amplia as opções de financiamento.

Uma das características da globalização financeira é a tendência à desintermediação bancária. Isso pode ser evidenciado quando analisamos as operações de *funding* das empresas, que começam a dar preferência à captação de recursos no mercado de capitais internacional ao invés de captações no mercado de crédito nacional.

As dificuldades de fontes seguras e em condições satisfatórias de *funding* no mercado interno são os principais motivos para que as empresas venham crescentemente buscando financiamento no mercado internacional.

No final da década de 90 cerca de 20% das médias e grandes empresas estabelecidas no país recorriam a esse tipo de financiamento, que, se bem coordenado, pode contribuir significativamente para um aumento dos investimentos, modernização e alavancagem das empresas nacionais.

Nos últimos anos a captação de recursos via colocação de títulos no exterior vem se transformando numa fonte importante de financiamento para grandes empresas.

Tabela 7
Emissões de Títulos no Exterior

	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Número de lançamentos	202	267	230	258	256	1.011
Valor (US\$ milhões)	5.591	12.149	11.573	14.317	14.911	25.862
Prazo Médio (Anos)	3	4	5	5	6	5

Fonte: Banco Central *in* Freitas (1999)

Mas, para que isso se tornasse possível, foi necessário implementar algumas medidas visando uma maior abertura financeira e uma adequação às normas internacionais¹². A ampliação do acesso dos residentes às fontes de

¹² Freitas & Prates (1999) e Prates (1999) traçam um panorama geral e descrevem do marco regulatório que caracterizou a abertura do sistema financeiro brasileiro.

financiamento externas viabilizou a inserção do Brasil no mercado financeiro internacional.

O papel do BNDES no financiamento do desenvolvimento

Ao contrário do que se pode pensar num período de liberalização econômica, os bancos de desenvolvimento ainda têm um papel importante a cumprir. Formados originalmente para cumprir alguns objetivos sócio-econômicos específicos, eles ainda são importantes na medida em que podem induzir o progresso macroeconômico.

No Brasil esse papel cabe ao BNDES. Desde a sua fundação em 1952 ele vem contribuindo de forma decisiva no financiamento da criação de ativos produtivos, ajudando a instalar o parque industrial do país. O papel do BNDES tem que ser destacado, dado que os recursos para o financiamento de longo prazo no Brasil são em grande parte provenientes dessa instituição

Hoje o Sistema BNDES (formado também pelas suas subsidiárias BNDESPAR e FINAME) também cumpre importante papel no fortalecimento do mercado de capitais, financiamento das exportações e privatizações e diversas outras atividades¹³.

A atual política implementada pelo Banco coloca a competitividade como meta principal para a economia brasileira e utiliza o processo de liberalização comercial como um dos instrumentos para atingir esse objetivo, daí a importância do financiamento às exportações (tabela 8) e ao processo de privatização.

Após um grande período (de 1980 à 1993) de queda dos desembolsos do BNDES, a partir de 1994 houve uma clara tendência de recuperação dos financiamentos por parte da instituição (no período entre 1994 e 1997 os desembolsos cresceram cerca de 300% - tabela 8).

¹³ Para uma visão geral da atuação do BNDES e as mudanças ocorridas na instituição ao longo dos anos ver ABDE (1995) e ALÉM (1998).

Tabela 8
Desembolsos do Sistema BNDES

Ano	Volume (US\$ milhões)
1990	3.248
1991	3.077
1992	3.178
1993	3.224
1994	5.511
1995	7.678
1996	9.606
1997	16.462
1998	16.349

Fonte: BNDES (Relatório Anual, 1999)

Entre os setores apoiados pelo Banco destaca-se o de infra-estrutura. O financiamento a este setor é particularmente importante, pois constitui um incentivo ao aumento dos investimentos privados, dada a complementaridade desses investimentos.

O Banco vem ainda buscando novas alternativas de apoio ao investimento privado, com formas inovadoras de financiamento de alguns projetos. Destaca-se o chamado *Project Finance*, que busca dividir o risco entre o empreendedor e o financiador¹⁴.

Outro ponto que merece destaque diz respeito aos mecanismos de financiamento às exportações. Somado ao esforço de modernização das indústrias e de aumento dos investimentos, tais financiamentos devem contribuir de forma decisiva para a reversão dos desequilíbrios externos, evidenciados pelo elevado déficit no balanço de transações correntes.

As principais fontes de recursos do BNDES são o PIS-Pasep (que responde por 30% dos recursos) e o FAT (50%). As captações no exterior respondem por cerca de 10% dos recursos, mas a tendência é que elas cresçam em volume e importância.

¹⁴ Ferreira (1995), trata especialmente desse tópico em um dos capítulos da sua tese.

Tabela 9
Desembolsos BNDES-Exim

Ano	Volume (US\$ milhões)
1991	32,8
1992	77,7
1993	64,3
1994	279,9
1995	377,6
1996	388,3
1997	1.185,3
1998	2.064,6
1999	2.100,5

Fonte: BNDES

Tabela 10
Fontes de Recursos
 (R\$ Milhões)

	31/12/98	31/12/99
PIS-Pasep	16.688	18.652
FAT	27.951	35.430
BID/Bird/JBIC/KFW	1.626	3.786
Bônus no Exterior	8.942	6.155
Empréstimos no Exterior	345	511

Fonte: BNDES

CONCLUSÃO

Ao contrário do que previam muitos economistas, cujas perspectivas eram de que a estabilização automaticamente levaria ao alongamento do perfil do financiamento, tal alongamento não se verificou (ao menos não de forma significativa).

A hipótese aqui defendida é de que tal alongamento não ocorreu por dois motivos básicos: o primeiro relacionado à estrutura do sistema financeiro e o segundo ao ambiente macroeconômico.

No que diz respeito à estrutura do sistema financeiro, vimos nos primeiros capítulos que o sistema brasileiro vem de uma longa experiência em que predominaram as relações de curto prazo, criando uma “cultura curto-prazista” na economia.

Quanto ao ambiente macroeconômico, por um lado, a condução da política econômica, procurando estabilizar a moeda via política cambial gerou grandes déficits na conta comercial (agravando o problema do balanço de transações correntes e do balanço de pagamentos) e impôs a necessidade de manter as taxas de juros em patamares bastante elevados. Por outro, o quadro de grande instabilidade externa conduziu a uma grande volatilidade dos juros para fazer frente às crises internacionais.

As elevadas taxas de juros, sua volatilidade e a incerteza quanto à política monetária (fortemente influenciada pelo quadro internacional) parecem ser, então, o grande motivo para que a estabilização da economia não tenha sido acompanhada por um alongamento significativo dos prazos de financiamento na economia brasileira.

Portanto, para se criar mecanismos que funcionem satisfatoriamente na oferta de financiamento de longo prazo deve-se conduzir uma política macroeconômica que viabilize o alongamento dos prazos de financiamento.

Para que o país possa contar com bons canais de financiamento, principalmente de prazos mais longo, são necessárias, além da estabilidade

econômica, várias medidas específicas visando uma maior participação dos agentes privados e a ampliação do mercado de capitais interno.

A captação de recursos de longo prazo por meio do mercado de capitais deve contar com uma reforma deste e do sistema previdenciário. A base de recursos desse mercado é a poupança voluntária dos investidores nacionais e estrangeiros. Seu poder de complementar a poupança de natureza compulsória existente é substancial.

Mas como visto no capítulo 3 a dimensão desse mercado ainda é bastante pequena e, ao menos no médio prazo, não há uma perspectiva de que ele venha a se desenvolver significativamente. Assim, o financiamento de longo prazo deverá ser gerado, pelo menos no médio prazo, predominantemente pelo sistema de crédito e o BNDES deverá ter uma função coordenadora e diretiva importante nesse sentido.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALÉM, Ana Cláudia O Desempenho do BNDES no Período Recente e as Metas da Política Econômica, *Revista do BNDES*, n.09, Rio de Janeiro, 1998
- _____ e Giambiagi, Fábio *Aumento do Investimento: o Desafio de Elevar a Poupança Privada no Brasil*, BNDES, Rio de Janeiro, dez/1997 (Texto para Discussão)
- ANDIMA / IBGE *Sistema Financeiro: Uma Análise a Partir da Contas Nacionais (1990-1995)*, Rio de Janeiro, 1997
- BAER, Mônica *A Internacionalização Financeira no Brasil*, Ed. Vozes, Petrópolis, 1986
- _____ *O Rumo Perdido: A Crise Fiscal e Financeira do Estado Brasileiro*, Paz e Terra, Rio de Janeiro, 1993
- _____ *Sistema Financeiro Internacional: Oportunidades e Restrições ao Financiamento do Desenvolvimento*, *Novos Estudos CEBRAP*, n.442, São Paulo, julho/1995
- _____ *Os Mercados Financeiros Latino-americanos a Partir da Reinserção Internacional e das Experiências de Estabilização nos Anos 90*, Mimeo, 1996
- BANCO CENTRAL DO BRASIL *O Sistema Financeiro Nacional e o Plano Real*, Relatório Semestral Sobre a Evolução do Sistema Financeiro Nacional, dez/1998
- _____ *Boletim do Banco Central do Brasil*, vários números, vários anos
- _____ *Relatório Anual*, vários anos
- BANCO INTERAMERICANO DE DESENVOLVIMENTO *Brasil: Analisis del Sistema Financeiro – Sector Bancario y Mercado de Capitales*, Documento de Discussão, nov/1996
- BARROS, Octavio e MENDES, Ana Paula O Financiamento Externo Brasileiro e a Captação de Recursos via Títulos e Bônus, *Revista do BNDES*, v.1, n.1, jun/1994

- CHICK, Victoria *Macroeconomia Após Keynes: Um Reexame da Teoria Geral*, Ed. Forense Universitária, Rio de Janeiro, 1993
- COSTA, Fernando Nogueira *O Circuito de Financiamento na Economia Brasileira*, *Economia e Sociedade*, n.09, Campinas, dez/1997
- CYSNE, Rubens Penha e FARIA, Lauro F. Vieira *Sistema Financeiro Brasileiro: Diagnóstico e Reformas*, *Ensaio Econômicos da EPGE*, FGV, Rio de Janeiro, mar/1997
- FERREIRA, Carlos Kawall *O Financiamento da Indústria e Infra-estrutura no Brasil: Crédito de Longo Prazo e Mercado de Capitais*, Campinas, IE-UNICAMP, 1995 (Tese de Doutorado)
- FIPE / USP *Sistema Financeiro Nacional: Diagnóstico e Sugestões para Reforma*, São Paulo, set/1991
- FREITAS, Maria Cristina Penido de (org.) *Abertura do Sistema Financeiro no Brasil nos Anos 90*, Edições Fundap, 1999
- GARCIA, Márcio *O Financiamento à Infra-estrutura e a Retomada do Crescimento Econômico*, *Revista de Economia Política*, v.16, n.3, São Paulo, jul-set/1996
- HIGA, Ana Paula Harumi *Impactos da Abertura Financeira no Mercado de Capitais Doméstico: 1991 a 1997*, IE-UNICAMP, Campinas, 1998 (Tese de Mestrado)
- MENDONÇA DE BARROS, José R. e ALMEIDA JÚNIOR, Mansueto F. *Análise do Ajuste do Sistema Financeiro no Brasil*, Secretaria de Política Econômica do Ministério da Fazenda, Brasília, abril/1997
- MENDONÇA DE BARROS, Luiz C. *A Moeda Indexada: uma Experiência Brasileira*, *Economia e Sociedade*, n.1, Campinas, ago/1992
- MINELLA, André *A Indexação dos Contratos Financeiros em Contexto de Alta Inflação: o Caso Brasileiro (1964-1990)*, IE-UNICAMP, Campinas, 1995 (Tese de Mestrado)
- PUGA, Fernando Pimentel *Sistema Financeiro Brasileiro: Reestruturação Recente, Comparações Internacionais e Vulnerabilidade à Crise Cambial*, BNDES, Texto para Discussão, n.68, março/1999
- RIGOLON, Francisco J. *A Retomada do Crescimento e o Papel do BNDES*, BNDES, Texto para Discussão, n.41, Rio de Janeiro, 1996

RODRIGUES DE PAULA, Luiz F. Dinâmica da Firma Bancária em Alta Inflação, *Revista de Economia Política*, vol.17, n.1, jan-mar/1997

_____ Tamanho, Dimensão e Concentração do Sistema Bancário no Contexto de Alta Inflação e Baixa Inflação no Brasil, *Nova Economia*, v.8, n.1, FACE-UFMG, Belo Horizonte, julho/1998

STIGLITZ, Joseph Governo, Mercado Financeiro e Desenvolvimento Econômico, *Revista Brasileira de Economia*, jul-set/1990

STUDART, Rogério O Sistema Financeiro e o Financiamento do Crescimento: uma Alternativa Pós-keynesiana à Visão Convencional, *Revista de Economia Política*, v.13, n.1, p.101-118, São Paulo, jan-mar/1993

_____ *Estado, o Mercado e o Financiamento do Desenvolvimento nos Anos 90*, Encontro Nacional de Economia Política, n.2, PUC/SP-SBEP, São Paulo, 1997