

ANDREA LUCCHESI

**ANÁLISE DO FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO NO
BRASIL: 2000 A 2008**

MESTRADO EM ECONOMIA POLÍTICA

PUC/SP

SÃO PAULO

2008

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

ANDREA LUCCHESI

**ANÁLISE DO FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO NO
BRASIL: 2000 A 2008**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de MESTRE em Economia Política, sob a orientação do Prof. Doutor Carlos Eduardo Ferreira de Carvalho.

MESTRADO EM ECONOMIA POLÍTICA

PUC/SP

SÃO PAULO

2008

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Carlos Eduardo Ferreira de Carvalho

Prof^ª Dr^ª Lucy Sousa

Prof. Dr. Márcio Issao Nakane

AGRADECIMENTOS

A opção por fazer o mestrado foi uma escolha motivada, principalmente, pela busca de uma maior satisfação pessoal. Agora que chego ao final do curso vejo quanto todo o processo foi gratificante e como trouxe alegrias e satisfações maiores do que as esperadas. Gostaria de agradecer a todas as pessoas que tive a felicidade de conhecer na PUC/SP, e que de uma forma ou de outra contribuíram para a realização deste trabalho: os professores, todos os meus colegas, a Sônia e a Socorro. O programa de pós-graduação em Economia Política da PUC/SP se mostrou um ambiente especialmente agradável e acolhedor.

Agradeço à CAPES, pelo apoio financeiro, e à PUC/SP, instituição pela qual me senti muito bem recebida e à Sônia por sua amizade, presteza e senso de humor.

Aos técnicos do departamento Depec/Dimob do Banco Central em Brasília por sua paciência e disponibilidade em responder as minhas questões, sem as quais este trabalho não teria sido possível: Daniel Loureiro Araújo, Ericson Semerene Costa e Vergílio Silva.

Alguns professores foram fundamentais para a elaboração do tema e desenvolvimento do trabalho aqui apresentado. Nesse sentido agradeço aos professores João Machado Borges Neto, Maria Cristina Penido de Freitas e Patrícia Helena da Cunha. Agradeço também às contribuições da professora Lucy Sousa, sempre muito prestativa ao me receber, e às críticas e sugestões feitas no exame de qualificação pelos professores Márcio Issao Nakane e Maria Cristina Penido de Freitas, de grande valia para o desenvolvimento desta dissertação.

Agradeço especialmente ao meu orientador, o professor Carlos Eduardo Ferreira de Carvalho, por sua sabedoria em tornar as coisas mais simples, pelo apoio e por sua competência em estimular a pesquisa e o debate, indispensáveis para a elaboração de um trabalho acadêmico. O professor Carlos Eduardo foi um grande motivador durante todo o trabalho, se mostrou sempre entusiasmado e, mais que isso, um amigo para os momentos difíceis.

A todos os meus colegas do Mestrado, em especial àqueles que se tornaram uma pequena família e companheiros para todas as horas: André Mountian, Guilherme Araújo, Iracema Salvini, João Paulo Pieroni, Marina de Hoffmann, Talita Ribeiro e Vinícius Lauer.

Pela ajuda de última hora que só os amigos são capazes de oferecer, agradeço à Juliana Marcondes e Sander Magalhães Lacerda, a ajuda de vocês foi de grande valia para a qualidade final deste trabalho.

Às minhas amigas da vida pelo eterno apoio e amizade: Alessandra, Diana, Flávia, Maria Helena, Natália, Simone e Vanessa, a vida sem vocês perderia boa parte da graça.

Por fim, agradeço aos meus pais, Marlei e Cláudio, e à minha madrastra, Luísa, por serem incentivadores fundamentais, de primeira hora e pelo apoio incondicional nos momentos mais importantes da minha vida. Agradeço também aos meus irmãos, Gabriela e Ricardo, pelo carinho e companheirismo fundamentais nos momentos mais difíceis. Amo vocês.

RESUMO

Este trabalho busca contribuir para a mensuração ordenada do volume de financiamento de longo prazo concedido no Brasil, no período entre junho/2000 e fevereiro/2008, mensuração esta inexistente na literatura econômica nacional. O diagnóstico de insuficiência ou de ausência de fontes privadas de financiamento de longo prazo na economia brasileira é praticamente consensual e foi reforçado pela percepção de que o quadro não foi alterado pelo fim da inflação elevada, com o Plano Real. Apesar de amplamente aceita, essa tese não está amparada em comprovações empíricas. Este trabalho analisa as estatísticas relativas ao mercado de crédito e ao mercado de capitais, com o intuito de verificar a evolução do alongamento das linhas de crédito e de valores mobiliários ofertados no mercado primário. A partir dos dados disponíveis, propõe-se uma metodologia para a quantificação do financiamento de longo prazo existente no Brasil. Para o conceito de longo prazo foram adotadas duas definições: uma em termos de prazo em anos (maior ou igual a um, três, cinco ou doze anos) e outra em relação à destinação econômica dos recursos financeiros em questão, ou seja, aqueles recursos destinados ao financiamento do investimento produtivo.

Palavras-Chave: financiamento de longo prazo, crédito no Brasil, mercado de capitais no Brasil, alongamento das operações de crédito.

ABSTRACT

This research aims to contribute to the systematic measurement of the long-term financing volume granted in Brazil from June 2000 until February 2008, measurement which is still inexistent in the national economic literature. The diagnosis that presents a deficiency or absence of private long-term financing sources in the Brazilian economy is basically consensual and has been strengthened by the perception that the scenario has not changed with the end of high inflation rates after the Real Plan. Although widely accepted, this thesis is not supported by empirical evidences. This research analyzes the statistics concerning the credit and capital markets, with the purpose of verifying the extension of maturities of credit lines and of securities and bonds offered in the primary market. Based on the available data, a methodology for the quantification of the long-run financing existing in Brazil is suggested. For the long-run concept, two definitions have been adopted: one takes in consideration the stated period in years (equal or longer than one, three, five or twelve years) and the other is related to the economic purpose of the financial resources, or in other words, those resources designated to the productive investment financing.

Keywords: long-term financing, credit in Brazil, capital market in Brazil, extending maturities of credit.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Gráfico 1 – Saldo das operações de crédito com recursos livre e direcionados: período de jun/00 a fev/08, dados mensais em R\$ milhões correntes	101
Gráfico 2 – Crédito de Longo Prazo em R\$ milhões de fev/08, período: dados mensais de jun/00 a fev/08	130
Gráfico 3 – Crédito de Longo Prazo_(\geq 1 ano): Recursos direcionados, período: jun/00 a fev/08, dados mensais, saldo em final de período em R\$ milhões correntes.....	136
Gráfico 4 – Crédito de Longo Prazo_(\geq 1 ano): Recursos livres – linhas selecionadas, período: jun/00 a fev/08, dados mensais, saldo em final de período em R\$ milhões correntes.....	137
Gráfico 5 – Crédito de Longo Prazo_(\geq 1 ano): Recursos livres – linhas selecionadas (cont.), período: jun/00 a fev/08, dados mensais, saldo em final de período em R\$ milhões correntes	138

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Saldo das operações de crédito - Origem dos recursos: Sistema financeiro público e privado – participação % sobre o total de operações de crédito do SFN, saldos em final de período de jun/00 a fev/08	102
Tabela 2 - Mercado Primário; principais títulos em R\$ milhões correntes e sua participação no total, valores acumulados no período indicado – 2000 a 2008	103
Tabela 3 – Mercado secundário: títulos negociados em R\$ milhões, valores acumulados no período indicado – 2000 a 2008	104
Tabela 4 – Mercado de Crédito e de Capitais: Var. % real no período indicado	108
Tabela 5 – Abertura I: quadro 9 da Nota para a Imprensa do BACEN – Recursos livres ...	116
Tabela 6 – Abertura I: quadro 9-A da Nota para a Imprensa do BACEN – Recursos direcionados	117
Tabela 7 – Avaliação dos ativos dos valores mobiliários	124
Tabela 8 – Crédito de longo prazo: séries, linhas e fontes de dados	128
Tabela 9 – Crédito de Longo Prazo – saldos em final de período: em % do total de crédito do SFN no período de dez/00 a fev/08	129
Tabela 10 – Crédito de Longo Prazo – Var.% real acumulada no período indicado.....	130
Tabela 11 – Crédito de Longo Prazo: em % do PIB e % da FBCF, período de dez/00 a fev/08	131
Tabela 12 – Crédito de Longo Prazo: Critério Número de anos - Recursos livres e direcionados, saldos em final de período em R\$ milhões correntes, período: dez/00 a fev/08.....	132
Tabela 13 – Crédito de Longo Prazo: Critério Econômico- Recursos livres e direcionados, saldos em final de período em R\$ milhões correntes, período: dez/00 a fev/08	133
Tabela 14 – Crédito de Longo Prazo_(≥1 ano) – Var. % real no período indicado e	135

participação no volume total de CLP_(≥1 ano)	
Tabela 15 – Crédito de Longo Prazo_(≥3 anos) – Var. % real no período indicado e participação no volume total de CLP_(≥ 3 anos).....	140
Tabela 16 – Crédito de Longo Prazo_(≥3 anos) em comparação ao Quadro 29	141
Tabela 17 – Crédito de Longo Prazo_(≥ 5 anos) – Var. % real acumulada no período indicado e participação no volume total de CLP_(≥ 5 anos)	141
Tabela 18 – Crédito de Longo Prazo_(≥ 12 anos) – Var. % real acumulada no período indicado e participação no volume total de CLP_(≥ 12 anos).....	143
Tabela 19 – Crédito de Longo Prazo_(critério econômico) – Var. % real no período indicado.....	144
Tabela 20 – Valores mobiliários de longo prazo_(critério econômico): em R\$ milhões correntes, valores acumulados no período indicado – 2000 a 2008	145
Tabela 21 – Valores Mobiliários de Longo Prazo_(critério econômico): participação % sobre o total, valores acumulados no período indicado – 2000 a 2008.....	145
Tabela 22 – Valores Mobiliários de Longo Prazo - Participação % total sobre o total ofertado no mercado primário no período indicado – 2000 a 2008	146
Tabela 23 – Valores Mobiliários de Longo Prazo_(critério econômico): var.% real em relação ao mesmo período do ano anterior – 2000 a 2008	147
Tabela 24 – Valores Mobiliários de Longo Prazo: em % PIB e % FBCF, fluxos acumulados no período – 2000 a 2008	147

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABEL	Associação brasileira das empresas de leasing
ACC	Adiantamento de contrato de crédito
AID	Associação Internacional do Desenvolvimento
ANCINE	Agência nacional de cinema
BACEN	Banco Central do Brasil
BID	Banco Interamericano de Desenvolvimento
BNDE	Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico
BNDES	Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social
BNH	Banco Nacional de habitação
CCB	Cédula de crédito bancário
CCI	Cédula crédito imobiliário
CLP	Crédito de longo prazo
CMN	Conselho Monetário Nacional
COSIF	Plano contábil das instituições brasileiras
CRTJ	Crédito referencial para taxa de juros
CVM	Comissão de valores mobiliários
EMGEA	Empresa gestora de ativos
EUA	Estados Unidos da América
FAT	Fundo de amparo ao trabalhador
FBCF	Formação bruta de capital fixo
FGTS	Fundo de garantia por tempo de serviço
FIDC	Fundo de investimento em direitos creditórios
FIF	Fundos de investimento financeiro
FINAME	Agência especial de financiamento industrial
FINEP	Financiadora de estudos e projetos
FIP	Fundo de investimento em participações
FIPEME	Fundo de financiamento à pequena e média empresas
FLP	Financiamento de longo prazo
FMIEE	Fundo mútuo de investimento em empresas emergentes
FNRE	Fundo nacional para ressarcimento dos exportadores
FUNAGRI	Fundo de apoio à pesquisa e ao desenvolvimento agrário e florestal da Amazônia
LCI	Letra de crédito imobiliário
LTN	Letras do Tesouro Nacional
MSI	Modelo de substituição de importações
ORTN	Obrigações reajustáveis do Tesouro Nacional
PAEG	Programa de ação do governo
PASEP	Programa de formação do patrimônio do servidor público
PIB	Produto interno bruto

PIS	Programa de integração social
PND	Plano Nacional de Desenvolvimento
PSH	Programa de subsídio à habitação de interesse social
PSI	Processo de substituição de importações
PROER	Programa de reestruturação e fortalecimento do sistema financeiro
PROES	Programa de incentivo à redução do setor público estadual na atividade bancária
SA's	Sociedades anônimas
SBPE	Sistema brasileiro de poupança e empréstimos
SCM	Sociedade crédito ao microempreendedor
SCR	Sistema de informações de crédito do Banco Central
SELIC	Sistema especial de liquidação e custódia
SFH	Sistema financeiro de habitação
SFI	Sistema Financeiro Imobiliário
SFN	Sistema Financeiro Nacional
Sisbacen	Sistema de informação do Banco Central
SNCR	Sistema nacional de crédito rural
SND	Sistema nacional debêntures
SOMA	Sociedade operadora de mercado aberto
SPB	Sistema de pagamentos brasileiro
SUMOC	Superintendência da moeda e do crédito
VAR	Vetores autoregressivos
VMLP	Valores mobiliários de longo prazo

Índice

INTRODUÇÃO.....	15
1. SISTEMAS FINANCEIROS: ASPECTOS TEÓRICOS.....	19
1.1 O sistema financeiro na visão convencional	20
1.1.1 A contribuição de Wicksell	22
1.2 Schumpeter: a importância do crédito para o desenvolvimento econômico	25
1.3 Keynes e o processo finance-funding	28
1.4 O papel da intermediação financeira na solução das falhas de mercado	35
1.4.1 Gurley e Shaw e a incompletude dos mercados	36
1.4.2 A economia da informação	38
1.5 A teoria da repressão financeira	41
1.6 Desenvolvimentos recentes	43
1.6.1 Estudos empíricos sobre a relação entre finanças e desenvolvimento	44
1.6.3 Aspectos legais e regulatórios	52
2. O DEBATE SOBRE O FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO NO BRASIL.....	55
2.1 Um breve quadro histórico	56
2.1.1 Período colonial e a economia primário-exportadora	56
2.1.2 MSI, Plano de Metas e as reformas de 1964/65	62
2.1.3 – Milagre econômico, II PND, crise dos anos 80, reforma bancária de 1988 e abertura nos anos 90	71
2.1.4 Reformas pós-estabilização de preços	78
2.2 O debate recente	84
2.2.1. Instabilidade macroeconômica e taxa de juros	86
2.2.2 Insuficiência de poupança doméstica	88
2.2.3 Gestão da dívida pública	91
2.2.4 Infra-estrutura jurídica e regulatória inadequadas	93
2.2.5 Agenda Microeconômica	95
3. ASPECTOS TEÓRICOS E METODOLÓGICOS RELATIVOS À QUANTIFICAÇÃO DO FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO NA ECONOMIA BRASILEIRA	99
3.1 Delimitação dos conceitos envolvidos	99
3.2 Dados disponíveis: qualidade, abrangência e dificuldades metodológicas	107
3.2.1 Período de abrangência dos dados disponíveis	107

3.2.2 Origem dos recursos	109
3.2.3 O critério utilizado para apuração dos prazos médios	109
3.2.4 Estimação de prazos médios	110
3.2.5 Agregação dos dados de crédito aos dados do mercado de capitais	110
3.3 Mercado de Crédito – dados selecionados, apresentação e abrangência	111
3.3.1 Estimação de prazos médios e do critério econômico – Mercado de Crédito	116
3.4 Mercado de Capitais – natureza dos títulos e dados disponíveis	119
3.4.1 Estimação do critério econômico - Mercado de Capitais	119
3.5 Séries estimadas	124
4. CONSOLIDAÇÃO DOS DADOS E RESULTADOS OBTIDOS	127
4.1 Séries para o Crédito de Longo Prazo	127
4.1.1 Série CLP_(\geq 1ano)	133
4.1.2 Série CLP_(\geq 3 anos)	140
4.1.3 Série CLP_(\geq 5 anos)	142
4.1.4 Série CLP_(\geq 12 anos)	142
4.1.5 Série CLP_(critério econômico)	143
4.2 Série Valores Mobiliários de Longo Prazo	144
CONCLUSÃO	149
ANEXO	153
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	171

INTRODUÇÃO

O diagnóstico de insuficiência ou de ausência de fontes privadas de financiamento de longo prazo na economia brasileira é praticamente consensual e foi reforçado nos últimos anos pela percepção de que este quadro não foi alterado pelo fim da inflação crônica e elevada, com o Plano Real. Apesar de amplamente aceita, esta tese não está amparada em comprovações empíricas. Não existe levantamento empírico organizado e sistemático sobre as operações de crédito de longo prazo no Brasil, nem sobre a oferta de títulos no mercado primário de capitais, que permitam avaliar a natureza e o montante dos recursos colocados à disposição das empresas.

Uma justificativa para a inexistência dessa mensuração é que os dados disponíveis sobre crédito e valores mobiliários no Brasil são apresentados de forma que não permite a quantificação e a análise sob esta ótica. Os critérios de organização e de abertura não são compatíveis, faltam informações sobre a abrangência e a metodologia adotada na coleta dos dados, inclusive sobre os prazos das linhas de crédito. Os prazos médios das operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional, registrados pelo Banco Central, estão disponíveis apenas a partir de junho de 2000, e não para todas as linhas. Com isso, é impossível analisar a sua evolução a partir do Plano Real, período de especial interesse, uma vez que o fim da inflação elevada retirou de cena um dos fatores muitas vezes apontado como responsável pela atrofia do financiamento privado de longo prazo.

Além disso, não existe correspondência entre o conceito de financiamento de longo prazo e a forma como as estatísticas de crédito e valores mobiliários são apresentadas. Um motivo relevante para tanto é a ausência de conceituação rigorosa sobre o que se entende sobre financiamento de longo prazo. Para muitos economistas, a expressão é usada para designar “financiamento do investimento” ou “financiamento produtivo”, ou ainda “financiamento do crescimento econômico”, conceitos que a rigor não equivalem a um determinado “prazo”, e que tampouco consideram as linhas de financiamento do consumo de bens duráveis e de imóveis.

Por um enfoque contábil, usado para a apuração das demonstrações contábeis das empresas, operações de longo prazo são aquelas operações com prazo maior ou igual a um ano. Para o Banco Central (quadro 29¹ da *Nota para a Imprensa*), são as operações realizadas

¹ O quadro 29 “saldo das parcelas a vencer segundo a estrutura de vencimento” é disponibilizado na nota para imprensa intitulada “Política Monetária e Operações de Crédito do Sistema Financeiro” e disponibilizada mensalmente pelo Banco Central em seu site: [www/http.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br).

com prazo maior ou igual a três anos. Nos dois casos, não há distinção a partir do uso ou da destinação dos recursos, o que torna difícil a comparação com critérios de longo prazo que privilegiam um enfoque econômico, ligado ao destino dos recursos para financiar o investimento produtivo ou não.

Tal deficiência na disponibilização dos dados e na compreensão do conceito de financiamento de longo prazo, que a princípio apresentou-se como um entrave ao estudo aqui pretendido, tornou-se uma motivação. Ou seja, uma vez estabelecidos os critérios para uma definição mais precisa do conceito de longo prazo, a motivação passou a ser a proposição de uma mensuração para o volume e evolução das operações de longo prazo no Brasil: essa mensuração inclui tanto as operações de crédito (mercado de crédito) quanto os títulos e valores mobiliários (mercado de capitais) lançados no mercado primário, a partir de junho/2000 (quando o registro dos prazos médios das operações de crédito teve início), até fevereiro/2008 (último dado disponível), através da análise e compreensão das diferentes metodologias de coleta e abrangência dos dados.

A importância do mercado de ativos financeiros de longo prazo está relacionada aos fatores que propulsionam o crescimento da economia. A existência de mecanismos de *funding* bem desenvolvidos é essencial para promover a alavancagem produtiva das empresas uma vez que delimita a vulnerabilidade financeira de possíveis alterações nas taxas de juros de curto prazo ou de instabilidades macroeconômicas sobre os negócios. Além disso, o crescimento do mercado de crédito de longo prazo incentiva a aquisição de ativos ilíquidos por parte das famílias. Assim, o alongamento do financiamento configura-se em um importante mecanismo para estimular o crescimento econômico.

De acordo com King e Levine (1993: 734), o aprofundamento financeiro está positivamente relacionado com o crescimento econômico e negativamente relacionado com a incidência de crises. Em particular, os contratos financeiros de longo prazo atendem a necessidades diferentes, de diferentes agentes econômicos: a aposentadoria dos poupadores, o investimento em ativos imobilizados por parte das empresas e as compras de bens duráveis por parte dos consumidores (GARCIA e SALOMÃO, 2006: 93).

No caso do Brasil, a elevada e crônica inflação vivida até meados de 1994 não permitia que o alongamento do financiamento estivesse na pauta do sistema bancário, mercado de capitais ou da própria política econômica do governo. Ao longo da década de 90, foram realizadas importantes modificações no âmbito institucional e econômico no Brasil. Entre elas, o processo de reestruturação do sistema financeiro e bancário, a abertura ao capital estrangeiro e a conquista da estabilidade de preços. A partir de julho de 1994, com a adoção

do Plano Real, as altas taxas de inflação foram vencidas e passou-se a contar com baixos índices de preços.

Nesse cenário, era esperado o alongamento dos prazos do financiamento concedido como resposta, principalmente, a três alterações introduzidas no cenário macroeconômico brasileiro a partir da implementação do Plano Real: a) estabilidade de preços, b) maior horizonte de previsibilidade e planejamento e c) perda de importante fonte de lucros por parte do setor bancário, os ganhos inflacionários. Porém, após quase 14 anos da implementação do Real, acredita-se que o que se verificou foi um crescimento modesto para a concessão de ativos financeiros de longo prazo, como pode ser observado nos trabalhos de PRATES *et al* (2000), HERMANN (2003), CARVALHO (2005) e GARCIA e SALOMÃO (2006), entre outros.

Para verificar a validade dessa hipótese, este trabalho propõe uma metodologia para a quantificação do financiamento de longo prazo no Brasil, em bases mensais, através da estimativa de 5 séries para o crédito de longo prazo e de uma série para os valores mobiliários de longo prazo, ambas para o período entre jun/00 e fev/08. Por meio desta mensuração pretende-se avaliar qual a magnitude dos ativos financeiros de longo prazo e em que medida ocorreu o alongamento do crédito e dos valores mobiliários como resposta às alterações introduzidas no cenário macroeconômico ocorridas nos últimos anos.

Os principais resultados obtidos, para o período analisado, indicam uma evolução ainda bastante modesta para as linhas de crédito de longo prazo, com exceção para o crédito pessoal, capital de giro e *leasing* financeiro de alguns bens específicos. É importante salientar, que as linhas de crédito pessoal e capital de giro, dependendo do critério utilizado para a definição de longo prazo, podem não ser consideradas como instrumentos financeiros de longo prazo. Em relação aos projetos de investimento com maturação acima de 3 e 5 anos, o BNDES permanece como sendo o principal fornecedor de recursos financeiros, em detrimento das operações com maturação acima 12 anos que concentraram-se no financiamento habitacional. Os valores mobiliários de longo prazo, por sua vez, registraram crescimento bastante expressivo no período, com destaque para as debêntures, ações e fundo de investimento em participações; porém, o volume de valores mobiliários de longo prazo permanece bem menor que o volume das operações de crédito de longo prazo.

Assim sendo, este trabalho encontra-se dividido em 4 capítulos, além desta introdução: inicia-se com um capítulo sobre os aspectos teóricos e empíricos relacionados aos sistemas financeiros; o segundo capítulo trata do debate teórico sobre o financiamento de longo prazo no Brasil e apresenta um breve histórico da evolução do sistema financeiro no Brasil. O terceiro capítulo faz uma análise das principais séries históricas relativas ao mercado de

crédito e ao mercado de capitais no Brasil, aponta as principais dificuldades metodológicas acerca da mensuração do crédito e valores mobiliário de longo prazo e propõe uma metodologia para a quantificação dos volumes dos mesmos. O quarto capítulo apresenta os resultados obtidos a partir das séries estimadas para o crédito de longo prazo e valores mobiliários de longo prazo existentes no Brasil e faz comparações com o PIB e formação bruta de capital fixo; e, encerra-se com um capítulo que apresenta as conclusões e considerações finais acerca do tema.

1. SISTEMAS FINANCEIROS: ASPECTOS TEÓRICOS

Analisar a questão do financiamento de longo prazo é, antes de mais nada, analisar a relação entre as variáveis monetárias e reais: o papel da moeda e dos sistemas financeiros na economia e, principalmente, se os fatores financeiros influenciam o ritmo do crescimento econômico.

Este capítulo se propõe a fazer uma breve revisão das principais teorias que tratam do processo de intermediação financeira e do financiamento dos agentes deficitários, seja para investimento ou para consumo. Não se pretende aqui abordar todas as obras ou vertentes teóricas sobre o assunto, mas sim aquelas que foram consideradas mais relevantes para o desenvolvimento deste estudo.

A estrutura do capítulo baseou-se em estabelecer retrospectiva histórica da teoria monetária e financeira, dando enfoque às correntes de pensamento e teorias que privilegiaram o estudo da relação entre os sistemas financeiros e a alocação da poupança, entre o financiamento do investimento e o crescimento econômico.

Este capítulo tem início com uma síntese da chamada visão convencional, representada pelos autores clássicos e neoclássicos dos séculos XVIII e XIX, onde a moeda e os mercados financeiros eram vistos apenas como um “véu” e, portanto, não afetavam as variáveis reais da economia; a primeira seção enfatiza, ainda, as contribuições de Wicksell, autor neoclássico que rompe com o padrão estabelecido pela visão convencional e incorpora o papel da moeda no processo de acumulação, por meio do crédito, dando origem aos fundamentos de uma economia monetária de produção.

A segunda seção apresenta as contribuições de Schumpeter para o desenvolvimento do tema ao destacar o papel do crédito para fomentar o crescimento de longo prazo. A terceira seção, por sua vez, faz uma síntese da visão pós-keynesiana, que resgata e desenvolve os escritos de Keynes da 1ª metade do século XX e nega a dicotomia clássica entre variáveis reais e monetárias, apresentando a economia como uma economia monetária de produção onde a moeda e as finanças são elementos importantes para a dinamização do crescimento.

A quarta seção registra os desdobramentos da teoria neoclássica, a partir dos anos 1950, que tratam das imperfeições nos mercados financeiros, como a incompletude dos mercados e o paradigma da economia da informação. A quinta seção traz a discussão a respeito da teoria da repressão financeira e o modelo de liberalização financeira. A sexta seção, por fim, apresenta, a partir dos anos 1990, a retomada em posição de destaque, do estudo das relações entre os fatores financeiros e o crescimento, no âmbito da teoria macroeconômica.

1.1 O sistema financeiro na visão convencional

A “visão convencional”, do processo de financiamento do investimento e da acumulação de capital inclui autores e teorias que consideram as instituições e mercados financeiros simplesmente como intermediadores de agentes superavitários (poupadores) e deficitários (investidores), com a intermediação financeira baseada em modelos de alocação de recursos fundamentados em mercados completos e perfeitos. Nesta visão, a moeda e os sistemas financeiros não afetam as variáveis reais da economia; funcionam como um “véu”, não influenciando a alocação de recursos ou o preço dos ativos, e por isso podem ser relegados a segundo plano (GAVIO, 2005: 13-16).

Dentro dessa visão inclui-se, de maneira geral, a teoria monetária clássica e a neoclássica². Na economia de trocas com moeda proposta pelos clássicos, a moeda (seja ela moeda metálica propriamente dita ou moeda-mercadoria) apresenta somente a função de meio de pagamento; funciona apenas como um “lubrificante” para as transações da economia, não tendo efeitos permanentes sobre o produto, emprego ou taxa de juros. No mesmo sentido, o modelo de intermediação financeira adotado pelos neoclássicos é composto por dois agentes representativos, inseridos em um processo de maximização intertemporal de utilidade onde os poupadores apresentam as suas preferências intertemporais definidas e os investidores trabalham com funções de produção que apresentam curvas de produtividade marginal do capital também bem definidas. Nesse modelo, os mercados são eficientes e a economia tende sempre a operar no pleno emprego. (CARVALHO *et al*, 2000: 382)

No modelo clássico, a moeda não desempenha a função de reserva de valor; os agentes econômicos não retêm a “moeda pela moeda”, pois admite-se que outros ativos como os títulos que rendem juros, ou o próprio ouro, desempenham essa função. A retenção da moeda como reserva de valor era possível, porém, por não render juros, os clássicos acreditavam que os títulos seriam preferíveis.

Ainda na economia de trocas, a oferta de moeda é exógena e a demanda por moeda atende as necessidades transacionais dos agentes, uma vez que, estes desejam moeda apenas como intermediária das transações, dada a falta de sincronismo entre pagamentos e recebimentos. A chamada “Revolução Clássica”, contra as doutrinas do mercantilismo, teve

² Os economistas clássicos são entendidos como aqueles da segunda metade do século XVIII e grande parte do século XIX, tais como Adam Smith, David Ricardo, Tomas R. Malthus, John S. Mill, Jean B. Say, entre outros. O pensamento neoclássico surgiu no final do século XIX com o princípio da utilidade marginal apresentado por William S. Jevons. Dentro da escola neoclássica merece destaque os trabalhos de Knut Wicksell, Alfred Marshall e Arthur C. Pigou, entre outros. (Froyen, 2001: 44)

como um dos pontos principais a negação do metalismo, o que levou os economistas clássicos a afirmar que a moeda não teria qualquer valor intrínseco, de forma que seria mantida apenas no montante necessário para adquirir os bens desejados. (FROYEN, 2001: 44-45).

Nesse contexto, os sistemas financeiros surgem apenas como intermediadores de capitais (enquanto recursos reais) entre poupadores e investidores, ou seja, são o *locus* onde a intermediação de poupança é realizada. De acordo com CARVALHO *et al* (2000), percebe-se que esta economia de trocas:

(...) não é uma economia monetária e nem muito menos uma economia onde a moeda pode ser criada por agentes privados (como os bancos comerciais). Portanto, a “oferta e demanda por capital” podem ser entendidas como transferências “reais” de recursos, dentro de um exercício de maximização intertemporal de satisfação. CARVALHO *et al* (2000: 382)

A poupança nesse modelo é tida como o ato de postergar o consumo corrente com vistas a poder consumir uma maior quantidade no futuro. Como compensação pelo adiamento do consumo, o agente recebe o pagamento de juros; dessa forma, define-se a poupança como uma função positiva da taxa de juros, ou seja, quanto maior a taxa de juros maior será o nível de poupança. O investimento, por sua vez, é definido como uma função decrescente da taxa de juros já que, por hipótese do modelo, a produtividade marginal do capital é decrescente, o que significa que a variação incremental do produto é menor para cada unidade a mais de capital utilizado, de maneira que novos investimentos só ocorrerão se as taxas de juros baixarem.

Tem-se então uma análise típica de oferta e demanda, onde o capital é tratado como um bem qualquer no processo de troca. Assim, entende-se que a taxa de juros é um fenômeno relacionado ao setor real da economia, sendo determinada pela interação entre a poupança e o investimento, ou, em última instância, pela parcimônia ou preferências intertemporais do consumidor (do lado da oferta de capital) e pela produtividade marginal do capital (do lado da demanda por capital). É importante destacar, que nesse modelo sempre haverá uma taxa de juros positiva que faz com que toda a poupança seja destinada a aquisições de bens de investimento³, garantindo o equilíbrio do modelo (CARVALHO *et al*, 2000: 381-382).

Em relação aos teóricos da economia monetária neoclássica, afirma HAHN (1982: 1): *“The most serious challenge that the existence of money poses to the theorist is this: the best developed model of the economy cannot find room for it.”*

³ Ou seja, não há distinção entre as decisões de poupar e investir enfatizada por Wicksell e mais tarde defendida por Keynes e pelos autores pós-keynesianos.

Ou nas palavras de BORGES (2006):

As dificuldades da economia neoclássica para tratar “teoricamente” do dinheiro (ou da moeda...) são bem conhecidas e reconhecidas. (...) as raízes desta dificuldade estão nas características mais fundamentais da abordagem neoclássica. Os modelos neoclássicos não encontram uma maneira adequada de tratar teoricamente do dinheiro porque sua representação fundamental da economia é a de uma economia sem dinheiro. (...) Esta representação implica nitidamente a existência de uma “economia real” cujo equilíbrio independe de uma economia monetária. (...) os equilíbrios fundamentais da economia não apenas independem do dinheiro como podem ser determinados numa economia sem dinheiro. BORGES (2006: 2-3)

A idéia da irrelevância dos sistemas financeiros e do papel da moeda na economia, difundida pelos clássicos e neoclássicos é conflitante com a noção de economia monetária e a importância e complexidade do papel da intermediação financeira, presente desde o final do século XIX, no contexto do capitalismo moderno. Nesse sentido, Knut Wicksell, apesar de neoclássico, vai incorporar a teoria da moeda à teoria do valor e da distribuição, dando início ao desenvolvimento dos fundamentos de uma teoria monetária da produção, mais tarde desenvolvida de maneira mais completa através dos escritos de Keynes (CARNEIRO, 1997: 12).

1.1.1 A contribuição de Wicksell

Wicksell incorporou o papel de um sistema bancário desenvolvido no processo de financiamento e intermediação financeira, e a partir de seus estudos criou-se o que ficou conhecido como a “Teoria dos Fundos Empréstáveis”. Pode-se afirmar, então, que no final do século XIX o papel das instituições financeiras e, mais propriamente, o papel da moeda começaram a ganhar relevância no processo de acumulação, através do crédito, mesmo que de maneira bastante limitada (GUDIN, 1970: 15).

A estilização do processo de intermediação adotada por Wicksell propõe 3 modelos distintos⁴: a economia de moeda pura, a economia de crédito puro e a economia mista de moeda-crédito. Os dois primeiros são hipotéticos e o último é mais próximo da realidade e foi o que deu origem à teoria dos fundos empréstáveis. Somente no modelo de uma economia de moeda pura é que valem todos os pressupostos da teoria quantitativa da moeda, a saber: equiproporcionalidade entre moeda e preços, causalidade da moeda para preços; não-

neutralidade de curto prazo e neutralidade da moeda no longo prazo; independência entre oferta e demanda por moeda e dicotomia entre preços relativos e preços absolutos⁵.

O sistema misto de moeda-crédito parte de uma economia fechada, competitiva, na qual a maior parte da moeda assume a forma de depósitos bancários e os pagamentos podem ser feitos por transferências nos registros bancários, ou seja, os depósitos bancários passam a exercer um importante papel como meio de pagamento. Nesse sistema, os bancos podem atender as demandas por empréstimos, tornando a oferta de moeda determinada endogenamente pela sua demanda, em oposição à hipótese de exogeneidade da oferta de moeda da teoria clássica (COSTA, 1997: 247; CARVALHO *et al*, 2000: 29-34).

Vale ressaltar que, nesse sistema misto, a moeda criada pelo governo não interfere no seu funcionamento e os bancos têm a capacidade de interferir na quantidade de fundos emprestáveis disponíveis:

The banks in their lending business are not only not limited by their own capital, they are not, at least not immediately, limited by any capital whatever; by concentrating in their hands almost all payments, they themselves create the money required, or, what is the same thing, they accelerate ad libitum the rapidity of the circulation of money. (WICKSELL, 1907: 214)

Além da hipótese de uma economia mista de moeda-crédito, a teoria dos fundos emprestáveis apresenta a distinção entre duas taxas de juros:

- a) taxa de juros natural – assim como a taxa de juros do modelo clássico, a taxa de juros natural é determinada no lado real da economia, através da parcimônia do consumidor e da produtividade marginal da capital, ou em outras palavras, é a taxa que iguala poupança e investimento;
- b) taxa de juros de empréstimos (ou taxa de juros de mercado) – determinada pelos bancos pelos empréstimos concedidos que podem mantê-la, pelo menos por algum tempo, diferente da taxa de juros natural.

Quando a taxa de juros natural é igual à taxa de juros de empréstimo, o mercado monetário está em equilíbrio; porém, como a taxa de juros natural varia de acordo com as

⁴ Para maiores detalhes ver Wicksell (1965: 51-80).

⁵ Para maiores detalhes ver Carvalho *et al* (2000: 27-28).

flutuações reais da economia (como mudanças tecnológicas, guerras ou catástrofes naturais) e a taxa de juros de empréstimos é fixada pelo sistema bancário (que não sabe avaliar qual é a taxa de juros natural), muito dificilmente ocorrerá uma coincidência espontânea entre ambas. Assim sendo, taxas de juro natural e de empréstimos diferentes estimulam a expansão ou contração do crédito e conseqüentemente o aumento ou redução do investimento: quando a taxa de empréstimos é menor que a taxa natural há uma expansão do crédito, e quando é maior há uma contração do crédito (COSTA, 1997: 247-248).

Porém, esse desequilíbrio entre as taxas de juros natural e de empréstimos deverá resultar em uma alteração no nível geral de preços, seja para cima (quando ocorrer expansão do crédito) ou para baixo (quando ocorrer a retração do crédito). Quando a taxa de empréstimos é menor que a taxa natural, os empresários se sentirão estimulados a tomar mais crédito e a investir mais, gerando um excesso de demanda agregada (nesse modelo prevalece o pleno emprego e a noção de neutralidade da moeda, de tal forma que alterações na demanda agregada afetam o nível de preços, mas não afetam o produto real). Os bancos, então, com o intuito de atender o aumento da demanda por crédito, irão expandir os seus depósitos, mantendo a taxa de juros de empréstimo inalterada, o que irá produzir um aumento cumulativo no nível de preços, aumento este que irá perdurar enquanto a diferença entre as taxas de juros existir. Percebe-se, portanto, que Wicksell atribui a ocorrência da inflação à diferença entre as taxas de juros natural e de empréstimos, e não a um excesso de oferta de moeda como acreditavam os defensores da teoria quantitativa da moeda (CARVALHO *et al* 2000: 30).

Todavia, o processo cumulativo de aumento (ou diminuição) de preços não é explosivo (seria explosivo somente em uma economia de crédito puro). Uma vez que o nível geral de preços aumentou, a demanda transacional por moeda também aumenta ocasionando uma diminuição das reservas bancárias, forçando os bancos a elevarem a sua taxa de juros de empréstimos até que a mesma se iguale à taxa de juros natural, restabelecendo, assim, o equilíbrio monetário. (COSTA, 1997: 250)

Nessa economia mista de moeda-crédito, a variável de ajuste é a taxa de juros de empréstimos⁶, ela é a reguladora monetária efetiva uma vez que não se controla diretamente a quantidade de moeda, ou seja, a oferta de moeda é controlada indiretamente pelos bancos através da fixação da taxa de juros de empréstimos. Para que o sistema monetário permaneça em equilíbrio, as duas taxas de juros devem se igualar, ou seja, enquanto os preços permanecerem inalterados a taxa de juros de empréstimos também deve ficar inalterada. Se

ocorrer uma elevação (redução) no nível de preços a taxa de juros de empréstimos deve ser elevada (reduzida) e deve ser mantida nesse novo patamar até que ocorra outro movimento de preços exigindo uma nova alteração da referida taxa de juros seja para cima ou para baixo. (COSTA, 1997: 248-250)

Analisando as contribuições de Wicksell à formulação da teoria monetária da produção, o que se percebe é que apesar do referido autor ter dado um maior papel aos bancos e de ter considerado a moeda endógena, a introdução das variáveis monetárias no modelo irão propiciar situações de desequilíbrio. O papel do crédito é simplesmente o de criar desequilíbrios, uma vez que o aumento do crédito não irá gerar um aumento do investimento de forma permanente, mas sim, irá determinar uma elevação no nível geral de preços. Percebe-se, então, que Wicksell avança na elaboração da teoria monetária dado que vai aceitar que as variáveis nominais podem afetar as variáveis reais, mas manteve a idéia de que tal efeito seria apenas no curto prazo (já que um desequilíbrio ocorre no curto prazo), assim como os demais autores de sua época.

De acordo com ROGERS (1989: 23), a teoria monetária de Wicksell deve ser entendida como uma tentativa de estender os resultados da teoria quantitativa da moeda clássica a uma economia que ultrapassou o uso da moeda metálica e desenvolveu a utilização do crédito e dos empréstimos. Assim, a introdução da moeda no esquema neoclássico dos fundos emprestáveis não altera a representação do sistema financeiro como provedor de meios de pagamento e intermediário de poupanças: o crédito é tratado como um desequilíbrio e o crescimento é determinado, em última instância, pelas preferências dos consumidores e pelo estado da tecnologia, de maneira que o montante investido, bem como o crescimento da economia são determinados exteriormente ao sistema (STUDART 1993: 103).

1.2 Schumpeter: a importância do crédito para o desenvolvimento econômico

Schumpeter em a *Teoria do desenvolvimento econômico*, de 1911, vai se posicionar contra o argumento clássico que considerava a moeda apenas como um meio de pagamento, sem a possibilidade da mesma de influenciar de forma permanente as variáveis reais da economia:

⁶ Nesse modelo, Wicksell privilegia o mecanismo de transmissão monetário indireto. (Costa, 1997: 246)

(...) os processos em termos de meios de pagamento não são meramente reflexos dos processos em termos de bens. (...) É claro que se alguém fosse dizer que o dinheiro é apenas um meio para facilitar a circulação de bens e que nenhum fenômeno importante pode estar ligado a ele, isso seria falso. (SCHUMPETER, 1985: 67)

Na visão schumpeteriana, os bancos e os empreendedores são os dois agentes principais do desenvolvimento econômico, sendo que o papel fundamental dos bancos é o de expandir os meios de circulação. Os empresários, por sua vez, são os devedores típicos da sociedade capitalista e devem ser merecedores de crédito pois necessitam da confiança dos demais agentes econômicos, com os quais se relacionam. Dentro dessa concepção, os bancos são os credores típicos do capitalismo e a função essencial do crédito é de dar condições financeiras (criar poder de compra) ao empresário para que este possa realizar investimentos inovadores, a chamada destruição criadora. (JACOB, 2003: 17; MEDEIROS, 1993: 58-59)

Por destruição criadora entende-se que a evolução da economia, ou, nas palavras de Schumpeter, o desenvolvimento econômico⁷ se caracteriza por rupturas e descontinuidades introduzidas, através de inovações, no modo do sistema operar. É importante salientar que tais inovações têm origem na atividade produtiva, na maneira de se produzir, de se utilizar os materiais e forças, de novas combinações. Não se referem, portanto, a inovações do que já é realizado, conhecido (de acordo com essa visão, a expansão de uma fábrica, por ex, não gera desenvolvimento econômico, desde que ela atue exatamente da mesma forma e no mesmo segmento em que sempre atuou). As inovações referem-se a: a) fabricação de um novo bem; b) utilização de um novo método de produção; c) entrada em um novo segmento de mercado por parte de uma indústria específica, mesmo que esse segmento já existisse no país em questão; d) utilização de uma nova fonte de matérias-primas ou bens semimanufaturados por parte de uma indústria específica, mesmo que essa fonte já existisse; e) alteração na estrutura de uma indústria específica, seja para uma posição de monopólio ou vice-versa. (COSTA, 2006: 4-6)

Assim, a relação entre a concessão do crédito ao empreendedor e o investimento em atividades inovadoras levando ao desenvolvimento econômico pode ser verificada em:

A função essencial do crédito consiste em habilitar o empresário a retirar de seus empregos anteriores os bens de produção de que precisa, ativando uma demanda por eles, e com isso forçar o sistema econômico para dentro de novos canais. (...) A criação de poder de compra caracteriza, em princípio, o

⁷ Não havia a preocupação de diferenciar desenvolvimento econômico de crescimento econômico, o conceito de desenvolvimento econômico apresentado por Schumpeter estava mais próximo do conceito de crescimento econômico.

método pelo qual o desenvolvimento é levado a cabo num sistema com propriedade privada e divisão do trabalho. (...) A concessão de crédito opera nesse sentido como uma ordem para o sistema econômico se acomodar aos propósitos do empresário, como um comando sobre os bens que necessita: significa confiar-lhe forças produtivas. (SCHUMPETER, 1985: 74)

Na passagem acima, percebe-se que Schumpeter indica que os meios de produção necessários às atividades inovadoras já existem, não são recursos ociosos e estão sendo utilizados em atividades que compõem o fluxo circular. Por fluxo circular Schumpeter entendia o sistema econômico que opera em concorrência perfeita, no qual não há lucro extraordinário e, portanto, o investimento inovador não é possível:

No fluxo circular, do qual sempre partimos, os mesmos produtos são produzidos todos os anos da mesma maneira. Para cada oferta existe a espera uma demanda correspondente em algum lugar do sistema econômico, para cada demanda, uma oferta correspondente. Todos os bens são negociados a preços determinados com oscilações simplesmente insignificantes, de modo que se pode considerar que toda unidade de dinheiro percorre o mesmo caminho em cada período. (...) não há nenhum mercado para os portadores dos próprios serviços produtivos originais, especialmente para a terra e também não há nenhum preço para eles dentro do fluxo circular normal. (SCHUMPETER, 1985: 75)

São os empresários, através de seus investimentos inovadores que irão retirar os meios de produção dos locais em que se encontram e transferi-los para as novas atividades, e dessa forma, ocorrerá o desenvolvimento econômico. Para tanto, os empresários necessitam de crédito para terem o comando dos meios de produção, ou seja, necessitam de poder de compra para colocar os meios de produção em função dos investimentos inovadores, e esse poder de compra não necessariamente precisa ter sido acumulado anteriormente (como por ex. do “crescimento anual da poupança social”), mas pode ser criado “a partir do nada” (COSTA, 2006: 7; SCHUMPETER, 1985: 52):

(...) há no entanto um outro método de obter dinheiro para esse propósito, que chama a nossa atenção, porque, diferentemente do referido, não pressupõe a existência de resultados acumulados do desenvolvimento anterior, e por isso pode ser considerado como o único disponível dentro de uma lógica estrita. Esse método de obter dinheiro é a criação de poder de compra pelos bancos. (...) É sempre uma questão, não de transformar o poder de compra que já existe em propriedade de alguém, mas da criação do novo poder de compra a partir do nada – a partir do nada mesmo que o contrato de crédito pelo qual é criado o novo poder de compra seja apoiado em garantias que não sejam elas próprias meio circulante – que se adiciona à circulação existente. E essa é a fonte a partir da qual as novas combinações frequentemente são financiadas e a partir da qual teriam que ser financiadas

sempre, se os resultados do desenvolvimento anterior não existissem de fato em algum momento. (SCHUMPETER, 1985: 52-53)

Percebe-se que o processo de financiamento do investimento como entendido por Schumpeter, apresentava semelhanças ao processo descrito por Keynes (a ser apresentado na próxima seção, 1.3). Ambos defendem a idéia de que o circuito financeiro ocorre em duas etapas distintas no tempo: o crédito inicial para dar início ao empreendimento e num segundo momento ocorre a liquidação do financiamento com os lucros provenientes dos investimentos inovadores que foram introduzidos na economia (COSTA, 1993: 7; MEDEIROS, 2006: 58):

Cada empresário e cada banco tentará, por razões óbvias, trocar essa base, assim que for possível, por outra mais permanente. (...) Na prática isso coincide aproximadamente com a substituição do poder de compra criado *ad hoc* pelo já existente. E isso geralmente acontece no caso do desenvolvimento em plena marcha que já acumulou reservas de poder de compra (...) e na verdade em dois passos. Em primeiro lugar, são criados títulos e ações e seus montantes são creditados para o empreendimento, o que significa que os recursos bancários ainda financiam o empreendimento. Depois dispomos dessas ações e títulos e estes são pagos gradualmente – nem sempre de imediato, pelo contrário, as contas dos fregueses subscritores frequentemente são apenas debitadas – pelos subscritores a partir das ofertas de poder de compra, reservas ou poupanças existentes. (SCHUMPETER, 1985: 77)

Em relação às operações de crédito, Schumpeter apresenta, ainda, uma diferenciação entre o crédito para consumo, o crédito para capital de giro e o crédito para o negócio ou para as inovações, chamando a atenção para o fato de que somente o crédito para o investimento é que promove o crescimento econômico. O crédito para o consumo e/ou o crédito corrente, de acordo com a sua visão, referem-se somente à transferência de poder de compra já existente, à expedientes técnicos da troca, não influenciando o processo de crescimento da economia (JACOB, 2003: 18).

1.3 Keynes e o processo finance-funding

A retomada da obra de Keynes, proposta pela teoria pós-keynesiana, coloca o papel da moeda em economias capitalistas modernas como um ponto central de sua análise: a função da moeda de reserva de valor, defendida por Keynes no *Tratado sobre a moeda* (1930), faz com que a mesma se torne uma forma alternativa de riqueza em relação aos outros ativos. Dessa maneira, o comportamento da moeda, através da preferência pela liquidez e das

expectativas em relação ao futuro, passa a afetar a demanda por outros ativos, bem como o ritmo e a natureza do processo de acumulação de capital (CARVALHO; 1992: 169).

Os autores pós-keynesianos (como Rogério Studart, Jennifer Hermann, Paul Davidson, Victoria Chick, Minsky, entre outros) trabalham com a definição da economia capitalista moderna como sendo uma economia monetária (em contraposição à teoria ortodoxa que trata de uma economia de trocas com moeda) na qual a moeda não é neutra nem no curto nem no longo prazo e por este motivo, pode-se observar que a análise e elaboração teórica específica em relação ao desenvolvimento e transformações recentes dos sistemas financeiros é um ponto bastante freqüente na obra de tais autores. (FERREIRA, 1995: xiii).

O pensamento pós-keynesiano para o financiamento do investimento, ou acumulação do capital, baseia-se no circuito Financiamento-Investimento-Poupança-*Funding*⁸ e na importância do ambiente institucional com um sistema bancário desenvolvido e mercados financeiros organizados. Os pós-keynesianos se contrapõem à visão convencional e apóiam-se nas contribuições de Keynes (em especial no *Tratado da Moeda*, 1930: 35) ao afirmar que os bancos não são simples “cofre privados” e intermediários de poupança, como propunha a visão convencional, mas são sim os principais supridores de meios de pagamento e capazes de criar crédito independentemente de depósitos prévios (STUDART, 1993: 107).

O circuito *finance-funding*⁹ parte da idéia de que o sistema bancário possui capacidade de gerar crédito, através da criação de moeda bancária, e dessa forma possibilita a criação de renda através do efeito multiplicador. Percebe-se, então, que a teoria pós-keynesiana baseia-se também na teoria do investimento elaborada por Keynes em sua *Teoria Geral do Emprego, do Juros e da Moeda*, de 1936, segundo a qual o investimento privado e os gastos autônomos determinam a demanda efetiva e a renda, ou seja, a decisão de investir precede logicamente a criação de renda. O investimento antecede a poupança, que por sua vez, deriva do crescimento econômico (investimento mais gastos em geral), e assim a poupança agregada aparece como um subproduto do efeito multiplicador (STUDART, 1993: 107).

Os indivíduos decidem primeiro quanto vão consumir e depois quanto vão poupar e, como será esclarecido mais adiante, só depois vão decidir como alocar a poupança. Cabe aqui, ainda, outra importante diferenciação em relação à teoria convencional: para estas a poupança precede o investimento e a distinção entre os atos de poupar e investir não é relevante.

⁸ Podemos considerar o circuito Financiamento-Investimento-Poupança-*Funding* uma estilização do objeto de análise (ou modelo); tal objeto no caso é o processo de financiamento do investimento (Carvalho *et al.*, 2000).

⁹ Podemos utilizar a expressão circuito *finance-funding* como “abreviação” para Financiamento-Investimento-Poupança-*Funding*.

O *finance* pode ser definido como o crédito de curto prazo demandado pelas empresas no intervalo de tempo entre a decisão do investimento e a sua implementação; funciona como o “mecanismo de arranque” no investimento. O *funding*, por sua vez, corresponde ao financiamento de longo prazo e tem como correspondente a poupança agregada que surge via multiplicador.

Os conceitos de *finance* e *funding* aparecem na obra de Keynes, em seus escritos posteriores reunidos em obra de 1971 (*Collected writings*):

The entrepreneur when he decides to invest has to be satisfied on two points: firstly that he can obtain sufficient short-term finance during the period of producing the investment; and secondly, that he can eventually fund his short-term obligations by a long-term issue on satisfactory conditions. (KEYNES, 1971 (a): 217)

Note-se que o *finance*, como definido por Keynes, é apresentado como um fundo rotatório de curto prazo, sem a necessidade de poupança prévia, que os bancos emprestam às empresas para que estas dêem início aos seus investimentos¹⁰. As empresas, por sua vez, devem pagar os bancos conforme seus investimentos forem dando resultado, para que os mesmos possam recompor o fundo rotatório de curto prazo e emprestar novamente. (TONETO, 1996: 33)

(...) the finance required during the interregnum between the intention to invest and its achievement is mainly supplied by specialists, in particular by the banks which organize and manage a revolving fund of liquid finance. For finance is essentially a revolving fund. It employs no savings. It is for the community as a whole, only a book-keeping transaction. As soon as it is “used” in the sense of being expended, the lack of liquidity is automatically made good and the readiness to become temporarily unliquid is available to be used over again. Finance covering the interregnum is, to use a phrase employed by bankers in a more limited context, necessarily “self-liquidating” for the community taken as whole at the end of the interim period. (KEYNES, 1971(a): 219)

Percebe-se, então, a necessidade de um sistema bancário bem desenvolvido para que o mecanismo do *finance* seja viabilizado. A operação do multiplicador de gastos justifica que não há a necessidade de poupança prévia para o investimento, mas sim de disponibilidade de liquidez (crédito) do sistema bancário.

¹⁰ É importante observar que o mecanismo do *finance* também pode ocorrer através do auto-financiamento por parte das empresas (por meio de lucros retidos, por ex.) ou ainda através da emissão de obrigações. O *finance*, como apresentado aqui, pode ser entendido essencialmente como os empréstimos bancários.

Para que o sistema bancário, através das operações de *finance*, disponibilize liquidez necessária para a demanda para investimento por parte dos empresários, o mesmo deve encontrar-se em determinado estágio de desenvolvimento¹¹ no qual os bancos apresentem certa autonomia em relação ao volume captado, ou seja, não dependem de depósitos prévios, mas sim, criam os seus próprios depósitos. Nesse contexto, faz-se necessária a existência de inovações financeiras; os bancos não são mais meros intermediários ou depositários de poupanças, mas apresentam a capacidade de gerarem novos títulos e contam com um Banco Central que desempenha o papel de prestador de última instância garantindo as operações alavancadas por parte do sistema bancário (que extrapolam os seus limites de crédito). De acordo com TONETO (1996: 33-34): “*Nesse estágio os bancos efetivamente possuem um papel ativo, sua institucionalidade permite que sua ação não dependa de fatores exógenos, mas apenas de sua confiança para realizar o negócio*”.

Segundo FERREIRA (1995: 18), a partir do estágio 2 de desenvolvimento do sistema bancário (citando os estágios de desenvolvimento do sistema bancário inglês desenvolvido por Victoria Chick (1986 e 1988)), os depósitos bancários passam a ser aceitos como meios de pagamento, representando toda a renda, tanto a poupança quanto o consumo. Sobre essa questão, STUART (1993: 107) afirma que a criação de moeda bancária é possível a partir do estágio 2 pois nesse estágio os horizontes de pagamento se tornam mais estáveis e “*esta estabilidade permite aos bancos administrar estruturas patrimoniais com horizontes de maturação díspares e, ao mesmo tempo, manter equilibrados seus fluxos de caixa*”. Dessa forma, o financiamento ou empréstimos realizados pelos bancos não são mais limitados ao volume de poupança prévia existente nos mesmos. De acordo com CHICK (1986: 114), “*Torna-se apropriado dizer que o investimento precede a poupança*”.

Ainda em relação aos estágios de desenvolvimento do sistema financeiro:

(...) é importante identificar como o conceito (de *finance*) é alterado a partir do ingresso dos sistemas financeiros nos estágios¹² 5 e 6, em um ambiente financeiro globalizado e desregulamentado. As condições referentes à taxa de juros de curto prazo e movimentos de liquidez passaram a ligar-se a um conjunto de políticas mais amplas, dependendo do regime cambial, do fluxo de capitais, da política fiscal e de dívida pública, e mesmo da regulamentação financeira. Em outras palavras, o *finance* não mais se restringe à política de reservas do Banco Central.” (FERREIRA, 1995: 17).

¹¹ Para um estudo detalhado sobre os estágios de desenvolvimento do sistema financeiro ver Chick (1986) e Chick (1988).

¹² Para maiores detalhes sobre o estágio 6 ver Chick (1988).

Assim, a realização do investimento depende (além da expectativa de retorno sobre o investimento, ou seja, da expectativa de que a eficiência marginal do capital seja maior que a taxa de juros¹³) da disponibilização de recursos financeiros (ou seja, crédito ou liquidez) por parte do sistema bancário, de maneira que uma maior ou menor atividade econômica seja resultado da disposição de financiamento por parte dos bancos.

If there is no change in the liquidity position, the public can save “ex ante” and ‘ex post” an “ex anything else” until they are blue in the face, without alleviating the problem (...) This means that, in general, the banks hold the key position in the transition from a lower to a higher scale of activity. (...) The investment market can become congested through shortage of cash. It can never become congested through shortage of saving. (KEYNES, 1971b: 222)

De acordo com FERREIRA (1995: 13), apesar da formulação do conceito de *finance* proposto por Keynes configurar um avanço em relação à sua teoria monetária, este acrescentou pouco quando comparado ao arcabouço teórico apresentado no *Tratado da Moeda* (1930) onde os bancos apresentam papel primordial em relação à atividade econômica, ou nas palavras de Ferreira, “os bancos foram colocados no topo do nexo causal frente às variações de renda”.

Ainda em relação ao papel dos bancos, Keynes (1971c: 47) afirma que os bancos usam as suas reservas até o limite, de maneira que a questão que os bancos enfrentam não é definir qual o múltiplo adequado de suas reservas que irão emprestar, mas sim qual a proporção de seus empréstimos que podem ser mantidos de forma menos líquidas.

Pode-se entender, então, que se os bancos estiverem dispostos a ficarem menos líquidos, ou seja, se estiverem dispostos a financiar os diversos projetos de investimento, não haverá, do lado do financiamento, impedimento para que os mesmos se realizem. O que irá determinar a disponibilidade dos bancos em ofertar uma maior ou menor liquidez serão os riscos envolvidos nos projetos. Tais riscos são determinados pelo estado dos negócios ao longo do ciclo econômico e estão inversamente correlacionados com a probabilidade dos bancos receberem de volta os montantes emprestados. É importante salientar aqui o papel do quadro institucional no sentido de minimizar os riscos e estimular a concessão de crédito na economia. (TONETO; 1996: 34-35, FERREIRA; 1995: 15).

¹³ Como proposto por Keynes no capítulo 11 da Teoria Geral.

A existência de *finance*, porém, não garante que os investimentos serão realizados. O descasamento de prazo entre o recebimento das receitas provenientes dos investimentos (em geral de longo prazo) e a maturidade dos financiamentos de curto prazo (*finance*) requer que haja um mecanismo que permita que os tomadores de financiamentos possam pagar aos bancos em períodos mais curtos do que os seus investimentos irão gerar resultados. Há a necessidade de um mecanismo que permita o alongamento dos prazos de *finance*. Esse mecanismo é chamado de *funding*.

O *funding* trata da compatibilização de estruturas ativas e passivas entre agentes deficitários e superavitários, promovendo o processo de consolidação de dívidas de curto prazo, ou seja, transformando-as em relações de longo prazo. (STUDART, 1993: 110).

O alongamento do prazo das dívidas pode ocorrer de várias maneiras: através de operações no mercado de capitais (emissão de ações, títulos, debêntures, etc), fundos de poupança compulsória administrados pelo governo, associação entre empresas e bancos ou mesmo através dos créditos de longo prazo fornecidos pelos bancos. É importante salientar que quando Keynes propôs o conceito de *funding* estava se baseando no modelo inglês onde as operações de consolidação de dívidas de curto prazo em longo prazo ocorriam fundamentalmente no mercado de capitais.

Independente do modelo de *funding* adotado, os recursos necessários para a sua realização advém da existência de poupança, ou da existência de “agentes superavitários”. E mais do que a necessidade de volume de poupança, a adequação do *funding* às necessidades de investimento ocorrerá em função da forma de alocação da poupança, ou seja, em que tipo de aplicações os agentes superavitários irão alocar a sua poupança: em investimentos produtivos, em especulação através de títulos já existentes (priorizando a circulação financeira) ou mesmo adotando uma posição de cautela e optando pela liquidez de seus ativos (FERREIRA; 1995: 17).

Destaca-se aqui o forte caráter institucional da teoria pós-keynesiana atribuindo papel central às instituições e convenções no processo de intermediação financeira no sentido de reduzir as incertezas inerentes aos processos decisórios. Um sistema bancário desenvolvido e mercados de ativos financeiros organizados promovem o desenvolvimento da economia, pois minimizam a incerteza relativa a posições de longo prazo e evitam crises de instabilidade que podem diminuir o ritmo de crescimento. Em outras palavras, direcionam a alocação da poupança para os investidores produtivos. Além disso, o desenvolvimento do ambiente

institucional estimula a diversificação dos ativos financeiros e permite a administração de estruturas passivas e ativas com diferentes horizontes de maturação. (STUDART, 1993: 110)

Além do quadro institucional, outro ponto de grande importância para a alocação da poupança é a rentabilidade (diferentes taxas de juros) dos diferentes ativos financeiros. A rentabilidade dos ativos financeiros é influenciada pela oferta e demanda dos respectivos papéis, bem como da atuação da Autoridade Monetária na fixação da taxa de juros básica, regras monetárias, além do desejo por parte dos bancos de ficarem mais ou menos líquidos. De acordo com FERREIRA (1995: 15), Keynes já demonstrava preocupação com o fato de que ativos do mercado financeiro e de capitais poderiam, em determinadas condições, “competir” ou desestimular o financiamento do investimento produtivo.

Então, para que ocorra a adequação do *funding* com a demanda por financiamento de longo prazo, são necessários dois fatores: volume de poupança e canalização da poupança para os investimentos produtivos nos montantes desejados pelos agentes.

Em relação ao volume de poupança necessário cabe mencionar que por trás do arcabouço teórico do circuito *finance-funding*, há a suposição de que o multiplicador está operando em sua totalidade. Existem críticas a esse respeito¹⁴ chamando a atenção para o fato de que poderia ocorrer um descasamento de *timing* entre a operação do multiplicador e o prazo do *finance*. Este trabalho não irá entrar em detalhes sobre as possíveis críticas ao funcionamento do circuito *finance-funding* por acreditar que desviaria do foco de análise em questão.

Em relação à influência da taxa de juros sobre a canalização da poupança entre os diversos ativos disponíveis, é importante destacar que para Keynes e pós-keynesianos, a determinação da taxa de juros ocorre no lado monetário da economia, e em dois momentos: primeiro o agente decide quanto vai poupar e num segundo momento decide como vai alocar a sua poupança, ou qual será a sua renúncia à liquidez. Nesse modelo, a taxa de juros é consequência do desejo do agente de ficar mais ou menos líquido, de reter mais ou menos moeda que, apesar de não render juros, apresenta liquidez absoluta e por esse motivo “concorre” com os demais ativos financeiros (TONETO, 1996: 36-37).

Diferentemente do que acreditavam os clássicos, não se ganha juros apenas pela decisão de poupar (ou pela renúncia ao consumo presente), mas sim pela decisão de “abrir mão” de liquidez:

¹⁴ Uma dessas críticas pode ser encontrada em Davidson, P. (1986).

It should be obvious that the rate of interest cannot be a return to saving or waiting as such. For if a man hoards his savings in cash, he earns no interest, though he saves just as much as before. On the contrary, the mere definition of the rate of interest tells us in so many words that the rate of interest is the reward for parting with liquidity for a specified period. For the rate of interest is, in itself; nothing more than the inverse proportion between a sum of money and what can be obtained for parting with control over the money in exchange for a debt for a stated period of time. (...) It is the price which equilibrates the desire to hold wealth in the form of cash with the available quantity of cash (...) (KEYNES, 1951: 64).

Nessa passagem fica clara a preocupação de Keynes em separar em dois momentos a decisão do poupador: 1) decisão de poupar e 2) decisão de renunciar à liquidez, e a inversão da lógica poupança-investimento dos clássicos. Para Keynes, a poupança não é determinada pela taxa de juros, o papel da taxa de juros é influenciar a alocação da poupança entre os diferentes ativos financeiros já que o determinante da poupança é o investimento via multiplicador de gastos.

1.4 O papel da intermediação financeira na solução das falhas de mercado

No contexto neoclássico, entende-se por mercado eficiente o mercado completo, que opera em concorrência perfeita, e na qual todos os agentes têm acesso a todas as informações disponíveis. Mais especificamente, podemos definir o mercado financeiro e de capitais eficiente como um mercado organizado e desenvolvido onde todos os poupadores, investidores e intermediários financeiros têm pleno acesso a todas as informações relevantes existentes.

A hipótese de mercados eficientes é fundamental para que os agentes possam realizar o exercício da maximização intertemporal da utilidade; falhas na obtenção de informações podem gerar alocações ineficientes dos recursos. Com a plena distribuição de informações não ocorrerá uma alocação ineficiente de poupança, e tampouco um volume de poupança menor do que o potencial. (CARVALHO *et al*, 2000: 388)

Dentro dessa lógica, podem-se apontar três falhas que impediriam o funcionamento eficiente dos mercados financeiros:

- a) a incompletude dos mercados: mercados financeiros subdesenvolvidos impedem a adequada diversificação por parte dos agentes e conseqüentemente a compatibilização

entre poupadores e investidores, podendo gerar níveis de poupança e investimento menores do que o potencial;

b) falhas significativas na distribuição das informações: a assimetria de informações impede a alocação eficiente dos recursos;

1.4.1 Gurley e Shaw e a incompletude dos mercados

A teoria que privilegia a hipótese dos mercados incompletos foi desenvolvida por Gurley e Shaw em seus escritos semanais de 1955 e 1960. De acordo com esses autores, o modelo Keynesiano, visão que prevalecia nas últimas duas décadas, tratava a intermediação financeira de maneira bastante simplificada uma vez que limitava a sua análise ao curto prazo, o que não permitia o fluxo de fundos emprestáveis, a acumulação de dívidas e considerava somente dois tipos de ativos financeiros: a moeda e os títulos. (GURLEY E SHAW, 1955: 524-525).

Segundo esses autores, o financiamento das unidades deficitárias pode ocorrer através do autofinanciamento, do financiamento direto ou indireto. O autofinanciamento refere-se aos casos onde o próprio agente deficitário possui os recursos para se financiar seja com reservas de caixa ou lucros retidos. O financiamento direto ocorre quando os agentes deficitários (famílias, empresas ou o governo) emitem títulos primários e vendem esses títulos no mercado com os agentes superavitários obtendo os recursos que necessitam. Já o financiamento indireto ocorre quando os intermediários financeiros adquirem os títulos primários emitidos pelos agentes deficitários, e criam instrumentos de dívida que serão vendidos aos agentes superavitários, ou seja, os intermediários financeiros tomam emprestado junto aos agentes superavitários e em prestam aos agentes que necessitam de recursos (GAVIO, 2005: 17).

No modelo de Gurley e Shaw os intermediários financeiros são unidades especialistas em administrar portfólios, possuem as informações necessárias e, portanto, os seus ativos são superiores. Os intermediários financeiros alcançam um mercado muito maior que os próprios agentes deficitários na busca por um financiamento direto e, além disso, por apresentarem esse ganho de escala têm custo menor para administrar os recursos do que os agentes deficitários. Os intermediários financeiros possuem grande número de depositantes e clientes, possibilitando o surgimento de economias de escala de maneira que cada unidade de intermediação se especializa em um determinado ativo o que propiciaria o surgimento de um grande conjunto de ativos indiretos com características próprias. Dessa forma, a

institucionalização do mecanismo de poupança e investimento através do desenvolvimento de mercados financeiros sofisticados e um sistema de intermediação complexo, elimina o problema dos custos de transação e estimula o crescimento econômico. De acordo com GURLEY e SHAW (1955):

If spending on capital formation is directly financed, debt tends to accumulate “pari passu” with wealth. Economic development is retarded if only self-finance and direct finance are accessible, if financial intermediaries do not evolve. The primary function of intermediaries is to issue debt of their own, indirect debt, in soliciting loanable funds from surplus spending units, and to allocate these loanable funds among deficits units whose direct debt they absorb. GURLEY e SHAW (1955: 518-519)

É importante ressaltar que de acordo com a concepção neoclássica, os bancos e intermediários financeiros no modelo de Gurley e Shaw não são capazes de criar crédito, ou fundos emprestáveis. A atribuição principal dos intermediários financeiros é de otimizar a alocação dos recursos através da criação de diversos ativos financeiros que os agentes superavitários desejariam reter como uma recompensa pelo ato de postergar o gasto corrente, e dessa forma elevar o nível de investimento e poupança. (GURLEY e SHAW, 1955: 521).

Gurley e Shaw também apontaram para importantes distinções entre o grau de desenvolvimento dos mercados financeiros de países desenvolvidos e subdesenvolvidos e seus impactos sobre o ritmo de crescimento de suas economias. Enquanto os países desenvolvidos apresentavam um mercado financeiro sofisticado e um sistema de intermediação financeira complexo, os países subdesenvolvidos apresentavam mercados e intermediários financeiros pouco desenvolvidos, fato que, segundo a visão de tais autores corroborava o importante papel dos intermediários e dos mercados financeiros desenvolvidos para a alocação eficiente dos recursos e conseqüente dinamização das taxas de crescimento econômico (GÁVIO, 2005: 22).

A preocupação em estabelecer as relações entre os sistemas financeiros e o crescimento econômico levantadas por Gurley e Shaw perde espaço entre o início dos anos 60 até o final da década de 80. De acordo com GERTLER (1988: 562), o não desenvolvimento de linhas de pesquisa de destaque sobre o tema se deu basicamente devido a dois fatores:

- a) o teorema de Modigliani-Miller¹⁵, de 1958, que demonstrava a irrelevância do padrão de financiamento (seja autofinanciamento, financiamento direto ou indireto) dos agentes

deficitários em relação ao nível de investimento e poupança e portanto em relação ao ritmo do crescimento econômico. De acordo com Modigliani-Miller o financiamento constituía-se em uma variável passiva, simplesmente facilitando a realização do investimento e jamais o condicionando. Nessa visão, o agente deficitário não teria problemas para se financiar desde que o seu projeto apresentasse retorno. Em outras palavras, todo projeto viável do ponto de vista econômico também seria do ponto de vista financeiro. Esse resultado decorria dos seguintes pressupostos: a oferta de fundos é infinitamente elástica; existe perfeita simetria de informações; dadas as características dos mercados sempre é possível captar recursos através da emissão de novas ações; e, a estrutura de capital dos agentes deficitários não impõem restrições à utilização de qualquer forma de financiamento.

b) a ênfase dada, a partir dos anos 70, à análise da macroeconomia com base em seus microfundamentos. A macroeconomia fundamentada nos microfundamentos baseia-se em modelos dinâmicos cujos resultados advém das condições de primeira ordem da maximização da utilidade dos indivíduos e dos lucros das firmas. Tais resultados dependem das preferências e da tecnologia da economia, mas são invariantes à escolha da política macroeconômica.

1.4.2 A economia da informação

Em consonância com a teoria macroeconômica em vigor nos anos 70, surge a teoria da Economia da Informação¹⁶ explorando os efeitos das imperfeições de informações sobre o funcionamento dos mercados, em especial dos mercados financeiros. Essa corrente de pensamento afirmava que as informações imperfeitas decorriam das falhas de mercado de natureza microeconômica e o papel dos intermediários financeiros seria o de minimizar o problema da assimetria de informações (ALDRIGHI, 1997: 29).

Em mercados com informação imperfeita as taxas de juros não se igualam à produtividade marginal do capital e não há equilíbrio competitivo com eficiência alocativa. A assimetria de informações entre os agentes superavitários e deficitários gera uma situação em que os emprestadores se recusam a fazer empréstimos mesmo que os agentes deficitários

¹⁵ Para maiores detalhes ver Modigliani F.; Miller, M. H., The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. American Economic review, vol. 59, n. 5, 1969.

¹⁶ Pode-se dar destaque para os seguintes autores que colaboraram para o surgimento desta teoria: Joseph E. Stiglitz, Andrew Weiss, George A. Akerlof, Ben Bernanke e Mark Gertler, entre outros.

estejam dispostos a pagar taxas de juros mais altas, ou seja, acaba induzindo a um excesso de demanda por crédito que é incapaz de induzir os emprestadores a elevarem o seu preço (taxa de juros) e dessa forma atingir o equilíbrio. Surge assim, o chamado “acionamento de crédito” e os problemas da seleção adversa e do risco moral. (ALDRIGHI, 1997: 67-68).

O racionamento de crédito é entendido por STIGLITZ e WEISS (1981: 394) como aquele que ocorre nas seguintes situações:

a) entre tomadores de empréstimos idênticos, alguns irão obter os recursos demandados e outros não; e aqueles que não obtiveram os recursos desejados não o conseguiriam mesmo que se propusessem a pagar taxas de juros maiores;

b) quando existe um conjunto de tomadores de empréstimos que, dado um volume ofertado de recursos, não conseguem obter os empréstimos demandados independente de qual é a taxa de juros sendo cobrada. Porém, se ocorrer um aumento na oferta de fundos emprestáveis tais tomadores conseguiriam obter os empréstimos desejados.

De acordo com Stiglitz e Weiss (1981: 393), o racionamento de crédito é uma condição usual do mercado financeiro, uma característica do equilíbrio dos mercados de fundos emprestáveis. Para esses autores, o racionamento de crédito decorre dos efeitos causados pela seleção adversa e princípio do incentivo (ou risco moral) sobre as condições de risco e retorno do portfólio dos intermediários financeiros; e os problemas de seleção adversa e do princípio do incentivo decorrem, por sua vez, da ocorrência de informação imperfeita nos mercados.

O problema da seleção adversa surge como consequência do fato de que cada tomador apresenta diferente distribuição de probabilidade de pagar o empréstimo tomado, ou seja, o risco associado a cada tomador é diferente e, dadas as assimetrias de informação entre tomadores e emprestadores, o perfil de risco-retorno de cada tomador não pode ser captada de maneira satisfatória pelos intermediários financeiros. Dessa forma, os intermediários financeiros utilizam mecanismos de triagem de seus tomadores no intuito de selecionar os bons pagadores. Nesse sentido, a taxa de juros que será cobrada pelos intermediários financeiros funciona como um desses mecanismos de triagem: os tomadores que estiverem dispostos a pagar taxas de juros elevadas são aqueles que apresentam maior risco e, portanto, maior probabilidade de *default*. (GAVIO, 2005: 77).

Assim, os intermediários financeiros podem optar por racionar o crédito ao invés de elevar as taxas de juros cobradas. O racionamento da oferta de fundos emprestáveis pode

ocorrer através redução na oferta de recursos propriamente dita, ou através das alterações das condições de empréstimos via exigência de colaterais ou mudanças nos prazos de maturação dos empréstimos. Nesse modelo, a elevação da taxa de juros, com o intuito de equilibrar o mercado de fundos emprestáveis, afetaria negativamente o *mix* de tomadores, afastando os de menor risco e retorno e incentiva que os tomadores a empreenderem projetos com menores probabilidades de obterem sucesso, porém com maiores retornos caso sejam alcançados (CANUTO e FERREIRA JR., 2003: 201-202).

Percebe-se, então, que na presença de racionamento de crédito o equilíbrio se dá pela variação da quantidade e não via preço, e, portanto, a taxa de juros vigente não é a taxa de equilíbrio no sentido de ter todos os agentes deficitários atendidos em suas demandas por empréstimos. Assim sendo, a teoria da economia da informação traz à tona a possibilidade de equilíbrios não-walrasianos¹⁷, com racionamento de crédito e extra preço:

(...) in the model presented below there are interest rates at which the demand for loanable funds equals the supply for loanable funds. However, these are not, in general, equilibrium interest rates. If at those rates, banks could increase their profits by lowering the interest rate charged borrowers, they would do so. (STIGLITZ e WEISS, 1981: 394)

Ou mais adiante:

The law of supply and demand is not in fact a law, nor should it be viewed as an assumption needed for competitive analysis. It is rather a result generated by the underlying assumptions that prices have neither sorting nor incentive effects. The usual result of economic theorizing: that prices clear markets, is model specific and is not a general property of markets – unemployment and credit rationing are not phantasms. (STIGLITZ e WEISS, 1981: 409)

De acordo com Canuto e Ferreira Jr. (2003: 202-203), a elevação da taxa de juros não necessariamente implicaria uma elevação do retorno por parte dos intermediários financeiros já que aumenta probabilidade de falência dos tomadores. Se o retorno esperado pelos intermediários financeiros não for uma função monotônica da taxa de juros, ou seja, se o retorno não variar no mesmo sentido que uma dada variação na taxa de juros, haverá racionamento de crédito. No contexto do paradigma da economia da informação a não-

¹⁷ O equilíbrio walrasiano entendido como aquele que ocorre quando a oferta e demanda por empréstimos se igualam.

monotonicidade entre retornos esperados e taxas de juros ocorrerá sempre que houver os problemas de seleção adversa e risco moral advindos dos mercados imperfeitos.

1.5 A teoria da repressão financeira

A teoria da repressão financeira baseou-se, originalmente, em uma visão pré-keynesiana da relação entre poupança e investimento e na rigidez institucional do mercado financeiro (seja de política econômica ou administrativa) que impedia a obtenção do equilíbrio. De um lado, a idéia da necessidade de poupança acumulada *ex ante* para se financiar os investimentos (em consonância com a visão convencional apresentada na seção 1.1 deste capítulo), e de outro, uma economia pautada pela intervenção do Governo estipulando uma série de regulamentos e controles sobre o mercado financeiro comprometendo a racionalidade do processo de alocação de recursos (CINTRA, 1999: 57; HERMANN, 2003 (b): 138).

De acordo com McKinnon (1973: 56), nas economias pobres e fragmentadas¹⁸ “não é possível tirar conclusões elegantes e de equilíbrio geral” condizentes com a teoria neoclássica: os mercados financeiros dos países em desenvolvimento operam de maneira fragmentada, onde a intervenção governamental seletiva faz com que os agentes econômicos se deparem com diferentes preços para os mesmos serviços, distorcendo as rentabilidades dos ativos de capital e ativos financeiros, contribuindo para a formação de uma estrutura produtiva ineficiente e comprometendo o crescimento dos referidos países. Dessa forma, os conceitos de repressão financeira, fiscal e de comércio exterior (e o modelo de liberalização financeira) foram desenvolvidos especificamente para as economias em desenvolvimento, no início dos anos 70, e tem por fundamentação teórica os trabalhos, publicados paralelamente, de Shaw (1973) e McKinnon (1973) (CINTRA, 1999: 32).

A expressão “repressão financeira” advém do argumento de que as economias em desenvolvimento apresentam mercados financeiros pouco desenvolvidos e as relações de débito e crédito são restritas fazendo com que a principal fonte de financiamento do investimento seja o autofinanciamento. De acordo com Cintra (1999: 36):

A prática de políticas restritivas perante o mercado de capitais produziria uma situação de repressão financeira, ou seja, implicaria níveis reduzidos de ativos monetários e de poupança financeira diante do produto nacional bruto.

¹⁸ A economia é fragmentada quando o sistema de preços não reflete a verdadeira escassez econômica, ou seja, as empresas e famílias estão tão isoladas que se deparam com preços diferentes para terra, trabalho, capital e bens produzidos (McKinnon, 1973: 5).

Isto seria reforçado pela associação com déficits fiscais financiados por emissão monetária. A elevação da inflação resultante deprimiria a demanda por ativos monetários, consolidando a preferência por consumo, por ativos reais (imóveis, terras, etc) e de risco (ouro, dólar, etc).”

Para resolver o problema da repressão financeira, McKinnon propõe a adoção do modelo de liberalização financeira, que não se restringia a órbita financeira, e tinha como pontos principais: a liberalização do comércio exterior, manutenção da taxa de câmbio sob controle a liberalização da taxa de juros, a extinção dos controles seletivos de crédito (em especial das operações de redesconto entre o Banco Central e bancos comerciais), a reforma tributária, entre outros. O objetivo é instituir uma estratégia de crescimento baseada na plena liberalização dos mercados financeiros, da eliminação das restrições ao comércio exterior e da eliminação da insuficiência fiscal. A partir dos anos 80, o modelo de liberalização financeira se tornou um importante referência teórica e política, e desde então em orientado diversos programas de reforma financeira em diversos países em desenvolvimento (BIANCARELI, 2007: 73; CINTRA, 1999: 41-47; HERMANN, 2003(b): 139):

Nesse novo modelo financeiro, pautado pelas forças de mercado, ocorreria a alocação ótima de recursos de poupança e capital produtivo. O modelo de Shaw-McKinnon tem como principal premissa a idéia de que existe uma correlação positiva entre a taxa de juros real e o crescimento econômico; correlação esta intermediada através de dois canais (BIANCARELI, 2007: 73):

- 1) a taxa de juros real define as decisões entre poupar e gastar, e a poupança, por sua vez, define o montante de financiamento à disposição dos agentes, e este irá influenciar o volume de investimento agregado e conseqüentemente a taxa de crescimento da economia. Este raciocínio é condizente com a “teoria dos fundos emprestáveis” apresentada na seção 1.1 do capítulo 1;
- 2) uma taxa de juros real elevada torna a seleção de projetos de investimento mais eficiente, dando preferência aos projetos de maior retorno e riscos, em detrimento dos projetos de menores retornos e riscos.

Busca-se o aprofundamento financeiro através do aumento da propensão a poupar e da qualidade da formação de capital. Para tanto, a liberalização financeira propõe taxas de juros reais elevadas, pois entende que as dificuldades de financiamento (e portanto, de geração de

poupança) refere-se à insuficiência de remuneração adequada. Em outras palavras, taxas de juros reais elevadas estimulariam a poupança e viabilizariam taxas de retorno acessíveis ao investimento, discriminando-os de forma mais efetiva. Nesse sentido, o mercado financeiro e de capitais contribuiria positivamente para o crescimento econômico ao romper os limites do autofinanciamento. (CINTRA, 1999: 40-41; HERMANN, 2003 (a): 253).

O modelo de liberalização financeira propõe como causa das baixas taxas de juros real a existência de sistemas financeiros reprimidos pela intervenção governamental que determina quais instituições financeiras podem operar e em quais condições; restrições na estrutura de propriedade de bancos e outros intermediários financeiros; e, controles sobre os movimentos internacionais de capital. Algumas medidas para elevar as taxas de juros reais e resolver o problema da repressão financeira recomendadas pela literatura sobre a liberalização financeira são: a) eliminação dos controles sobre o crédito; b) desregulamentação das taxas de juros; c) autonomia bancária; d) liberalização dos fluxos internacionais de (para absorção da poupança externa); entre outras (BIANCARELI, 2007: 74).

1.6 Desenvolvimentos recentes

A partir da década de 90 a preocupação com a determinação das relações entre os fatores financeiros e crescimento econômico voltam a ocupar posição de destaque no âmbito da teoria macroeconômica. No final dos anos 80 os avanços computacionais associados à disponibilidade de bancos de dados para um número significativo de países, impulsionou a realização de estudos empíricos tais como:

- a) realização de “*surveys*” comparativos entre as estruturas financeiras (orientada pelo sistema bancário ou mercado de capitais) de diferentes países e seus impactos sobre o crescimento;
- b) utilização de modelos econométricos para investigar relações de causalidade entre aprofundamento financeiro e o crescimento econômico;
- c) ênfase ao papel desempenhado pela atuação local do setor financeiro, como por ex, em relação a acessibilidade a instrumentos financeiros;

d) análise de aspectos legais e regulatórios como itens fundamentais para a eficiência dos mercados financeiros e a promoção do crescimento econômico.

1.6.1 Estudos empíricos sobre a relação entre finanças e desenvolvimento

De acordo com Levine (2004: 2) a literatura empírica recente a respeito das relações entre os sistemas financeiros e o crescimento econômico, utilizam diferentes metodologias econométricas, tais como: análises de séries de tempo, técnicas utilizando dados de painel, regressões de crescimento entre países, estudos detalhados sobre países específicos e metodologias baseadas em fatores microeconômicos. Levine (2004: 3) afirma ainda, que todas essas diferentes técnicas apresentam deficiências, e chama a atenção em particular, para as *proxies* utilizadas para se estimar o desenvolvimento financeiro apontando que as mesmas não correspondem de maneira acurada aos conceitos advindos dos modelos teóricos. Assim sendo, o autor acredita que a literatura econômica ainda esteja distante de respostas definitivas para a relação entre os fatores financeiros e o crescimento da economia, ou seja, se os fatores financeiros influenciam o crescimento, e em caso afirmativo, como essa influência ocorre, ou se os fatores financeiros apenas acompanham a evolução da economia.

Apesar da ausência de unanimidade nos resultados obtidos e das falhas metodológicas verificadas, podem ser citadas três conclusões possíveis encontradas na literatura empírica: a) países que apresentam sistemas bancários e mercados de capitais mais desenvolvidos registram taxas de crescimento mais elevadas; porém, o fato de o país apresentar um mercado financeiro orientado por bancos ou pelo mercado de capitais é indiferente nesse caso; b) viés de simultaneidade não afeta essas conclusões; e, c) sistemas financeiros mais desenvolvidos flexibilizam as restrições impostas ao financiamento externo das empresas, fato que sugere que este seria um mecanismo através do qual os fatores financeiros influenciaram o crescimento. (LEVINE, 2004: 3)

Os trabalhos que analisam aspectos *cross-country* (ou entre países) acerca da relação entre finanças-crescimento tiveram como ponto de partida o trabalho de Goldsmith (1969) *Financial structure and development*, em que o autor comparava o valor dos ativos dos intermediários financeiros como proporção do produto nacional, para 35 países, no período entre 1860 e 1963. O seu trabalho assumia como hipótese que o tamanho do setor de intermediação financeira na economia apresentava correlação positiva com a qualidade de serviços financeiros oferecidos pelo setor. Apesar do trabalho de Goldsmith ter apontado uma correlação entre desenvolvimento financeiro e o nível de atividade econômica, não foi capaz

de encontrar solução para inúmeros problemas encontrados no estudo, tais como: a) o sentido da causalidade entre os fenômenos desenvolvimento financeiro e crescimento econômico; b) não examinou a relação entre desenvolvimento financeiro e aumento da produtividade e acumulação de capital, fatores apontados como relevantes pela teoria; c) não controlou outros fatores que influenciam o crescimento econômico; entre outros.

Dessa forma, estudos da década de 90 procuraram resolver as lacunas deixadas pelo trabalho de Goldsmith, em particular o trabalho de King e Levine (1993), *Finance and growth: Schumpeter might be right*. Nesse trabalho, King e Levine:

- a) ampliam a amostra para 77 países e fazem o levantamento dos dados entre os anos de 1960 e 1989;
- b) adotam o controle sistemático dos outros fatores que afetam o crescimento de longo prazo, tais como renda per capita, educação, estabilidade política, indicadores de política monetária e fiscal, entre outros;
- c) verificam os canais da acumulação de capital e crescimento econômico;
- d) constroem medidas adicionais para quantificar o nível de desenvolvimento financeiro; como por ex. a variável chamada *DEPTH* que corresponde aos passivos líquidos do sistema financeiro sobre o PIB (0,2 para o quartil com os países de menores taxas de crescimento e 0,6 para o quartil com os países de maiores taxas de crescimento), ou a variável *BANK* que relaciona a totalidade de crédito concedido pelos bancos comerciais a crédito bancário mais os ativos domésticos do banco Central, e também a variável *PRIVY* que relaciona o crédito fornecido para as empresas privadas sobre o PIB.
- e) analisam se o nível de desenvolvimento financeiro é capaz de prever o crescimento de longo prazo, a acumulação de capital e o crescimento da produtividade. Para tanto, constroem 3 indicadores de crescimento: a taxa de crescimento médio do PIB per capita em termos reais (a diferença entre o quartil com os países de menores taxas de crescimento e o quartil com os países com maiores taxas de crescimento é de 5% por ano no intervalo de 30 anos da amostra); a taxa de crescimento médio do estoque de capital per

capita; e, o crescimento da produtividade total, como uma relação entre as duas medidas anteriores.

Assim, estimam as seguintes regressões baseadas no dados *cross-section* dos 77 países:

$$G(j) = \alpha + \beta F(i) + \gamma X + \varepsilon$$

onde:

$F(i)$ = representa o valor do i -ésimo indicador do desenvolvimento financeiro médio no período de 1960-1989;

$G(j)$ = representa o valor do j -ésimo indicador de crescimento médio no período de 1960-1989;

X = matriz de controle de outros fatores associados ao crescimento econômico.

Entre as suas principais conclusões, o trabalho indica:

- a) a existência de uma forte relação entre os indicadores financeiros (*PRIVY*, *DEPTH* e *BANK*) e os 3 indicadores de crescimento citados;
- b) o indicador financeiro *DEPTH* em 1960 é um bom previsor para os 3 indicadores de crescimento construídos, nos 30 anos subsequentes;
- c) a relação entre o estágio inicial de desenvolvimento do setor financeiro e o crescimento da economia é significativa; por ex. o estudo faz uma simulação para o caso da Bolívia e afirma que se o indicador *DEPTH* inicial para a Bolívia fosse, em 1960, de 23% (equivalente à média dos países desenvolvidos), ao invés de 10%, a sua taxa de crescimento anual teria sido elevada em aproximadamente 0,4%.

Apesar de apontar relações importantes entre os fatores financeiros e o crescimento econômico, o estudo de King e Levine (1993) não indica as relações de causalidade entre as variáveis e concentra-se apenas nos indicadores do sistema bancário deixando de lado as

demais instituições do sistema financeiro, bem como os instrumentos financeiros característicos do mercado de capitais.

Em relação à influência do mercado de capitais sobre o crescimento, Levine e Zervos (1998) em *Stock markets, banks and economic growth* propuseram vários indicadores que buscassem mensurar o desenvolvimento do mercado de ações e permitissem estabelecer relações com o crescimento econômico, acumulação de capital e crescimento da produtividade. Para tanto, utilizaram uma amostra com 42 países no período entre 1976-1992 e controlaram as outras variáveis relacionadas ao crescimento, incluindo o desenvolvimento do setor bancário.

Entre os principais resultados, o estudo indicou que o estágio inicial de liquidez do mercado acionário e do desenvolvimento bancário apresenta correlação positiva com as taxas de crescimento nos anos subsequentes, indicando que a liquidez do mercado acionário cria condições favoráveis ao crescimento de longo prazo. Além disso, a magnitude dos coeficientes encontrados se mostraram significativos, ou seja, simulando-se a elevação, na proporção de um desvio padrão, tanto da liquidez do mercado de ações quanto do desenvolvimento do setor bancário, transcorridos os 18 anos do estudo, o PIB real per capita aumentaria em quase 30% e a produtividade em aproximadamente 25%.

Outro resultado importante encontrado pelos autores é que a correlação entre o tamanho do mercado acionário - medido em termos de seu *market capitalization* (valor das empresas listadas na bolsa) dividido pelo PIB, e os indicadores de crescimento, acumulação de capital e produtividade - não é robusta, ou seja o fato do tamanho do mercado acionário ser maior ou menor não influencia a alocação dos recursos e o crescimento econômico.

Algumas deficiências, porém, podem ser apontadas no estudo de Levine e Zervos (1998): a) a questão da causalidade entre as variáveis não foi verificada; b) as dificuldades encontradas na construção de indicadores que medissem de maneira adequada a liquidez do mercado acionário; c) os indicadores de liquidez dos mercados referem-se às transações realizadas nas bolsas locais; d) não consideram os demais componentes do setor financeiro, como o mercado de títulos e os serviços financeiros realizados por instituições não financeiras; e) o mercado acionário, além de ser importante devido ao seu papel de fornecer liquidez ao sistema, também disponibilizam instrumentos para operações de *hedge* e diversificação do risco idiosincrático (inerente à natureza do projeto) associado aos projetos individuais, de indústrias, setores e países, em outras palavras poderia se dizer que existem poucos estudos que relacionam os serviços de diversificação de risco com o crescimento de longo prazo da economia.

Verifica-se, então, que tanto o trabalho de Levine (1993) quanto o trabalho de Levine e Zervos (1998) não trataram da questão da causalidade entre as variáveis. Da maneira como os referidos estudos foram desenvolvidos, os fatores financeiros aparecem mais próximos de um indicador antecedente (aquele indicador que antecipa o movimento da atividade econômica) do que de uma causa para o crescimento econômico. Para resolver essa questão, Levine (1998, 1999) e Levine, Loayza e Beck (2000) utilizam indicadores de origem do sistema legal dos países (se derivam do sistema inglês, francês, alemão ou escandinavo) como variáveis instrumentais. A utilização de variáveis instrumentais que explicam as diferenças de desenvolvimento financeiro entre os países, mas que não são correlacionadas ao crescimento econômico, permite avaliar se a relação entre os fatores financeiros e o crescimento da economia é condicionada pelo viés de simultaneidade.

Assim, Levine (1998, 1999) e Levine, Loayza e Beck (2000) avaliam os efeitos da origem do sistema legal de determinado país sobre o cumprimento e eficiência das leis, e em seguida, sobre o desenvolvimento financeiro. Nesses modelos, a origem do sistema legal é tratada como uma variável exógena uma vez que na maioria dos países o sistema legal foi fruto de ocupações ou movimentos de colonização. O trabalho de Levine, Loayza e Beck (2000) utilizou uma amostra de 71 países e estimou a seguinte regressão baseada no método de momentos generalizados:

$$G(j) = \alpha + \beta F(i) + \gamma X + \varepsilon$$

Onde:

$G(j)$ = taxa de crescimento do PIB per capita no período de 1960-1995;

Z = indicadores da origem do sistema legal que são utilizados como variáveis instrumentais para as medidas de desenvolvimento financeiro $F(i)$;

X = matriz de controle de outros fatores associados ao crescimento econômico tratada como variável exógena.

O estudo de Levine, Loayza e Beck (2000) utiliza determinadas condições lineares do método de momentos de maneira que as variáveis instrumentais (Z) sejam não correlacionadas ao erro, o que equivale dizer que a variável “origem do sistema legal” afeta o crescimento do PIB per capita somente através dos indicadores de desenvolvimento financeiro e das variáveis da matriz X . O trabalho de Levine, Loayza e Beck (2000) propõe, ainda, a

ampliação e melhoria dos indicadores de desenvolvimento financeiro utilizados em Levine (1993) através da deflação dos indicadores dos fatores financeiros e da incorporação de um indicador geral para o desenvolvimento financeiro, o *Crédito privado* que é igual ao montante total de crédito fornecido pelas instituições financeiras ao setor privado dividido pelo PIB. Como era de se esperar, o indicador *Crédito privado* apresentou significativa variância entre os países da amostra. Em países como o Zaire, Serra Leoa, Gana, Haiti e Síria, o indicador *Crédito privado* ficou em torno de 10%, e em países como a Suíça, Japão, Estados Unidos, Suécia e Países Baixos ficou um pouco acima de 85%.

Entre os principais resultados, o estudo aponta para uma conexão muito forte entre o componente exógeno do desenvolvimento financeiro e o crescimento de longo prazo da economia. As condições de ortogonalidade não foram rejeitadas e os instrumentos para a origem do sistema legal (Z) apresentaram correlação elevada com os indicadores de desenvolvimento financeiro, o que sugere que o uso das variáveis instrumentais é adequado e portanto, a relação entre desenvolvimento financeiro e crescimento não pode ser explicado através do viés de simultaneidade. Além disso, o trabalho indica que o desenvolvimento do sistema financeiro gera impactos significativos sobre a economia. Como exemplos cita o caso da Índia e da Argentina: se o indicador de *Crédito privado* na Índia, para o período de 1960-1995 fosse de 25% do PIB (média, no período, para os países desenvolvidos), ao invés de 19,5% do PIB, a taxa de crescimento do PIB real teria aumentado em 0,6% por ano; no mesmo sentido, se o *Crédito privado* na Argentina aumentasse dos 16% registrados para a média dos países desenvolvidos, a taxa de crescimento do PIB real teria sido elevada em mais de 1% ao ano. Por fim, é importante destacar que esse estudo (assim como os anteriores) é ilustrativo, uma vez que não indicam como desenvolver os sistemas financeiros, apenas apontam os resultados de simulações.

Os estudos empíricos que utilizam dados de painel apresentam algumas vantagens em relação aos estudos baseados em *cross section* “puro”, entre as quais: a) possibilita a análise dos dados tanto em termos de variações temporais quanto em termos de variações *cross section*; b) evita o problema de se estimar coeficientes viesados quando se realiza regressões com dados entre países; e, c) permite o uso de variáveis instrumentais para todos os regressores de maneira que as estimativas para a relação finanças-crescimento se tornam mais precisas.

Levine, Loayza e Beck (2000) utilizam o método de momentos generalizados em dados de painel e obtém a seguinte equação em diferenças para a regressão:

$$y_{it} = \alpha' X_{i,t-1}^1 + \beta' X_{i,t}^2 + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{i,t}$$

onde:

y = variável dependente;

X^1 = conjunto das variáveis explicativas defasadas

X^2 = conjunto das variáveis explicativas

μ_i = efeito em país específico não observado

λ = efeito temporal específico

ε = termo de erro

i = representa cada país

t = representa cada período de tempo de 5 anos.

Utilizando o mesmo método econométrico e a mesma base de dados (ou seja, uma amostra de 74 países no período entre 1960-1995), Rioja e Valev (2004a, 2004b) encontraram os seguintes resultados: a) em países ricos o sistema financeiro atua primordialmente na aceleração do crescimento da produtividade, enquanto que em países pobres influencia a aceleração da acumulação de capital; e, b) os impactos referidos são não lineares: países com baixo desenvolvimento financeiro apresentam pequena aceleração do crescimento em resposta de um aumento marginal do desenvolvimento financeiro; enquanto que os países ricos registram efeitos mais elevados, e países de renda média apresentam retornos maiores ainda. Segundo Rioja e Valev (2004 b: 430), algumas hipótese podem ser levantadas para justificar a não linearidade dos efeitos das finanças sobre os diferentes países: em relação aos países mais pobres, grande parte dos argumentos aponta para a importância das economias de escala no processo de alocação de recursos em projetos com retornos elevados. Uma vez que tais projetos geralmente não podem ser divididos em partes menores, o sistema financeiro deve apresentar um tamanho mínimo que possibilite o financiamento dos mesmos.

Ainda de acordo com Rioja e Valev (2004 b: 429-431), a maior disponibilidade de instrumentos e instituições financeiras reduzem os custos de transação e de informação da economia, como os custos relacionados à coleta de informações e análise de projetos de investimento, além de facilitar a realização de operações de *hedge*, transações comerciais e administração dos riscos associados à realização de investimentos. De maneira complementar, Rousseau e Wachtel (2002) mostram que o impacto positivo do desenvolvimento financeiro sobre o crescimento diminui em ambientes com inflação elevada.

Existe também uma vasta literatura que utiliza técnicas de séries de tempo, como testes de causalidade de Granger ou vetores autoregressivos (VAR), para verificar a relação entre finanças e crescimento. Inicialmente tais estudos ressaltavam a importância de se obter indicadores mais precisos para medir o grau de desenvolvimento financeiro de um país. Um dos argumentos era o fato de que estudos que apresentavam medidas mais acuradas para o desenvolvimento financeiro tendiam a indicar um impacto maior proveniente das finanças sobre o crescimento. Assim, esses estudos propuseram novas medidas para o desenvolvimento tais como a relação entre a quantidade de moeda sobre o PIB; o valor adicionado pelo sistema financeiro ao invés de simples medidas do tamanho do setor financeiro; e encontraram relações de causalidade entre as variáveis que propunham que o seu sentido era duplo, especialmente para países em desenvolvimento; ou ainda que apontassem que o sentido da causalidade era dos fatores financeiros para o crescimento. Estudos utilizando VAR identificaram, ainda, os efeitos cumulativos das finanças sobre o crescimento, o que permitiu a rejeição da hipótese de que as finanças simplesmente acompanham o crescimento econômico, e adicionalmente, apontou que o desenvolvimento financeiro é importante para o crescimento de longo prazo.

Uma outra forma de se verificar a interação entre as variáveis financeiras e o crescimento são: a realização de estudos detalhados sobre países específicos; e, estudos baseados em fundamentos microeconômicos. Nesse caso, os trabalhos realizados apontaram, por ex, para como as diferenças regionais relativas aos serviços financeiros oferecidos afetam a atividade econômica das diferentes regiões dentro de um mesmo país. Segundo Guido, Sapienza e Zingales (2002), que estudaram as diferenças regionais na Itália e concluíram que o desenvolvimento financeiro local aumenta a probabilidade de um indivíduo abrir um novo negócio; aumenta a competição industrial; e, estimulam o crescimento das empresas, em especial das pequenas e médias, já que as grandes têm maior facilidade para captar recursos fora da região em que estão localizadas. Os trabalhos baseados em aspectos microeconômicos, por sua vez, confirmam a hipótese de que sistemas financeiros mais desenvolvidos facilitam a captação externa por parte das empresas, dando destaque a um dos canais através dos quais o desenvolvimento das finanças influencia o crescimento econômico.

Os estudos empíricos apresentados nesta seção apontam para a existência de inúmeros canais através dos quais a emergência de instrumentos, mercados e instituições financeiras afetam e são afetadas pelo crescimento econômico. Tais estudos, sem sua maior parte, apesar de visões controversas e submetidos a significativas restrições, indicam a existência de uma forte relação entre o funcionamento do sistema financeiro e o crescimento de longo prazo.

Por fim, Levine (2004: 85) afirma que tanto a evidência empírica quanto a teoria ainda não foram capazes de determinar, de maneira conclusiva, se os fatores financeiros apenas respondem ao processo de crescimento econômico, ou se o desenvolvimento financeiro influencia de maneira direta o crescimento da economia.

1.6.3 Aspectos legais e regulatórios

Uma das explicações apontadas para o baixo volume de crédito em países em desenvolvimento é a falta de proteção dos direitos dos credores e dos direitos de propriedade e regra da lei (*rule of law*) em geral, questionando o poder do Estado em fazer leis e administrar a Justiça.

De acordo com essa tese, a incerteza jurisdicional reflete um viés anticredor que se manifesta na possibilidade de alterações nos valores dos contratos financeiros durante a sua vigência ou no momento de sua cobrança, ou ainda, de decisões judiciais desfavoráveis aos credores. Uma vez que a incerteza jurisdicional é difícil ser quantificada, não há como ser compensada por um prêmio de risco, especialmente no caso de prazos mais longos. Assim sendo, inibiria a oferta privada voluntária de financiamento de longo prazo (BACHA, 2005: 169).

Além da incerteza, existe também o aspecto da ineficiência judicial que envolve a morosidade das decisões, o custo de uso da Justiça e o risco embutido na falta de imparcialidade e previsibilidade. Particularmente a morosidade da justiça, causada principalmente pelos complexos procedimentos legais que regulam a cobrança judicial de empréstimos e que acabam por permitir muitas formas para se adiar a decisão, é vista pelos empresários como o principal problema na cobrança judicial de empréstimos inadimplentes e afetam negativamente o mercado de crédito de 3 formas: a) como as execuções de dívidas na justiça são muito lentas acabam por alongar o prazo de pagamento; b) reduz significativamente o valor das garantias como proteção contra a inadimplência; geralmente o valor do colateral não acompanha o valor da dívida ou em muitos casos simplesmente desaparecem enquanto o caso está sendo julgado alongando ainda mais o processo judicial; e, c) incentiva os devedores a usar o judiciário como uma forma de postergar o pagamento de suas dívidas. (PINHEIRO, 2003: 34).

Corroborando o exposto acima, Pinheiro e Cabral (1999: 3) afirmam que a existência de contratos financeiros seguros, ou seja, cujos direitos estejam garantidos, são essenciais tanto para que os bancos e demais instituições financeiras realizem a sua função de dar crédito, de

emprestar, quanto para que as empresas e famílias desejem realizar os empréstimos. No mesmo sentido, La Porta *et al* (1998) afirmam que o ambiente legal desenvolvido estimula o maior desenvolvimento do mercado de capitais.

2. O DEBATE SOBRE O FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO NO BRASIL

A literatura econômica sobre o financiamento de longo prazo no Brasil indica um consenso em relação ao baixo desenvolvimento tanto do mercado de capitais quanto das operações de longo prazo no mercado de crédito:

A carência de mecanismos privados de financiamento de longo prazo é uma antiga e conhecida limitação do sistema financeiro brasileiro, que, recorrentemente impõe limites ao crescimento econômico do país. O problema resiste, inclusive, a algumas tentativas governamentais de solução, entre elas, a ampla reforma financeira de 1964 a 1967 e a reforma bancária de 1988. (...) as reformas fracassaram, flagrantemente, no sentido de promover o desenvolvimento de um sistema privado de financiamento de longo prazo:

- o mercado de capitais não se tornou uma fonte importante de financiamento para as firmas;
- os bancos de investimento e, a partir de 1988, também os bancos múltiplos, não se tornaram ofertantes ou intermediários de fundos de longo prazo, mas sim de capital de giro, atuando, portanto, de forma semelhante a simples bancos comerciais. (HERMANN, 2003: 240-242)

Decorreu daí a predominância histórica do autofinanciamento das empresas, do financiamento com recursos públicos ou com recursos do exterior, na forma de crédito ou de investimento das matrizes das empresas estrangeiras:

São velhas conhecidas as críticas da incapacidade, particularmente do sistema bancário, espinha dorsal do Sistema Bancário Nacional, em ofertar crédito às empresas, especialmente o de longo prazo, que permitiria a elas financiar a acumulação de capital produtivo com mais segurança. É observação frequentemente ouvida a de que apenas o BNDES oferece recursos de longo prazo à indústria, assim como apenas o Banco do Brasil apoiaria o investimento agrícola. (CARVALHO, 2005: 17)

Para as empresas brasileiras, praticamente o único provedor de crédito de longo prazo foi sempre o BNDES e os recursos dos fundos compulsórios:

Historicamente, o financiamento do desenvolvimento econômico brasileiro dependeu dos fundos de poupança compulsória, administrados pelo BNDES e pela Caixa Econômica Federal, e da captação de recursos externos, uma vez que não se desenvolveu no país um sistema de financiamento de longo prazo. (...) Apesar das transformações ocorridas nos anos 90 e, especificamente, após o Plano Real, esse padrão de financiamento foi mantido. (PRATES *et al*, 2000: 86)

Mesmo com o fim da inflação crônica e elevada, o esperado alongamento das linhas de crédito e dos valores mobiliários não ocorreu, limitando-se à ampliação das colocações de debêntures. A frustração com o desempenho posterior ao Plano Real parece confirmar que se trata de problema bem mais profundo, impossível de ser resolvido apenas com a estabilização dos preços e o fim das receitas inflacionárias dos bancos.

O que talvez a maioria dos analistas não imaginasse era que a inflação baixa e controlada comprovadamente uma condição necessária para o alongamento dos títulos, estivesse tão longe de uma condição suficiente para que isso acontecesse. A hiperinflação foi derrotada pelo Plano Real há mais de onze anos, mas os progressos no alongamento dos mercados de renda fixa público e privados permanecem bastante distantes do que se esperava e (...) aquém do que os outros países emergentes conseguiram realizar. (GARCIA, 2006: 94)

A consciência destas limitações leva por vezes a manifestações próximas de uma certa perplexidade pela ausência de perspectivas claras sobre o que fazer diante do problema:

(...) o financiamento da retomada dos investimentos e do desenvolvimento terá de se dar em bases diversas daquelas que sustentaram o período de expansão do pós-segunda guerra. Do famoso tripé capital público/capital estrangeiro/capital privado doméstico, do primeiro pouco ou nada se espera, e o segundo é visto com reservas, dados os compromissos que engendra. Resta o apelo ao capital privado nacional, tradicionalmente visto, contudo como o elo mais fraco dessa corrente. (CARVALHO, 2003: 1)

Este capítulo discute a questão do financiamento de longo prazo no Brasil em duas seções. Na primeira, apresenta-se um breve histórico do sistema financeiro brasileiro, com vistas a identificar possíveis explicações para os problemas a partir das peculiaridades da trajetória nacional na área. Na segunda é analisado o debate recente, com uma tentativa de identificação e classificação das principais teses apresentadas. Na terceira, apresenta-se um breve histórico do sistema financeiro brasileiro, com vistas a identificar possíveis explicações para os problemas a partir das peculiaridades da trajetória nacional na área.

2.1 Um breve quadro histórico

2.1.1 Período colonial e a economia primário-exportadora

A formação de um sistema monetário no Brasil teve início no final do período colonial (1500-1822), com a chegada da família real portuguesa em 1808. O período anterior a essa

data foi marcado por um conjunto de moedas metálicas (ouro, prata e cobre) que não constituíam um sistema monetário propriamente dito, mas sim o instrumento de trocas colonial português. Dessa forma, não existiam nesse período instituições monetárias¹⁹ e tampouco existia algo a que se pudesse chamar de papel-moeda²⁰ (VIEIRA, 1981: 33; PELÁEZ e SUZIGAN, 1981: 38).

De acordo com Vieira (1981: 35-36) a economia durante o período colonial era pouco desenvolvida e fechada: os portos eram mantidos fechados ao comércio internacional, dado que Portugal tinha o monopólio de comércio com o Brasil, e a criação de indústrias era proibida. Além disso, a economia era baseada no trabalho escravo e havia pouca necessidade de pagamento de salários em moeda. Assim sendo, predominava o regime de trocas diretas e a moeda (ainda que presente de maneira precária) só se acumulava nas grandes cidades, nas mãos dos ricos que a entesouravam.

Mais especificamente, em relação à circulação monetária, quando da chegada da família real, o Brasil era dividido em três zonas: as cidades comerciais do litoral, a região mineira e o restante do país. Todas as transações com a Metrópole ocorriam nas cidades, e estas concentravam, portanto, a maior parte da moeda existente; a região mineira submetia-se a um regime especial; e no resto do país predominava a atividade agrícola, a economia vivia de seus próprios recursos e não necessitava de moeda (CALÓGERAS, 1960: 16-18).

Ainda sobre o estado da circulação monetária em 1808, pode-se dizer que este era anárquico: as peças coloniais, criadas em 1695²¹ para circulação exclusiva no Brasil, eram cunhadas com 10% de acréscimo sobre as similares portuguesas; as moedas de ouro e prata, considerando-se somente as moedas legítimas, apresentavam pelo menos 6 relações legais entre as mesmas; e, além disso, existiam barreiras de circulação na região mineira, que impediam o giro completo das moedas (VIEIRA, 1981: 48-50).

Com a chegada da Corte portuguesa, ocorreram importantes medidas no sentido de reformar a deficiente estrutura monetária vigente e modernizar a economia. Sob a influência das idéias de Cairu, Dom João VI estabeleceu, entre outras medidas: a abertura dos portos ao comércio exterior; o Tesouro real e o conselho financeiro; a completa liberdade de circulação das moedas e sua recunhagem; e o primeiro Banco do Brasil, que além de um banco comercial era também o primeiro órgão emissor. Os fatores econômicos que levaram ao

¹⁹ Com exceção para a Casa da Moeda fundada em 8/março/1694, criada inicialmente para fabricar moedas com o ouro proveniente das minerações.

²⁰ O único tipo de moeda que se aproximava do conceito de papel-moeda era o bilhete de permuta, criado em 13/maio/1803 e que se referia ao reconhecimento de depósito na Casa da Moeda (PELÁEZ e SUZIGAN, 1981: 38-39).

estabelecimento do primeiro Banco do Brasil advém da necessidade de uma instituição que financiasse as altas despesas do governo, da necessidade de saldos de capital líquido para financiar o comércio exterior, de capital de giro para estimular a exportação de manufaturados nacionais, e da necessidade de instituições que promovessem a intermediação de poupança e capital (de forma bastante rudimentar) (PELÁEZ e SUZIGAN, 1976: 39-40).

O primeiro Banco do Brasil podia emitir notas representativas, com garantia de conversibilidade de 100%, porém, para financiar os gastos da Corte, o banco passou a fornecer empréstimos que se tornaram preponderantemente fiduciários, e em 1821 ultrapassavam em seis vezes a garantia metálica, levando o banco a perder o seu direito de emissão em 1822, e em 1829, foi decretada a sua liquidação. De acordo com Vieira (1981:108), a emissão passa a ser responsabilidade do Tesouro e da Casa da Moeda, e continuou a ser utilizada como meio de atender às despesas extraordinárias e por vezes também às despesas ordinárias, comprometendo, dessa forma, o saneamento monetário do país.

Durante o período de 1830/40²² ocorreram várias tentativas de reformular o sistema monetário, porém, sem muito sucesso. Vale destacar a regulamentação²³ da substituição das moedas de cobre pelo papel-moeda e diversos atos legislativos²⁴ sobre a substituição das notas do Banco do Brasil e sobre a conversão das mesmas em obrigações do governo.

A partir de 1840 e até a proclamação da República em 1889, ocorreu um “boom” bancário²⁵, em parte como reflexo da criação dos bancos da Europa (ligada ao desenvolvimento industrial do período), em parte como resposta ao início do surto cafeeiro e crescimento do comércio, seja interno ou externo, fortemente incentivado pelo desenvolvimento dos transportes (a criação de estradas de ferro caracterizou todo o 2º Império, de 1840-1889). Na década de 1850 houve a criação de 14 bancos comerciais (incluindo o 2º Banco do Brasil em 1851), 3 caixas econômicas e 23 companhias de seguro, estrutura que contribui de forma significativa para a expansão da economia cafeeira, caracterizando o início da economia primário-exportadora no Brasil (SOCHACZEWSKI, 1993: 15; VIEIRA, 1981: 96).

Todos os bancos que emergiram antes da reforma de 1853 eram bancos emissores de vales, como equivalentes das notas bancárias, o que dava ao sistema uma característica um

²¹ Lei de 19/dezembro/1695.

²² Lembrando que o Brasil deixou de ser colônia e adquiriu independência em 7/setembro/1822. O período de 1822-1831 constituiu o 1º Império e o período de 1831-1840 constituiu o período regencial.

²³ Lei de 3/outubro/1833.

²⁴ Lei de 6/outubro/1835, Lei de 11/outubro/1837.

tanto caótica. Assim sendo, apesar dos referidos bancos emissores terem contribuído para dar maior confiança ao ambiente econômico, e terem dado início às operações de crédito (expandindo, dessa forma, o comércio), a necessidade de um maior controle de sua atividade levou a concepção de uma tentativa de concentração bancária com a reforma de 1853. Esta reforma criou um banco para operar com depósitos, descontos e emissões, e este teria o monopólio de emissão e estava obrigado a resgatar as emissões dos demais bancos (VIEIRA, 1981: 112-119).

Em 1857 ocorreu uma crise nos mercados monetários em decorrência da grave crise financeira em que se encontravam a Europa e os EUA: por um lado deixaram de importar bens de consumo do Brasil, em especial artigos coloniais de luxo, diminuindo o montante das exportações brasileiras; por outro, os credores americanos e europeus exigiam o imediato pagamento das dívidas contraídas pelos brasileiros, o que provocou o aumento expressivo de remessas de metal das praças brasileiras (CALÓGERAS, 1960: 108).

Em consequência da crise de 1857, com o intuito de aumentar a circulação e facilitar as operações de crédito, concedeu-se novamente o direito de emitir a outros bancos. Assim, os bancos independentes criados entre 1858 e 1866 passaram a ter o direito de emitir notas e não mais vales, burlando a concentração bancária e elevando de maneira rápida a emissão. Somente em 1866 o governo cessou a elevação da emissão ao transferir o direito de emissão, de maneira exclusiva, ao Tesouro. Porém, com a abolição da escravatura, e com o intuito de prevenir os seus efeitos (os fazendeiros passaram a necessitar de recursos abundantes para financiar a atividade agrícola uma vez que perderam seus valiosos “ativos” usados como garantia de empréstimos para a produção), foi editada a regulamentação bancária de 1888, que autorizava novamente a emissão dos bancos independentes, porém sob a condição de realizarem empréstimos rurais (SOCHACZEWSKI, 1993: 22; VIEIRA, 1981: 120).

Os primeiros anos da República²⁶ foram caracterizados por uma desorganização monetária e econômica que levou ao chamado Encilhamento (1889-1891): a abolição da escravatura desorganizou a vida econômica do país levando à desorganização do sistema monetário. O aumento extraordinário da emissão, por parte dos bancos emissores²⁷, acarretou a elevação de preços, na perda de poder aquisitivo da moeda, na evasão do ouro e na

²⁵ Lembrando que o 1º banco privado do Brasil foi o Banco do Ceará, fundado em 1836 e liquidado em 1839.

²⁶ A proclamação da República ocorreu em 15/novembro/1889.

²⁷ Em 1891 foram criados 51 bancos, aumentando de 38 para 98 o número de estabelecimentos no país (SOCHACZEWSKI, 1993: 16).

especulação sobre vários campos, como o câmbio, o comércio e indústria, as terras, a bolsa de valores²⁸ e o café (VIEIRA, 1981: 175-176; 195-197).

Como consequência do encilhamento, em 1900 foram decretadas as falências de 17 bancos. Porém, com a retomada da atividade econômica a partir de 1900, ocorreram, contraditoriamente nesse mesmo ano, a abertura de vários bancos e filiais. Assim, com o desenvolvimento da economia cafeeira e da expansão industrial, a rede bancária apresentou um movimento de expansão entre 1900 e 1920 e importantes inovações bancárias foram tomadas nesse período, entre elas, o serviço de compensação de cheques aprovado em 1919 e a criação da Carteira de Redescontos em 1920, ambos em operação no Banco do Brasil. Assim, o sistema bancário começava a se tornar mais complexo e desenvolvido, podendo-se observar que, ao longo da década de 20, os bancos foram abandonando cada vez mais o seu papel de emissor e aproximando-se de suas atividades de intermediação financeira. Quando da ocorrência da crise de 1929, o sistema bancário já se encontrava forte o bastante para resistir às possíveis consequências da depressão econômica (SOCHACZEWSKI, 1993: 17-18).

De maneira resumida, pode-se afirmar que o sistema financeiro existente ao longo dos períodos colonial e primário-exportador, até aproximadamente 1930, caracterizava-se por mercados isolados, quase auto-suficientes, com pouca ou nenhuma transferência de recursos entre eles, o que favorecia o aparecimento de grandes diferenças de preços entre os mesmos. Durante o período colonial não se tem registros específicos relacionados ao financiamento de longo prazo.

Por outro lado, o dinamismo da economia brasileira no período primário-exportador, estava relacionado ao desempenho das exportações (quase que exclusivamente do café) e, portanto, da demanda externa, de maneira que o sistema financeiro que se desenvolveu nesse período tinha como objetivo viabilizar o fluxo de comércio para os centros consumidores internacionais. Assim sendo, os mecanismos de financiamento relacionavam-se, em sua grande maioria, ao fornecimento de crédito à produção e comercialização do setor exportador e à realização de obras de infra-estrutura. É importante mencionar também que as necessidades de financiamento por parte da economia cafeeira surgiram somente após a abolição da escravatura. Até então, a produção cafeeira pôde se expandir sem necessitar de um apoio financeiro organizado (SOCHACZEWSKI, 1993: 21).

²⁸ A Bolsa de Valores do Rio de Janeiro foi a 1ª bolsa de valores do Brasil, fundada em 1845. Já a Bolsa Livre, que deu origem à Bovespa, foi fundada em 1890 e liquidada em 1891 em decorrência do Encilhamento; porém, em 1895 foi fundada a Bolsa de Fundos Líquidos de São Paulo, dando continuidade à formação da Bovespa.

Em relação às instituições não bancárias existentes no período primário-exportador, merecem destaque as casas comerciais ligadas ao complexo importador-exportador (casas de exportação e casas de importação) e as casas bancárias privadas que forneciam crédito em geral (para os setores não ligados diretamente ao setor importador-exportador) e empréstimos pessoais. Com o desenvolvimento dos bancos como sociedades por ações e da indústria interna, esses tipos de instituições não bancárias foram desaparecendo até a sua extinção entre o final do séc. XIX e meados do séc. XX (SOCHACZEWSKI, 1993: 18-19).

Quanto ao comportamento do financiamento de longo prazo no período da economia primário-exportadora, apesar dos poucos registros encontrados na literatura, observa-se que foram realizados por capitais estrangeiros e estavam ligados à construção e expansão das ferrovias e ao financiamento das importações. Além disso, os investimentos realizados no auge da economia primário-exportadora muitas vezes contaram com os bancos estrangeiros atuando como intermediários nos empréstimos governamentais e como garantidores de investimentos diretos. Em relação ao capital privado nacional, Peláez e Suzigan (1981: 78) argumentam que os vales emitidos pelos bancos independentes, criados no “boom” do setor bancário entre as décadas de 1840/50, apesar de serem definidos como de curto prazo, na prática não eram assim que funcionavam: muitas vezes a sua circulação era estendida bem além do vencimento e eram usados como reserva de valor.

A construção de estradas de ferro no Brasil teve início em 1854, se estendeu de forma vigorosa até 1888, e foi em grande parte financiada pelas casas bancárias inglesas que se beneficiavam, não somente do caráter lucrativo de tal empreendimento, mas também dos efeitos indiretos sobre a demanda por bens de capital ingleses. O comércio de importação, por sua vez, também era um importante segmento da atividade primário-exportadora e as casas importadoras, que eram em sua maioria de propriedade dos ingleses, forneciam crédito de longo prazo ao comércio de importação, com juros baixos e garantido pelo mercado de Londres (SOCHACZEWSKI, 1993: 23-24; VIEIRA, 1981: 96).

Para finalizar é importante observar ainda que, os registros referentes a operações de curto ou longo prazo citados acima não especificam de maneira mais precisa qual é o período de tempo (meses ou anos) que os compõem.

2.1.2 Modelo de substituição de importações, Plano de Metas e as reformas de 1964/65

O modelo primário-exportador teve como ponto de ruptura a crise dos anos 30 quando os países centrais passaram a controlar e restringir as importações. Apesar disso, o setor externo continuou a exercer um papel significativo na economia do país: no lugar de contribuir diretamente para a formação da renda através das exportações, passou a contribuir para a diversificação da estrutura produtiva através da importação de bens de capital e bens intermediários. Este é o chamado “modelo de substituição de importações²⁹” (vigorou entre 1930 e 1960 ou entre 1930 e 1980, dependendo da interpretação³⁰), que buscou acelerar o processo de industrialização no Brasil através do desenvolvimento interno que “tem origem num impulso externo e se manifesta numa ampliação e diversificação da capacidade produtiva industrial”, ou seja substitui-se o que antes era importado por produção interna (TAVARES, 1978: 41). O desequilíbrio externo inerente à industrialização por substituição de importações tem origem no próprio modelo, uma vez que é fechado (tem capacidade de geração de divisas bastante limitado) e parcial (substitui basicamente bens de consumo). Isso porque, o processo de substituição de importações (PSI) inicia-se em geral pelos bens mais facilmente substituíveis, ou seja, os bens de consumo finais (tecnologia mais simples, menor intensidade de capital, maior protecionismo, etc). Além disso, o modelo de industrialização promovido pelo PSI tinha como característica a dependência tecnológica e um importante papel do Estado em relação a organização do arcabouço institucional (legislação trabalhista, criação do sistema de previdência, órgãos públicos, entre outros) e ao financiamento de longo prazo (Banco do Brasil e do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico - BNDE³¹).

Seguindo o processo de expansão da indústria, o sistema bancário também se expandiu a partir dos anos 30, ou seja, respondendo às necessidades crescentes de financiamento por parte da indústria, e do processo de urbanização que, em geral, acompanha os estágios iniciais da industrialização. Passados os efeitos da crise do início da década de 30, ocorreu, entre 1935 e 1944, uma proliferação do número de agências bancárias, que quadruplicou, provavelmente

²⁹ Para maiores informações sobre o modelo de substituição de importações ver TAVARES, M. C. (1978).

³⁰ A definição do início do período em que vigorou o modelo de substituição de importações em 1930 é bastante clara: é quando o capital industrial se distingue do capital cafeeiro, ocorrendo o chamado processo de industrialização e não a simples instalação de indústrias como havia antes de 30. A interpretação mais rigorosa do modelo de substituição de importações considera que o mesmo tenha vigorado até o início dos anos 60 quando a pauta de importações torna-se bastante rígida. Outra interpretação, menos rigorosa, considera que o modelo de substituição de importações tenha se estendido até a década de 80, propondo, inclusive, que o II PND (1974-79) tenha sido o seu auge.

³¹ O BNDE foi criado em 1952.

em decorrência da interiorização da rede bancária e uma expansão do valor real dos depósitos e empréstimos (BIELSCHOWSKY: 54-58). Segundo Passos (1973: 31), alguns dos bancos criados durante a 2ª Guerra Mundial tinham fins, sobretudo, especulativos.

O período entre 1930 e 1950 caracterizou-se, também, pelo estabelecimento de um sistema financeiro “nacional”, em detrimento dos bancos estrangeiros, e pela elevação da participação do Estado no total de crédito concedido no país: em 1948 o Banco do Brasil controlava 25% do crédito total do país. Em relação à perda de importância dos bancos estrangeiros, podem-se apontar dois motivos para explicar esse movimento: a) o colapso financeiro de 1929 levando ao gradual “fechamento” da economia; e, b) a tendência nacionalista adotada pelo regime de Getúlio Vargas³² (1930-1945) que defendia a progressiva nacionalização dos bancos e companhias de seguro (SOCHACZEWSKI, 1993: 24-28). Porém, mesmo depois de 1945, com o restabelecimento das linhas internacionais de comércio, os bancos não voltaram a ocupar a sua posição de predominância. Entre 1945 e 1965 mantiveram uma posição de pouco destaque no sistema bancário brasileiro: em 1949 seus depósitos representavam 7,8% do total no país e já em 1960 reduziram-se para 3,4% do total de depósitos do sistema bancário brasileiro (PASSOS, 1973: 34).

É importante salientar que, a partir dos anos 30, os bancos comerciais passaram a ser submetidos a um maior controle por parte do Banco do Brasil e o monopólio da emissão de moeda encontrava-se em poder do Tesouro. Apesar do maior controle, ainda não havia uma preocupação com os requerimentos mínimos de caixa dos bancos, de maneira que a concessão de crédito podia se expandir sem atender a limites teóricos. Assim sendo, entre 1939 e 1944 ocorreu uma explosão de crédito que transformou os padrões de financiamento das empresas brasileiras, que passaram a contar com maiores possibilidades de aplicação dos recursos próprios. Em particular, o triênio de 1942 a 1944 caracterizou-se pela expansão substancial dos empréstimos ao setor público, em decorrência das despesas do governo com a participação brasileira na 2ª Guerra Mundial, que levou ao acirramento da inflação e à expansão dos depósitos (BIELSCHOWSKY: 60-65; SOCHACZEWSKI, 1993: 25).

Entre 1946 e 1954 a expansão do crédito bancário se deu aproximadamente na mesma velocidade da expansão da produção, podendo-se afirmar que, nesse período, o financiamento bancário apresentou importante peso relativo na acumulação de capital. Já entre 1955 e 1959, a elevação dos empréstimos bancários ocorreu em proporção menor do que a elevação da produção, e entre 1960 e 1962 o crédito funcionou como mecanismo de propagação da inflação. Percebe-se, portanto, que enquanto o período de 1939 a 1944 caracterizou-se pela

expansão do financiamento bancário à acumulação de capital, o período de 1955 a 1962 caracterizou-se pela redução (BIELSCHOWSKY: 66-67).

De acordo com Suzigan *et al* (1974: 171-172), até o início dos anos 60 o sistema financeiro era ineficiente e a expansão do crédito ocorria basicamente através da emissão primária de meios de pagamento de maneira que o predomínio de técnicas financeiras primitivas contrastava com a estrutura industrial já razoavelmente diversificada em consequência do processo de substituição de importações baseado em políticas tarifária e cambial sem a desejável orientação seletiva. Entre 1947 e 1952, a capitalização do setor industrial se deu de acordo com a lógica do modelo de substituição de importações: taxa de câmbio fixa, associada ao controle quantitativo de importações, de acordo com o grau de essencialidade. Tal política cambial prejudicava as exportações, mas favoreceu a importação de bens de capital, resultando em transferência de recursos, via sobrevalorização cambial, do setor exportador para o setor importador de bens de capital que se configurava, naquele período, como sendo basicamente a indústria.

Entre 1953 e 1964, com a aceleração da inflação, houve o estímulo ao autofinanciamento via inflação, à tributação e ao endividamento externo como financiadores da indústria substitutiva de importações, em detrimento da mobilização de recursos via sistema financeiro (SUZIGAN *et al*, 1974: 174-175). De acordo com Baer (1966: 104), os lucros retidos das empresas representavam de 55% a 60% da poupança líquida do setor privado durante a década de 50, contra 40% no período imediatamente anterior à 2ª Guerra Mundial.

Corroborando os efeitos da alta inflação sobre os instrumentos de financiamento, Passos (1973: 33) afirma que, a partir de 1958, os depósitos a longo prazo, nos bancos comerciais, apresentaram queda quando comparados aos depósitos à vista e de curto prazo; passando de 10,2% em 1958, para 3,7% em 1965 em relação ao volume de depósitos à vista mais depósitos a curto prazo. Uma explicação provável para esse movimento era de que o teto para a taxa de juros a ser paga nos depósitos a prazo estava fixado em 12% ao ano de acordo com a Lei da Usura³³ não conseguiam competir com as taxas oferecidas pelo “mercado paralelo”, e pelas Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento³⁴ (as chamadas “Financeiras”) através das letras de câmbio. Assim, em tal contexto inflacionário, os bancos comerciais passaram a oferecer crédito com prazos cada vez menores, restringindo-se às operações de

³² Getúlio Dornelles Vargas voltou a ser o Presidente da República entre 1951 e 1954, eleito pelo voto direto.

³³ Decreto 22.626 de 07/abril/1933.

³⁴ A primeira Sociedade de Crédito, Financiamento e Investimento foi criada em 1946 (SUZIGAN *et al*, 1974: 173).

curto prazo, e as Financeiras³⁵ passaram a ofertar crédito de médio prazo, em especial o capital de giro para as empresas e o crédito ao consumidor. A partir de 1961 as Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento apresentaram um rápido crescimento, passando de 100 estabelecimentos em 1961 para 226 em 1965. Apesar disso, em 1964 ainda representavam parcela pequena, em torno de 6%, do total de empréstimos e financiamentos concedidos à economia (PASSOS, 1973: 33-35).

De acordo com Suzigan *et al* (1974: 172-176), as letras de câmbio oferecidas pelas financeiras possibilitavam que se evitasse a Lei da Usura através da aplicação de deságios e, a partir do Plano de Metas (1956-1961), com o desenvolvimento da indústria nacional de bens de consumo duráveis e bens de capital, há o surgimento da necessidade de ofertar crédito a médio prazo ao consumidor para viabilizar as vendas a prazo. O crédito ao consumidor era viabilizado através dos recursos do “fundo de participação” constituído pela venda pública de títulos financeiros de valor unitário variável, com prazo máximo de 6 meses (PASSOS, 1973: 35).

É interessante destacar que o Plano de Metas trouxe uma mudança qualitativa no padrão de industrialização adotado pelo Brasil até então (o modelo de substituição de importações) ao propiciar a expansão de setores com alta densidade de capital e tecnologia. Além disso, promoveu uma intensa diferenciação e integração do processo industrial, em curto espaço de tempo, e articulada diretamente pelo Estado. Nesse período ocorreu a instalação no Brasil da indústria automobilística, da construção naval, de material elétrico pesado e de outras máquinas e equipamentos não existentes anteriormente. Ocorreu também a expansão das indústrias de siderurgia, metais não ferrosos, química pesada, petróleo, papel e celulose.

Percebe-se, então, que a persistente e elevada inflação entre a 2ª Guerra Mundial e início da década de 60 (entre 1955 e 1963 a inflação era de 33, 7% ao ano, atingindo o ponto máximo em 1963 com taxa de 75,4% ao ano) impossibilitaram o desenvolvimento de mecanismos e instituições voltadas para o fornecimento de financiamento de longo prazo (PASSOS, 1973: 50-51). As operações de crédito bancário se concentraram em atividades correntes (ou seja, de curto prazo), deixando de lado as operações de crédito para financiar o investimento (SOCHACZEWSKI, 1993: 26; SUZIGAN *et al*, 1974: 172). Algumas exceções, todavia, devem ser feitas:

³⁵ A regulamentação do funcionamento das Financeiras para o fornecimento de capital a médio prazo ocorreu em 1956.

a) o BNDE (Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico), criado em 1952, (atual BNDES) que financiava prioritariamente os investimentos em infra-estrutura e setores de base, desenvolvidos pelas empresas e autarquias estatais, tais como os setores de transporte, energia elétrica e siderúrgica. Até 1962, aproximadamente, o BNDE atuou como financiador das entidades públicas; após o golpe militar em 1964 passou progressivamente a financiar o setor privado, deixando de lado, cada vez mais, o financiamento do setor público (CRUZ, 1994: 70).

b) os financiamentos realizados pelo Banco do Brasil através do CREAM (Carteira de Crédito Agrícola), criada em 1937 e que atendia prioritariamente à agricultura;

c) no setor externo pode-se destacar o BID (Banco Interamericano de Desenvolvimento) e AID (Associação Internacional de Desenvolvimento).

O clima inflacionário do período propiciava um ambiente instável e de imprevisibilidade financeira, que associado à rigidez da Lei da Usura e ao longo prazo de maturação dos investimentos de infra-estrutura e setores de base, inibia os financiamentos privados de tais projetos. Assim, gradativamente ocorreu a socialização da formação de capital de tais setores no Brasil: entre 1960 e 1965 o setor público foi responsável por 51% da formação bruta de capital dos referidos setores, em especial, de siderurgia, química, energia e mineração (SUZIGAN *et al*, 1974: 1787).

O mercado de capitais, por sua vez, era desorganizado e pouco desenvolvido. A renda era altamente concentrada e também a poupança. As Bolsas de Valores funcionavam mais como um centro de transferência de propriedade de títulos do que como um mecanismo de captação de poupança voluntária (em 1963 tal captação representou aproximadamente 0,05% do PIB). O mercado de ações era bastante reduzido; apenas um pequeno número de empresas (cerca de 12) tinham suas ações transacionadas em bolsa. A ausência de bancos de investimento capazes de realizar o processo de subscrição e lançamento das ações, o reduzido tamanho do mercado de ações, a característica familiar das empresas privadas e o persistente processo inflacionário desestimulavam a captação de recursos via bolsa de valores, que totalizava aproximadamente 10% do total de emissões a cada ano (SOCHACZEWSKI, 1993: 29-30; SUZIGAN *et al*, 1974: 177).

Conforme já dito anteriormente nesta seção, a expansão industrial ocorrida entre 1950/60 foi possível, apesar da inexistência de um sistema bancário capaz de prover crédito de longo prazo, ou de um mercado de capitais desenvolvido, graças a:

- a) autofinanciamento via inflação (estimulava a capitalização interna das empresas privadas);
- b) criação de agências de desenvolvimento (ampliação da participação do setor público na formação bruta de capital);
- c) manutenção de subsídios cambiais à importação de equipamentos (a Instrução 113 da SUMOC³⁶ – Superintendência da Moeda e do Crédito - permitia a importação de bens de capital sem cobertura cambial);
- d) facilidades às entradas de capital externo;
- e) subsídios fiscais, creditícios, incentivos e políticas protecionistas muitas vezes financiada por emissão de moeda, e;
- f) através de recursos captados no mercado paralelo.

É interessante observar que a grande expansão da capacidade instalada ocorrida no Governo de Juscelino Kubitschek (1956-61) não pressionou de maneira efetiva a expansão do setor financeiro (a não ser pela expansão do grau de monetização da economia), ou seja, o amplo processo de industrialização do período não foi acompanhado de modificações mais profundas no setor financeiro (ZINI, 1982: 57-58). Nos primeiros anos da década de 60, o setor produtivo esteve em crescentes dificuldades³⁷ para manter o esquema de financiamento, inclusive de suas atividades correntes, utilizado até então, uma vez que o sistema bancário encontrava-se limitado e obsoleto, incapaz de atender às necessidades do setor real. Assim, o

³⁶ A SUMOC foi criada em 1945 com a finalidade de executar a política monetária e sua gradual transformação em banco central. A Instrução 113 foi decretada em 17/janeiro/1955.

³⁷ O início da década de 60 é conhecido como a “crise dos anos 60”, caracterizada, principalmente, por uma perda de dinamismo do crescimento, queda no investimento público e privado, elevação do déficit público, redução poupança do setor público, deterioração das contas externas e elevação da inflação, entre outros. Existem várias explicações para a crise dos anos 60: as contradições internas do modelo de substituição de importações como a falta de um mercado consumidor e tendência ao desequilíbrio externo; a inadequação do quadro institucional e uma crise cíclica do capitalismo (TONETO, 1996: 112). A interpretação mais rigorosa do modelo de substituição de importações considera que este período tenha marcado o seu final.

setor produtivo privado buscou alternativas de financiamento em canais semi-legais, como o mercado paralelo de notas promissórias (SOCHACZEWSKI, 1993: 261-262).

De maneira resumida, o quadro financeiro da 1ª metade dos anos 60 encontrava-se da seguinte forma:

- as restrições orçamentárias do BNDE e a queda na entrada de recursos estrangeiros levavam à redução do volume de financiamento de longo prazo;
- as políticas restritivas de estabilização (como por ex., o Plano Trienal³⁸ - 1963/64 e o Programa de Ação Econômica do Governo – PAEG - 1964/67) comprimiam o volume de financiamento de curto prazo para capital de giro, fornecido pelo sistema bancário comercial, as empresas passaram então a recorrer a um maior endividamento direto entre empresas, ao mercado paralelo e a práticas ilegais, como o adiamento do pagamento de tributos e contribuições sociais.
- o setor público se via obrigado a recorrer à expansão primária dos meios de pagamento para realizar os investimentos em infra-estrutura, uma vez que não podia contar com a emissão de dívida pública (o sistema financeiro era pequeno e limitado) e o sistema tributário era ineficiente impedindo a adequada arrecadação de recursos.

Tal quadro financeiro indicava a necessidade de modificações substanciais no padrão de financiamento da economia brasileira. A criação de bases institucionais e legais que propiciassem o desenvolvimento de mecanismos de financiamento de longo prazo, sobretudo privados, e a retomada do crescimento, teve início com as reformas bancária e monetária de 1964/65 dentro do programa de reequacionamentos que o Governo Militar (1964-85) proposto através do PAEG, partir de 1964. As principais reformas financeiras desse período compreenderam a reforma bancária (Lei 4.595 de 1964), a reforma do mercado de capitais (Lei 4.728 de 1965) e a criação do Sistema Financeiro de Habitação (Lei 4.380 de 1964), além de diversas resoluções referentes à operacionalização das instituições, à vinculação com o mercado financeiro internacional e incentivos ao desenvolvimento do mercado acionário (ZINI, 1982: 55-56).

³⁸ O Plano Trienal de desenvolvimento econômico e social foi elaborado durante o governo de João Goulart (1961/64) e deveria se estender até 1965 caso não houvesse ocorrido o golpe militar em 1964.

O diagnóstico do governo de Castelo Branco (1964-67), realizado sob a coordenação de Mário Henrique Simonsen, enfatizou o papel negativo da inflação (causada pela excessiva emissão monetária com o intuito de financiar os déficits do Tesouro) sobre o desenvolvimento do mercado financeiro. Assim criou-se o mecanismo da correção monetária³⁹ originalmente adotada com o intuito de manter o valor real dos atrasados fiscais, mas que rapidamente generalizou-se por toda a economia apoiada em títulos públicos (Obrigações reajustáveis do Tesouro Nacional -ORTN e Letras do Tesouro Nacional - LTN) e privados protegidos da corrosão inflacionária, buscando restabelecer a confiança nos sinais de mercado, bem como contornar as limitações impostas à taxa de juros pela Lei da Usura. Através do mecanismo de correção monetária acredita-se que os depósitos a prazo seriam estimulados, as expectativas modificadas e a emissão de debêntures facilitada (TAVARES e ASSIS, 1985: 17; ZINI, 1982: 71-81).

A Lei Bancária de 1964 procurou redefinir as funções entre as instituições públicas e privadas para o suprimento e controle da moeda e do crédito na economia. Para tanto, houve a criação do Conselho Monetário Nacional (CMN), que passou a exercer a função de órgão normativo máximo do sistema financeiro nacional (SFN), e do Banco Central do Brasil (BACEN) como o principal braço operacional do CMN (TAVARES e ASSIS, 1985: 16). De acordo com Zini (1982: 76), foram duas preocupações principais que motivaram a Lei da Reforma Bancária: conferir às Autoridades Monetárias maior autonomia em relação ao Poder Executivo, e; estabelecer a criação de um Banco Central e sua função característica de disciplinar a evolução da situação monetária nacional.

Já a Lei do Mercado de Capitais de 1965, tinha como objetivo reorganizar o mercado financeiro e de capitais desorganizados pelos efeitos do processo inflacionário a que haviam sido submetidos nos últimos anos; além de estimular a abertura do capital das empresas e o desenvolvimento de um mercado privado de fundos de longo prazo.

Como pontos principais da Lei do Mercado de Capitais pode-se citar:

- a) o “enquadramento” do mercado paralelo às instituições autorizadas a funcionar no SFN;
- b) a criação das Sociedades Corretoras para disciplinar a atuação dos rentistas e corretores individuais;

³⁹ A Lei 4.357 de 16/julho/1964 instituiu a correção monetária nos débitos fiscais em atraso e criou as Obrigações reajustáveis do Tesouro Nacional com o objetivo de restaurar a credibilidade dos títulos públicos. A Lei 4.380 de 21/agosto/1964 também referia-se ao mecanismo de correção monetária.

- c) redefinição da Bolsa de Valores e seu modo de funcionamento;
- d) criação dos Bancos de Investimento Privado;
- e) criação da figura legal das ações e debêntures conversíveis em ações;
- f) criação da correção monetária *a posteriori* nos depósitos a prazo, debêntures e outros títulos financeiros.

Complementando as Leis Bancária e do Mercado de Capitais no intuito de desenvolver e aprimorar o mercado financeiro, merecem destaque: a Lei do Sistema Financeiro de Habitação, a legislação sobre o capital estrangeiro – Lei 4.390 de 1964 que dava nova regulamentação à Lei 4.131 de 1962 e a Resolução 63 de 1967; os incentivos fiscais (decreto lei 157), a institucionalização de fundos específicos como o FINAME, FINEP, FUNAGRI, FNRE, FIPEME, entre outros e a institucionalização de fundos de poupança compulsória (FGTS, PIS e PASEP) (ZINI, 1982: 78).

As reformas propostas ao longo do Governo Castelo Branco propunham a reformulação do sistema financeiro no sentido de reproduzir o sistema segmentado norte-americano. Tal modelo caracterizava-se por uma especialização das atribuições entre os bancos comerciais, bancos de investimento, sociedades de crédito e financeiras. Aos bancos comerciais caberiam os empréstimos de capital de giro e obrigatoriedade entre captação e empréstimo; aos bancos de investimento os empréstimos de médio e longo prazo para o setor produtivo; às financeiras as letras de câmbio e o crédito ao consumidor. A idéia era conseguir ganho de escala e redução de custo, uma vez que o mercado era pequeno, mas não foi o que ocorreu; o modelo não funcionou uma vez que os bancos atuavam em todos os segmentos levando, em 1988, o governo a criar os bancos múltiplos seguindo mais de perto o modelo do sistema financeiro alemão. De acordo com a reforma do mercado de capitais, o banco de investimento deveria essencialmente lançar no atacado as ações das SA's de capital aberto, a distribuição deveria ser feita pelo agente de difusão a varejo, e a negociação de tais títulos no mercado secundário deveria ser realizado pelas corretoras (TAVARES e ASSIS, 1985: 18).

A partir dessas reformas financeiras introduzidas entre 1964/65, houve uma reorganização do sistema financeiro levando a uma maior participação dos intermediários financeiros não bancários em detrimento da posição relativa do setor bancário. Com a introdução de inovações financeiras, modernização operacional e especialização de funções dos intermediários financeiros, os volumes aplicados nas instituições financeiras não bancárias foram ampliados, atraindo, por exemplo, os recursos do mercado paralelo e poupanças de dimensões reduzidas.

Assim, todo esse conjunto de modificações transformou os pilares do financiamento da indústria que antes se baseavam no autofinanciamento e endividamento externo ligado a problemas com o Balanço de Pagamentos, para um modelo baseado na mobilização de recursos através do sistema financeiro (ainda que restrito a recursos de curto e médio prazo), em especial através dos intermediários financeiros não bancários, combinado com um endividamento externo vinculado ao movimento autônomo de capitais (SUZIGAN et al, 1974: 178).

2.1.3 – Milagre econômico, II PND, crise dos anos 80, reforma bancária de 1988 e abertura nos anos 90

De acordo com o afirmado na seção anterior, as reformas de 1964/65 trouxeram alguns avanços importantes ao desenvolvimento do sistema financeiro nacional. Entre outros, o sistema passou de pouco diferenciado, baseado somente nos bancos comerciais e poucas agências públicas de fomento para um sistema mais complexo com práticas mais modernas de financiamento das empresas e famílias.

Porém, um dos principais objetivos das referidas reformas não conseguiu ser alcançado: a estruturação e desenvolvimento de instituições e instrumentos privados nacionais de financiamento de longo prazo, apesar da criação dos bancos de investimento e dos incentivos ao desenvolvimento do mercado de ações, que de acordo com o modelo americano, seriam as principais fontes de financiamento de longo prazo (CRUZ, 1994: 65).

Segundo Studart (2004: 340-341) o desenvolvimento financeiro nos anos 70 acabou se afastando de pontos primordiais planejados nas reformas de 1964/65, tais como:

- a) a organização do setor financeiro jamais se aproximou do modelo competitivo, dado o elevado grau de concentração do setor financeiro;
- b) a gestão da política financeira marcada por sucessivas flexibilizações na legislação contribuiu para a concentração bancária e para o “curto prazismo” tanto dos bancos de investimento quanto das financeiras;
- c) os bancos de investimento nunca exerceram o seu papel no desenvolvimento do mercados de capitais e passaram a atuar no mesmo segmento das financeiras (curto e médio prazo); de acordo com Suzigan *et al* (1974: 181), no final dos anos

70 os bancos de investimento concentravam 70% em operações de concessão de crédito para capital de giro com prazo de 12 meses.

- d) as financeiras, que inicialmente deveriam financiar a aquisição de bens duráveis, acabaram por reduzir o seu escopo de atuação e voltaram-se em maior intensidade ao financiamento de bens de consumo;
- e) os bancos comerciais também concentraram-se no financiamento de curto prazo para capital de giro e consumo;
- f) o mercado de capitais pouco se desenvolveu dada a falta de investidores institucionais e a insistência de desenvolver tal mercado com base em “pequenos poupadores”.

Apesar disso, a enorme capacidade ociosa existente entre 1964/66, dado o baixo crescimento no período (capacidade, esta, instalada durante o plano de Metas, principalmente nos setores de bens de capital e bens de consumo durável), juntamente com os primeiros frutos das reformas financeiras recém adotadas, a saber, o sistema de intermediação financeira propiciando a rápida expansão do financiamento ao consumo de bens duráveis e a retomada do mercado imobiliário através do BNH e da criação do FGTS (Fundo de garantia por tempo de serviço), propiciaram as bases para o chamado “milagre econômico”. É importante ressaltar também a criação de oito bancos de desenvolvimento, entre 1968 e 1974, como base de sustentação não só para o período do milagre, como também para o II PND que será discutido adiante. O período do chamado “milagre econômico” pode ser dividido em duas fases: a 1ª entre 1968/70, que registrou uma taxa média de crescimento de 10%, e a 2ª fase entre 1971/73, com taxa média de crescimento de 12,4% (BACHA, 1976 ; TAVARES, 1985: 27).

A partir de 1974 ocorre uma reversão na taxa de crescimento apresentada até então, devido basicamente ao 1º choque do petróleo (1973) e às características do modelo de crescimento baseado nos bens de consumo duráveis. Assim sendo, o Governo Geisel (1974-79) buscou manter o crescimento econômico, bem como avançar o processo de industrialização por meio do estímulo aos setores intermediário e de bens de capital, com o II Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND) (TONETO, 1996: 131).

Dado o esgotamento da capacidade ociosa por conta do período do “milagre”, como também pelos prejuízos provocados pela crise do petróleo, as necessidades de investimentos produtivos se faziam maiores. Dessa forma, devido ao fracasso das reformas em implementar mecanismos privados de financiamento de longo prazo, foram retomados os pilares de financiamento anteriores a 1964, o endividamento externo e o financiamento estatal, porém com algumas diferenças: (STUDART, 2004: 341).

- a) a partir de 1973, o financiamento externo passou a ser realizado, primordialmente, através de empréstimos bancários, como resultado direto do excesso de liquidez advindo da rolagem dos petrodólares;
- b) o financiamento público expandiu sua área de atuação, passando a atender também o financiamento do setor privado; de acordo com Cruz (1994: 90-91), durante a execução dos projetos do II PND (1974-79), a política de privatização dos recursos do BNDE foi levada ao extremo, de maneira que, entre 1974 e 79, aproximadamente 75% dos recursos do banco haviam sido emprestados a empresas privadas através de diferentes subsídios (lembrando que entre o ano de sua criação, 1952, até o golpe militar, 90% dos recursos emprestados pelo BNDE direcionaram-se ao setor público).
- c) ocorreu a intensificação da concentração do setor financeiro privado, tornando-se cada vez mais conglomerados interessados em financiar operações de curto prazo, exceto aquelas operações lastreadas com recursos captados internacionalmente e com prazos maiores.

Essa estrutura de financiamento submeteu a economia brasileira a uma situação de crescente vulnerabilidade externa e financeira já no final dos anos 70, devido principalmente a dois fatores: 1) a captação de recursos externos para financiar os investimentos do II PND somou-se à captação de recursos por parte do Estado para financiar os desequilíbrios do balanço de pagamentos iniciados com a 1ª crise do petróleo, levando a um excessivo endividamento externo; 2) a principal fonte de recursos das estatais e demais órgãos governamentais tratava-se das transferências de recursos fiscais e parafiscais que têm a característica de serem pró-cíclicos, ou seja, se expandem em períodos de crescimento

econômico e se reduzem em períodos de recessão, restringindo as possibilidades de gastos públicos e financiamento público aos investimentos privados (STUDART, 2004: 342).

Assim sendo, a década de 80 se inicia em uma situação de crise que teve como estopim o 2ª choque do petróleo (1979) e as elevações nas taxas de juros internacionais entre 1979 e 1982, que resultaram na crise da dívida externa e, conseqüentemente, em uma política de ajustamento externo. A década de 80 passou a ser chamada de “década perdida” dada a profunda retração nas taxas de crescimento econômico, taxas de investimento e aceleração da inflação, que se estendeu até o início dos anos 90 (TONETO, 1996: 132).

A vulnerabilidade da economia brasileira ficou realmente evidente quando ocorreu a declaração de moratória por parte do México em 1982. Nesse momento os bancos privados internacionais cessam o financiamento aos países em desenvolvimento de maneira que o acesso aos recursos internacionais torna-se extremamente difícil. A interrupção do fluxo voluntário de recursos internacionais provocou o estrangulamento cambial do país e impôs a necessidade de uma política rigorosa de ajustamento externo que levou a economia brasileira a uma fase que pode ser caracterizada pela constante preocupação com a geração de saldos comerciais positivos, semi-estagnação econômica e a instabilidade macroeconômica (BAER, 1993: 77; CRUZ, 1994: 74).

A crise dos anos 80 trouxe à tona a fragilidade do esquema de financiamento utilizado na economia brasileira com base em recursos públicos e recursos externos. Isso porque o acesso ao financiamento externo havia se restringido drasticamente em função do quadro recessivo que se apontava no mercado internacional. Tal fato levou o Governo a absorver boa parte da dívida privada existente, provocando um rápido crescimento da dívida pública, que associado à perda significativa de arrecadação fiscal em termos reais (dada a redução do crescimento e a aceleração da inflação), acentuou a deterioração fiscal-financeira do setor público (STUDART, 2004: 342).

Outro ponto que contribui para caracterizar a disfuncionalidade do padrão de financiamento vigente trata dos inúmeros planos de estabilização adotados (sem sucesso) na década de 80, além da própria aceleração inflacionária por si mesma, que geravam um ambiente de instabilidade e incertezas e, portanto, retraíam ainda mais as operações de financiamento de longo prazo. Dessa forma, as empresas passaram a recorrer novamente ao autofinanciamento como a principal fonte de financiamento para a sua expansão e manutenção, retraindo a participação da intermediação financeira no segmento produtivo. Em contrapartida, os bancos privados, que haviam se tornado conglomerados, como mencionado anteriormente, reduziram as suas operações de crédito e passaram a buscar outras fontes de

aplicação para os seus recursos, como os títulos públicos de curto prazo ou os ganhos de *floating* de recursos não remunerados. O contexto de aceleração inflacionária, as facilidades criadas para aplicações no *over* e os menores riscos oferecidos, estimularam a rolagem da dívida pública por parte do sistema bancário; e a possibilidade de valorizar o dinheiro em caixa, mediante as crescentes taxas de inflação, estimulou os ganhos de *floating*, como o pagamento de impostos ou o sistema de compensação de cheques. Na década de 80 esses dois itens se transformaram na principal fonte de receita dos bancos (STUDART, 2004: 343; TONETO, 1996: 179).

Os conglomerados financeiros, que se formaram entre as reformas de 1965/66 e meados da década de 80, eram geralmente liderados por um banco comercial e englobavam outras instituições financeiras, cada qual especializada em um segmento do mercado: banco de investimento, financeira, sociedade de crédito imobiliário (SCI), empresa de leasing, distribuidora e corretora de valores, companhia de seguros, etc. Na prática, esses conglomerados eram uma só empresa, apesar das restrições legais para tanto existentes na época (DE PAULA, 1998: 3-4).

De acordo com Toneto (1996: 180), a possibilidade de se obter ganhos elevados gerou uma pressão da sociedade para que o acesso ao segmento bancário fosse facilitado. Além disso, havia uma demanda por parte do setor bancário para a oficialização institucional dos conglomerados. Nesse sentido, foi realizada a reforma bancária de 1988⁴⁰ que desregulamentou o sistema financeiro e eliminou a compartimentação legal que existia através da extinção da exigência da carta patente (o que permitiu uma maior flexibilidade na formação de novos bancos) e da criação dos bancos múltiplos, adaptando o marco legal à realidade institucional do sistema financeiro brasileiro uma vez que os conglomerados já atuavam como instituições múltiplas. Através da reforma de 1988 ocorreu a substituição do modelo segmentado anglo-saxão, proposto pelas reformas de 1964/65 por um modelo de banco universal de origem alemã (DE PAULA, 1998: 4-5).

De acordo com o funcionamento dos bancos múltiplos, não há vinculação entre as fontes de captação e as aplicações dos recursos (com exceção para alguns casos específicos previstos por lei) rompendo com o padrão desejado pela modelo segmentado e expandindo as possibilidades de operações ativas livres. O que se observou após a reforma de 1988 foi a transformação dos conglomerados em uma única instituição múltipla e a proliferação dos bancos de pequeno e médio porte (DE PAULA, 1998: 5).

⁴⁰ Resolução CMN 1.524 de 21/setembro/1988.

A partir do final dos anos 80 e principalmente nos anos 90 observou-se um movimento de abertura⁴¹ do segmento financeiro nacional ao mercado internacional. Por um lado, a Resolução 1.289 (e seus anexos), de março de 1987, viabilizou as aplicações estrangeiras em fundos de renda variável no Brasil e, a partir de 1991, permitiu, através do Anexo IV⁴², o investimento em carteira de títulos e valores mobiliários mantida por investidores institucionais estrangeiros como os fundos de pensão, instituições financeiras, companhias seguradoras, fundos mútuos de investimento, etc; e por outro, e mais radical, o governo permitiu a entrada do capital estrangeiro no setor bancário brasileiro.

Através da Exposição de Motivos nº 311⁴³, de agosto de 1995, o Ministério da Fazenda, com a aprovação do presidente da República, estabelecia que era de interesse do Brasil o aumento da participação de bancos estrangeiros no sistema financeiro nacional e permitia que o Presidente da República, em caráter excepcional, pudesse autorizar a entrada de bancos estrangeiros no país. Com isso, o governo permitiu a entrada significativa de instituições estrangeiras no país, indo de encontro à forte tendência de aumento da participação estrangeira nos sistemas financeiros das economias em desenvolvimento, que se verificou, principalmente, na 2ª metade da década de 90 (CARVALHO *et al*, 2002: 9; DE PAULA, 1998: 5).

Ainda de acordo com o processo de liberalização da conta de capital foram criados, em 1991, os Fundos de Privatização para o capital estrangeiro, e consolidou-se a legislação dos fundos de conversão da dívida externa brasileira; em 1993 criou-se os Fundos de Renda Fixa para o capital estrangeiro; e em 1996, permitiu-se a do capital estrangeiro em fundos constituídos, como os Fundos de Investimento em Empresas Emergentes e os Fundos de Investimento Imobiliário (CARVALHO *et al*, 2002: 28).

Com a redução da inflação alcançada a partir do Plano Real (jul/1994), os bancos perderam importante fonte de renda, as receitas inflacionárias geradas pela diferença entre as taxas passivas e ativas em uma economia altamente inflacionária. De acordo com Carvalho (2002: 36), as receitas inflacionárias caíram de 4% do PIB em 1993, para 2% em 1994 e 0% em 1995. O novo ambiente de estabilidade de preços requeria um ajuste bastante profundo por parte dos bancos uma vez que a estrutura do sistema bancário nacional estava bastante inflada. Os bancos passaram então a reduzir o seu quadro funcional, a aumentar as tarifas e

⁴¹ Durante os anos 90 ocorreu uma maior abertura da conta de capital, liberalização financeira doméstica e a adoção de uma concepção de Estado mínimo que tinha como um dos pilares principais o processo de privatização. Esse movimento de maior abertura teve início no governo de Fernando Collor de Mello (1990-92).

⁴² Resolução 1.832 de 31/maio/1991 incluía o Anexo IV à Resolução 1.289.

⁴³ Exposição de Motivos nº 311 do Ministério da Fazenda, de 24/agosto/1995.

aumentaram de maneira significativa as operações de crédito, especialmente para financiar o *boom* de consumo pós estabilização de preços, aumento este que foi acompanhado pelo relaxamento da avaliação de riscos.

Tal crescimento do crédito, associado à queda das receitas inflacionárias e ao ambiente de instabilidade macroeconômica no início do Plano Real, levou ao princípio de uma crise bancária em 1995, contida graças à rápida intervenção do Governo. Entre outubro/1994 e dezembro/1995 o Banco Central interveio em 23 bancos (entre eles o Econômico e o Nacional) levando à criação de dois programas de assistência de liquidez e saneamento do setor bancário: o Programa de Reestruturação e Fortalecimento do Sistema Financeiro (PROER), voltado aos bancos privados e o Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (PROES), voltado aos bancos públicos. Esses programas resultaram no enxugamento da participação do setor público e na elevação da participação estrangeira no sistema bancário nacional; apesar dessas alterações na composição do segmento bancário, não ocorreram as melhorias esperadas em relação ao crédito, como o aumento na oferta ou condições de prazos e custos mais favoráveis. Pode-se concluir que a maior presença dos bancos estrangeiros no Brasil não trouxe mudanças importantes seja no custo, prazos ou oferta de crédito ou de serviços financeiros para as empresas. (CARVALHO *et al*, 2002: 4; 30; STUDART, 2004: 344).

Ao longo da década de 90 também ocorreram inúmeras inovações financeiras:

- a) em julho/1995, o CMN estimulou o alongamento dos prazos de maturação dos fundos de investimento⁴⁴ através de um sistema diferenciado de recolhimento de depósitos compulsórios; foram criados também os Fundos de Investimento Financeiros (FIF) com prazos de 30, 60 e 90 dias;
- b) o significativo crescimento dos fundos de pensão, que passou de uma carteira de US\$ 18 bilhões em 1991 para US\$ 80 bilhões no início dos anos 2000 (STUDART, 2004: 345);
- c) dada a expansão dos fundos de investimento e fundos de pensão, criou-se condições mais propícias para o desenvolvimento do mercado de capitais;

⁴⁴ Os fundos de investimento foram criados no governo Collor (1990/92), e até 1994 eram de curtíssimo prazo e tinham o intuito de preservar o poder de compra dos depósitos à vista (STUDART, 2004: 344).

- d) o CMN aprovou em julho/1997 medidas que facilitaram o acesso das empresas a recursos de terceiros: emissão de notas promissórias pelas SA's para captação de recursos no mercado interno; securitização de recebíveis por parte das empresas comerciais e prestadoras de serviços (COSTA, 1997: 77-78).

2.1.4 Reformas pós-estabilização de preços

O mercado financeiro e de capitais registrou importantes mudanças após a estabilização da economia. Como já observado na seção anterior, o sistema bancário em particular passou por alterações estruturais com a diminuição do número de bancos, decréscimo na participação estatal e elevação na participação de bancos estrangeiros; além disso, o segmento bancário foi obrigado a buscar novas alternativas de atuação com o fim do período de inflação crônica e elevada. Tal alteração no cenário macroeconômico para um ambiente de estabilidade de preços tornou necessária a adoção de inúmeras medidas com o intuito de garantir a manutenção da solidez que o sistema financeiro nacional tinha apresentado até então (GOLDFAJN, 2003: 12; VALADARES e REIS, 2004: 5).

Em relação ao sistema bancário, com o intuito de preservar a sua solidez e de se evitar crises, o Banco Central permitiu, além da criação do PROER e do PROES (ver seção 2.1.3):

- a) a criação do Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais (PROEF), em 2001, visando a adequação do capital de quatro bancos públicos, a saber, Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal, Banco do Nordeste e Banco da Amazônia, com o intuito de torná-los mais sólidos, competitivos e transparentes. Para tanto, o Tesouro Nacional incorporou o risco de crédito de tais bancos através da troca de ativos de baixa remuneração por ativos com a remuneração de mercado; ocorreu um aumento de capital em três dos bancos citados; e, a flexibilização do índice de necessidade de capital exigido pelo Acordo de Basiléia;
- b) a autorização para que houvesse a cobrança de tarifas por parte dos bancos, de maneira que estes pudessem recompor parte das perdas obtidas com o fim das receitas inflacionárias;
- c) a revisão do Plano Contábil das Instituições Financeiras (COSIF) que aumentou a exigência por parte do Banco Central, das informações contábeis fornecidas pelos

bancos, aumentou transparência e adequação aos padrões internacionais; e exigiu também uma maior responsabilidade das empresas de auditoria.

Adicionalmente, em 2002 foi lançado o novo Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB) com o intuito de permitir maior rapidez, segurança e eficiência nas transações realizadas nas câmaras de compensação, com dois objetivos principais, evitar que os bancos ultrapassassem as suas reservas bancárias, retirando do setor público os riscos privados⁴⁵, e evitar a ocorrência de riscos sistêmicos. O novo Sistema de Pagamentos apresenta como características principais: a) clara definição do papel do Banco Central no sistema de pagamentos e o estabelecimento de condições legais para a melhoria do controle de risco das operações das instituições financeiras; b) a definição de um sistema de fundo de transferência sob a alçada do Banco Central, que operava em tempo real oferecendo empréstimos-ponte diários (redesconto intra-dia) quando necessário, através do monitoramento da conta de reservas dos bancos; c) um sistema de processamento de ordens de transferência eletrônica disponível (TED) em tempo real, entre os bancos; e, d) a indicação de que as câmaras de compensação deveriam adotar mecanismos mais rígidos de gerenciamento de risco (GOLDFAJN, 2003: 41; VALADARES e REIS, 2004: 7).

As reformas pós-estabilização também se estenderam ao desenvolvimento do mercado de crédito como um todo, em particular do mercado de crédito imobiliário, e à promoção de um maior acesso bancário e ao microcrédito por parte dos agentes.

Em relação ao desenvolvimento do mercado de crédito como um todo, foram tomadas diversas medidas, a partir da 2ª metade da década de 90 (VALADARES e REIS, 2004: 14-15):

- a) em 1997 foi criada a Central de Risco de Crédito, sob os cuidados do Banco Central, com o objetivo de melhorar as informações de crédito, possibilitando um melhor monitoramento dos riscos de crédito e a criação de uma base de dados sobre as operações de crédito que poderia ser utilizada tanto pelo setor financeiro ao conceder crédito (o que diminuiria o problema da seleção adversa), como em estudos e pesquisas acadêmicas a respeito do tema;

⁴⁵ Como ocorria nas liquidações diárias das reservas bancárias.

- b) em 1999, o Banco Central instituiu a Cédula de Crédito Bancário⁴⁶ (CCB) que buscava tornar o mercado de crédito mais dinâmico e seguro através do CCB que seria um título de crédito padronizado e que possibilitaria a recuperação dos capitais emprestados de maneira mais ágil e menos onerosa;
- c) em 1998, 2000 e 2001 o Conselho Monetário Nacional (CMN) aprovou medidas⁴⁷ para aperfeiçoar e ampliar o escopo das concessões de crédito por parte das instituições financeiras e sociedades de arrendamento mercantil, incluindo também, a concessão de crédito imobiliário direcionado a companhias securitizadoras de crédito imobiliário;
- d) em 2001, o Conselho Monetário Nacional autorizou o funcionamento dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) e fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento em direitos creditórios⁴⁸. Esses fundos têm como objetivo melhorar a liquidez das carteiras de crédito das instituições financeiras, preservando a solidez do sistema e gerando um ambiente mais propício ao aumento do volume de operações de crédito.
- e) em 2002, o CMN aprovou a realização de operações de derivativos de crédito⁴⁹ com o objetivo de: contribuir para a redução do *spread* bancário, aumentar os recursos totais disponíveis para a realização de operações de crédito, diversificar a estrutura do mercado de capitais. Através dos derivativos de crédito as instituições financeiras conseguem transferir parte do risco a que estão submetidas para outras instituições, e dessa forma, aumentam os seus limites operacionais.

Quanto ao mercado imobiliário, foram tomadas as seguintes medidas (VALADARES e REIS, 2004: 16-17):

⁴⁶ Medida Provisória nº 1.925 de 14/outubro/1999.

⁴⁷ Resolução CMN nº 2.561 de 5/novembro/1998, Resolução CMN nº 2.686 de 26/janeiro/2000 e Resolução CMN nº 2.836 de 30/maio/2001.

⁴⁸ Resolução CMN nº 2.907 de 29/novembro/2001 e Instrução CVM nº 356 de 17/dezembro/2001; Instrução CVM nº 393 de 22/julho/2003.

⁴⁹ Resolução CMN nº 2.933 de 28/fevereiro/2002.

- a) em 1997 foi criado o Sistema de Financiamento Imobiliário⁵⁰ (SFI) com o propósito de se estimular o desenvolvimento de um mercado secundário de letras hipotecárias no Brasil. Algumas características inovadoras do SFI eram: a alienação fiduciária de bens imóveis, a livre pactuação dos financiamentos em condições de mercado, a regulamentação das companhias securitizadoras e a criação do Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI).
- b) em 2001 duas novas medidas⁵¹ deram continuidade à implementação do SFI através da criação da Letra de Crédito Imobiliário (LCI) e da Cédula de Crédito Imobiliário (CCI), ambas com o intuito de fortalecer o mercado secundário de crédito imobiliário;
- c) também em 2001 foi instituído o patrimônio da afetação⁵² com o objetivo de reduzir os riscos de falência da incorporadora ao obrigar o incorporador a manter a contabilidade separada para cada empreendimento imobiliário e separada também da contabilidade da própria empresa;
- d) ainda em 2001 foi criado o Programa de Subsídio à Habitação de Interesse Social (PSH) com o propósito de viabilizar, através de recursos do Orçamento Geral da União, o acesso à moradia para as classes de baixa renda.

O grau de acesso da população ao mercado financeiro e ao mercado de microcrédito também tem sido itens de preocupação por parte do Governo:

- a) em 2002 foi criado o correspondente bancário⁵³ com o intuito de levar o sistema financeiro a localidades pouco atrativas para as instituições financeiras. O correspondente bancário funciona como um representante dos bancos através de um acordo entre a instituição financeira e uma empresa, geralmente local, e esta passa a executar uma série de serviços financeiros tais como: a recepção e encaminhamento de propostas de abertura de contas de depósitos à vista, depósitos à prazo e poupanças; o recebimento e pagamentos de contas; aplicações

⁵⁰ Lei nº 9.514 de 20/nov/1997.

⁵¹ A Medida Provisória 2.223 de 4/setembro/2001 criou esses dois novos instrumentos de crédito.

⁵² Medida Provisória 2.221 de 4/setembro/2001.

⁵³ Resolução CMN nº 2.707 de março/2002.

e resgates em fundo de investimentos; a execução de ordens de pagamento, a recepção e encaminhamento de pedidos de empréstimos e de financiamentos, a análise de crédito e cadastro, execução de cobrança de títulos. De acordo com Valadares e Reis (2004: 18): o número de correspondentes bancários chegou a 29.704 em jun/03, 75% maior que o número de agências bancárias no país no mesmo período;

- b) em jun/2003 foi editada uma norma criando conta especiais destinadas a atender a população de baixa renda com o objetivo de serem utilizadas para receber os pagamentos da população de baixa renda;
- c) a partir da 2ª metade da década de 90 o governo instituiu mudanças legais e regulamentares com o objetivo de expandir as atividades de microcrédito através da introdução novas formas institucionais no programa CrediAmigo do Banco do Nordeste do Brasil e no apoio financeiro do BNDES;
- d) em fev/2001 houve a criação das Sociedades de Crédito ao Microempreendedor (SCM)⁵⁴, com o objetivo exclusivo de prover crédito a pessoas físicas e microempresas;
- e) em 2000⁵⁵ os bancos cooperativos (as antigas cooperativas de crédito foram transformadas em bancos cooperativos através da Resolução CMN 2.193, o que possibilitou o seu acesso direto ao mercado financeiro, serviços de compensação e conta de reservas bancárias) foram colocados praticamente em condições de igualdade aos bancos comerciais, podendo realizar a abertura de seu capital e se constituir na forma de bancos múltiplos. Além disso, passaram a poder contratar operações de crédito rural subvencionadas pela União.

Em relação ao desenvolvimento do mercado de capitais, ocorreram alguns avanços no sentido de aumentar a proteção dos acionistas; a falta de proteção dos investidores é apontada como uma das causas do baixo desenvolvimento do mercado acionário brasileiro:

⁵⁴ As SCM's foram criadas através da Lei nº 10.194 de fev/2001.

⁵⁵ Resolução CMN 2.788 de 2000.

a) em out/2001 foi aprovada a nova lei das Sociedades Anônimas⁵⁶ que restabelecia alguns direitos dos acionistas minoritários e garantia outros, representando um avanço em relação aos direitos dos acionistas minoritários, com medidas tais como:

- o fechamento de capital somente poderá ser realizado mediante a oferta pública de todas as ações em mercado por “preço justo”;
- a introdução do direito de retirada em casos de cisão, fusão ou incorporação da companhia que implique em mudança do seu objeto social, redução do dividendo obrigatório ou participação em grupos de sociedade;
- foi restabelecido o *tag along*, ou a obrigatoriedade por parte do comprador de uma companhia aberta de realizar a oferta pública de aquisição das ações com direito a voto que sejam de propriedade de sócios minoritários, de modo que o preço mínimo pago por essas ações seja igual a no mínimo 80% do valor pago por ações similares integrantes do bloco de controle;
- redução do limite máximo de ações preferenciais sem direito a voto de 2/3 para 50% do total de ações emitidas para as novas companhias ou companhias que venham abrir o seu capital; as companhias abertas já existentes podem manter a proporção de 2/3 de ações preferenciais mesmo para novas emissões;
- foi restituída a preferência efetiva sobre a distribuição do fluxo de caixa às ações preferenciais;
- concedeu também aos minoritários melhores instrumentos de participação e fiscalização dos negócios das empresas;
- foi proposta a ampliação dos mecanismos de transparência e fiscalização das empresas;

⁵⁶ Lei no 10.303 de 31/outubro/2001.

- direito de certas minorias acionárias detentoras de determinado percentual de participação elegerem, por votação em separado, representantes no Conselho de Administração e Fiscal.
- b) em dez/2000 ocorreu a criação do Novo Mercado pela Bovespa como um segmento especial de listagem de ações de companhias que se comprometam voluntariamente a adotar as boas práticas de governança corporativa. A Bovespa criou também dois níveis de governança corporativa: Níveis I, no qual a empresa se compromete com regras que permitem uma melhor prestação de informação e dispersão acionária, e Nível II, no qual as empresas se comprometem com as obrigações do Nível I e também com um conjunto mais amplo de práticas de governança corporativa e direitos a acionistas minoritários.

2.2 O debate recente

Dado o contexto de inflação elevada até meados de 1994, a maior parte da pesquisa na área de economia monetária e financeira esteve focada em questões de curto prazo, mais voltadas para o estudo de conjuntura econômica do que para as questões estruturais: a alta inflação, o regime de dívida externa, a independência do Banco Central, os ganhos de *floating* dos bancos, as questões relacionadas a escolha entre âncoras monetárias ou cambiais, etc. A questão do financiamento de longo prazo da economia brasileira ressurge⁵⁷ com mais força na produção científica, no período pós Plano Real e baixos índices de preços, a partir do qual tornou-se possível vislumbrar um cenário de maior estabilidade macroeconômica no longo prazo (COSTA, 1997: 72-73).

Porém, é importante ressaltar que os estudos acadêmicos sobre o financiamento de longo prazo referem-se quase que exclusivamente ao financiamento do investimento deixando de lado as questões relacionadas ao financiamento de longo prazo do consumo, por ex. de bens duráveis e também o financiamento imobiliário. Nesse sentido, na grande maioria dos artigos relacionados ao tema são utilizadas as seguintes expressões: “financiamento do investimento”, “financiamento do desenvolvimento”, “financiamento da infra-estrutura”, “financiamento do crescimento” ou “financiamento da retomada do crescimento” como sinônimos para o conceito de financiamento de longo prazo. E, ainda pior, é a constatação de que dentre os já

⁵⁷ Lembrando que a questão do desenvolvimento de mecanismos privados de financiamento de longo prazo era um dos pilares das reformas financeiras de 1964/65 e foi retomada na reforma bancária de 1988.

escassos dados relacionados aos diferentes instrumentos de financiamento de longo prazo, praticamente nenhuma referência pode ser encontrada em relação aos volumes de financiamento de longo prazo do consumo. Outro consenso que parece existir é que as empresas brasileiras permanecem sendo financiadas pelo tripé recursos públicos, recursos externos e auto-financiamento, existindo uma retração do braço privado de financiamento de longo prazo. Assim sendo, esta seção irá tratar da caracterização recente do debate acerca da carência de mecanismos privados nacionais de financiamento de longo prazo do investimento produtivo.

De acordo com Hermann (2003: 243), o debate atual acerca do tema concentra-se em torno de duas visões: a visão dominante e a visão alternativa. Porém, parece ser consenso o seguinte ponto:

- a) o ambiente macroeconômico instável, com altas taxas de inflação, taxas de juros reais elevadas⁵⁸ e voláteis e instabilidade cambial, prejudicaram, por muitos anos, o desenvolvimento de mecanismos de financiamento de longo prazo no Brasil;

A visão dominante atribui as limitações do sistema privado de financiamento principalmente aos seguintes fatores:

- a) a insuficiência de poupança doméstica associada ao financiamento dos *déficits* do governo;
- b) a infra-estrutura jurídica e regulatória inadequadas.

E a interpretação alternativa aponta como principais questões:

- a) o que determina o potencial de financiamento do investimento são as diversas formas de alocação da poupança agregada, e não o seu volume;

⁵⁸ Vale lembrar que nos momentos de aceleração inflacionária a taxa de juros real encontrou-se negativa, como em alguns anos da década de 1980 e o ano de 1990, fato que não amenizou as dificuldades de financiamento de longo prazo.

- b) o modelo de gestão da dívida pública, mais que o desequilíbrio fiscal, aparece como um fator impeditivo do desenvolvimento do mercado de financiamento de longo prazo;
- c) o “problema da concorrência”: os ativos privados de longo prazo concorrem, através da comparação do risco-retorno, com os ativos privados de curto prazo e com os títulos públicos;
- d) a utilização de taxa de juros reais elevadas e garantias legais não são os melhores instrumentos para o desenvolvimento dos títulos privados de longo prazo: por um lado atraem os possíveis credores, mas por outro lado podem asfixiar os potenciais devedores.

2.2.1. Instabilidade macroeconômica e taxa de juros

O ambiente macroeconômico instável que tem caracterizado a economia brasileira desde a década de 80, e em particular as taxas de juros elevadas e voláteis, estão entre os principais impedimentos ao desenvolvimento dos mercados financeiros de médio e longo prazo no Brasil. O período pós-estabilização também tem se caracterizado por elevada volatilidade macroeconômica, apesar disso, o sistema financeiro brasileiro tem-se revelado bastante sólido, apresentado significativa resistência a choques econômicos e alto grau de confiança dos agentes econômicos, resquício das adaptações promovidas durante o período inflacionário, de reformas introduzidas pós estabilização, e de ações por parte do Banco Central em momentos de maior instabilidade. (VALADARES e REIS, 2004: 1).

A alta volatilidade das taxas de juros no Brasil pode ser verificada através dos sete ciclos de aperto monetário que o Banco Central promoveu desde 1995 corroborando a idéia de que a volatilidade da taxa de juros básica, a SELIC, foi bastante elevada no período. Entre 1995 e 2007 a SELIC apresentou um desvio padrão de 10,4% a.a. para uma taxa média nominal de 23,0% a.a.; a partir de 1999, porém, a volatilidade da taxa básica de juros diminuiu um pouco dada a adoção do regime de metas para inflação, fazendo com que no período de 1999-2007 o desvio padrão fosse de 4,1% a.a. e a taxa média nominal de 16,7% a.a., ainda representando um fator de risco ao alongamento de prazos dos ativos financeiros.

De acordo com Figueiredo e Megale (2006: 161), dois fatores principais podem ser elencados para explicar a alta volatilidade dos juros no Brasil:

- a) os choques inflacionários que ocorreram nas crises de 1997 a 2002 (choques negativos) e depois em 2003 e 2004 (choques positivos), contaminaram as expectativas futuras de inflação; o fato da economia brasileira ter saído recentemente de um período de inflação crônica e elevada acirrou esse processo.
- b) nesse ambiente instável e de taxa de juros de curtíssimo prazo elevadas, o investidor se sente extremamente confortável e, é induzido, a manter a sua carteira de ativos em papéis de curta maturação, além do que, o prêmio oferecido em títulos de maior duração é baixo quando comparado à taxa de juros básica.

Além disso, desde o início da década de 1980, com algumas poucas interrupções e com diferentes motivações ao longo do período, a política monetária foi orientada pela busca de taxa de juros nominal básica elevada, com o intuito de manter a taxa de juros real e demais taxas de juros do mercado financeiro em níveis positivos⁵⁹ (HERMANN, 2003(a): 270).

De acordo com Garcia e Salomão (2006: 140), a evidência internacional (em países com experiências bem sucedidas de alongamento de títulos financeiros, como Israel, Polônia e México), sugere que o alongamento dos títulos não é possível em um ambiente de taxa de juros elevada e volátil como a SELIC, de maneira que, o alongamento será incentivado à medida em que a taxa de juros for sendo reduzida mantendo-se a inflação controlada. Corroborando essa afirmação, Hermann (2003(a): 277) aponta que a teoria financeira recente (como a teoria do racionamento de crédito em mercados com informação imperfeita – ver seção 1.4.2 cap.1) sugere que uma política prolongada de juros altos acaba, depois de um certo tempo, por aumentar o risco percebido pelos agentes, uma vez que os juros elevados por muito tempo podem gerar novos inadimplentes, bem como impossibilitar o refinanciamento dos antigos, esbarrando na propensão a risco dos emprestadores. Dessa forma, os agentes irão aumentar a sua preferência por liquidez, acentuando as pressões altistas sobre a taxa de juros.

Atuando nesse sentido, o Banco Central vem reduzindo os spreads das operações de crédito através diminuição gradual de requerimentos de reserva e cortes na taxa de juros do mercado financeiro, via redução na taxa básica de juros. A redução da taxa básica de juros, além de contribuir para a diminuição do *spread* bancário, contribui para atenuar a elevada

⁵⁹ É importante lembrar que em períodos de aceleração inflacionária nem sempre foi possível manter a taxa de juros real em níveis positivos e elevados, fato que continuava a impedir o desenvolvimento do financiamento de longo prazo.

preferência por liquidez característica do mercado brasileiro. Adicionalmente à redução da taxa básica de juros, a adoção de medidas com o objetivo de criar vantagens comparativas para os ativos de longo prazo, em comparação aos de curto prazo, por exemplo, através da redução do retorno líquido dos ativos de curto prazo, iriam contribuir para o desenvolvimento do financiamento de longo prazo no Brasil (HERMANN, 2003(a): 289).

2.2.2 Insuficiência de poupança doméstica

Essa discussão baseia-se no entendimento, por parte da visão convencional, da necessidade de poupança prévia para o financiamento do investimento nos moldes da síntese da teoria convencional apresentada na seção 1.1 do capítulo 1, e mais especificamente, na seção 1.4 com a teoria da repressão financeira de Shaw-McKinnon. A argumentação foca na deficiência de poupança *doméstica* e interpreta a identidade contábil expressa em $S = I$ (poupança = investimento) como uma relação de causalidade da direita para a esquerda, ou seja, há a necessidade de poupança acumulada previamente para financiar o investimento. Decompondo a poupança agregada (S):

$$S = I$$

$$S_p + S_g + S_x = I$$

onde: S_p = poupança doméstica privada

S_g = poupança do governo

S_x = poupança externa absorvida pelo país = déficit em conta corrente

Fazendo $S_p + S_g = S_d$ = poupança doméstica, obtém-se:

$S_d + S_x = I$, e rearranjando:

$$S_x = (I - S_d)$$

Ou seja, a ocorrência de um déficit em conta corrente ($S_x > 0$), ou a absorção de poupança externa, é equivalente em valor, e tem como causa, o excesso de investimento sobre o montante de poupança doméstica existente igual a $(I - S_d)$. Uma vez interrompida a entrada

de poupança externa no país haverá restrição ao crescimento, explicado pela insuficiência de poupança doméstica (HERMANN, 2002(a): 256).

Corroborando a visão convencional, Malan (2002: 188) afirma que o crescimento da economia brasileira em uma perspectiva de médio e longo prazo envolve o aumento da poupança privada doméstica:

(...) mediante a criação de instrumentos financeiros que permitam decisões de poupança e de investimento de médio e longo prazo. (...) Um déficit do balanço de pagamentos em conta corrente é uma expressão de um excesso de investimento sobre poupança interna disponível. (...) Quando não se deseja reduzir o investimento privado e o público, a poupança agregada precisa aumentar, isto é, a poupança privada precisa aumentar e a despoupança, ou poupança negativa, ou déficit público consolidado, precisa ser reduzida.”

No mesmo sentido, Giambiagi (2002: 130-132) afirma que:

De modo geral, os indícios disponíveis apontam para a importância de que a taxa de investimento se recupere, como condição *sine qua non* para poder alcançar taxas de crescimento maiores, o que deverá requerer, concomitantemente, uma elevação da taxa de poupança agregada da economia. (...) uma melhora das perspectivas de crescimento, baseada na recuperação do investimento, terá que consistir na contenção do crescimento do consumo – público e privado – a taxas inferiores às do PIB. (...) mecanismos de estímulo à poupança doméstica privada desempenharão um papel importante nesse processo. Ao mesmo tempo, a continuidade da austeridade fiscal, combinada com uma redução gradual da taxa de juros deveria permitir uma diminuição das necessidades de financiamento do setor público e uma melhora da poupança pública.

As duas citações acima introduzem uma “versão fiscal” do argumento de insuficiência de poupança doméstica que aponta o desequilíbrio fiscal (em países como o Brasil) como a principal causa de tal deficiência, uma vez que baixa poupança do governo (S_g), a médio prazo, restringe também a poupança doméstica privada (S_p) através da redução do crescimento econômico. Nessa versão, para se recuperar os mecanismos de financiamento de longo prazo é necessário alterar a composição da renda nacional aumentando a poupança doméstica (S_d) através da diminuição do consumo privado e/ou público e ajuste fiscal (HERMANN, 2003(a): 257).

A versão fiscal aponta para o problema do chamado *crowding out*, que corresponde ao desvio de recursos da poupança doméstica para o financiamento dos gastos do governo, em detrimento do financiamento dos investimentos privados. Essa disputa por recursos eleva a taxa de juros provocando uma redução nos investimentos, e o aumento da poupança privada

(graças à elevação das taxas de juros) irá financiar o déficit público (CÂNDIDO Jr, 1999: 21).

Assim sendo:

o equacionamento das contas públicas é de fundamental importância para se evitar um hiato de recursos disponíveis no financiamento dos investimentos. Para garantir a efetividade dos investimentos, é necessário agir em duas frentes: a) em primeiro lugar, é preciso adotar mecanismos de incentivo à poupança, os quais podem ser conseguidos por meio de uma reforma tributária que penalize menos a produção e mais o consumo (...) e garantir uma reforma previdenciária que tenha impacto positivo sobre a poupança do governo central e poupança privada (...); b) em segundo lugar, é preciso contar com um sistema financeiro capaz de garantir um fluxo de financiamento de longo prazo, a custos compatíveis com aqueles observados no mercado internacional. (CÂNDIDO Jr, 1999: 25)

Essa discussão engloba também o 1º canal de transmissão do Modelo de Shaw-McKinnon (seção 1.4 do capítulo 1), ou seja, a relação positiva entre o nível da taxa de juros reais e a disponibilidade de poupança agregada. O que se verificou no Brasil, na 2ª metade dos anos 90, foi que mesmo em um ambiente com taxas de inflação baixas e controladas e taxas de juros nominais elevadas, e portanto taxas de juros reais elevadas, a taxa de retorno real líquida sobre os ativos de longo prazo mantiveram-se baixas devido a ocorrência da alta tributação sobre operações e lucros financeiros, o alto custo associado às reservas compulsórias, regra da Basileia, entre outros, e os riscos elevados das operações de crédito.

Do outro lado da discussão acerca da insuficiência de poupança doméstica como fator limitante do financiamento de longo prazo encontra-se a teoria pós-keynesiana (como apresentada na seção 1.2 do capítulo 1). De acordo com a literatura pós keynesiana, a visão clássica equivoca-se ao colocar a disponibilidade de poupança privada doméstica no centro da discussão, e coloca em seu lugar a disponibilidade de condições adequadas de instrumentos e instituições financeiras. Corroborando os escritos de Keynes acerca da questão referente à alocação da poupança ou disponibilidade de liquidez, Carvalho (2005: 13) afirma que: *“Poupança é menos um problema por seu volume que por sua estrutura, que tem a ver menos com hábitos da população que com estruturas do mercado financeiro”*. O que pode restringir o financiamento de longo prazo é o excesso relativo de preferência por liquidez dos bancos e investidores institucionais privados, excesso este não compensado por uma elevação na oferta de crédito público, e não a insuficiência de poupança (CARVALHO, 2005: 13; HERMANN, 2003(a): 264).

De acordo com a teoria keynesiana, o volume de poupança existente somente será um fator limitante ao financiamento quando a economia estiver operando em pleno emprego de

maneira que não será possível haver crescimento sem diminuição do consumo. Além disso, ao contrário do que afirma a visão dominante, a absorção de poupança externa não implica em incapacidade de geração de poupança interna, já muitas vezes refere-se a preços relativos como por ex., a ocorrência de taxas de câmbio sobrevalorizadas (CARVALHO, 2005: 16-17).

Para a visão pós-keynesiana, o Brasil, desde o 2º mandato do Presidente Fernando Henrique Cardoso (1998-2002), apresentou uma combinação de política de juros reais elevadas e política fiscal restritiva caracterizada pela busca de superávits primários crescentes, de acordo com a recomendação da visão convencional para a resolução da questão de insuficiência de financiamento do investimento. Porém, a literatura pós-keynesiana afirma que tal combinação de políticas não alcançou os resultados desejados:

(...) os efeitos restritivos dessa política sobre o consumo agregado, e conseqüentemente, sobre as vendas e os lucros empresariais, tendem a desestimular novos investimentos, limitando, em vez de expandir, a capacidade de crescimento da economia. Nesse processo, a própria poupança agregada acaba por ser também reduzida, acompanhando a queda da renda, e o esforço de ajuste fiscal tende a tornar-se inócuo, devido à queda da arrecadação tributária e ao aumento das despesas do governo com juros sobre a dívida pública – exatamente como se tem visto no Brasil desde o segundo mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso.” (HERMANN, 2003(a): 264-265)

2.2.3 Gestão da dívida pública

O modelo de gestão da dívida pública introduz importantes distorções no mercado de ativos financeiros. A autoridade monetária no Brasil tradicionalmente atua como “*provedora de um seguro de custo zero contra o risco de mercado, dando garantias excessivas ao sistema financeiro*” (MORAES, 2006: 257). De acordo com Lopes, 2006: 329, aproximadamente 52% da dívida pública em poder do público consistem em títulos indexados à taxa *overnight* do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC), cuja duração é de um dia. Os títulos públicos federais brasileiros apresentam características particulares que os colocam em posição privilegiada em relação aos demais ativos financeiros. Além da vantagem natural dos títulos públicos federais sobre os títulos privados, ou seja, o fato de apresentarem o menor risco de crédito do mercado (como em qualquer país), dado o lastro do Tesouro Nacional, mas também os riscos de mercado são menores. Isso porque os títulos públicos federais são

indexados às variáveis mais voláteis e incertas do mercado⁶⁰, como as taxas de juros, taxas de câmbio e inflação, fato que tornam os títulos públicos federais um ativo financeiro especial já que conseguem combinar elevada rentabilidade, baixo risco e alta liquidez (HERMANN, 2003(a): 282; LOPES, 2006: 329).

Em mercados normais, os títulos públicos apresentam um *trade-off* entre risco e retorno variável com a maturidade do papel. O risco de crédito refere-se ao risco de falência por parte da entidade emissora; o risco de liquidez é geralmente administrado pelo gestor da dívida distribuindo-o pelas diferentes maturidades em que o título é negociado. No Brasil, o risco de crédito é inexistente dado que a entidade emissora é o próprio governo, o risco de mercado foi eliminado pela indexação dos títulos à taxa de juros de curto prazo (SELIC) e o risco de liquidez é minimizado pela postura do Banco Central de sempre servir de comprador de última instância dos mesmos (CARVALHO, 2005: 23).

Assim sendo, os títulos privados, inclusive os de curto prazo e pior ainda a situação dos de longo prazo, não conseguem competir com as vantagens oferecidas pelos títulos públicos. Nesse contexto, os aplicadores (sejam instituições financeiras ou pessoas físicas) não têm estímulos para aceitar outras combinações de maturidade e rentabilidade; e qualquer proposta de desenvolvimento do mercado de títulos privados (em especial de longo prazo) será inócua (CARVALHO, 2003: 20-23).

De acordo com Franco (2006: 287):

A concentração da dívida pública em LFT's, as práticas do DEMAB⁶¹ na mecânica do overnight e o desinteresse ou dificuldade do Tesouro em construir curvas longas em vários indexadores tem resultados extremamente nocivos para o mercado de capitais, em especial para os instrumentos de dívida privada de maior duração que são essenciais para os projetos de investimento em infra-estrutura.

É necessária, então, uma mudança no perfil da dívida pública brasileira no sentido de promover uma redução na oferta de títulos indexados e o alongamento gradual da dívida pré-fixada. Adicionalmente, deve-se estimular que as captações de recursos por parte das instituições financeiras ocorram via emissão de notas e bônus, papéis de maturidade maior, ao invés das letras, de menor maturidade. Esse estímulo para o alongamento dos prazos dos títulos privados poderia ocorrer, por ex., através de benefícios fiscais para aqueles que mantivessem o título em carteira até o seu vencimento. Uma outra medida possível seria a

⁶⁰ De acordo com Hermann (2003(a): 278), “a indexação da dívida pública às variáveis mais voláteis da economia não foi uma novidade no período pós-1999. Esse modelo foi gestado no Brasil desde 1964, quando se criou a correção monetária sobre a dívida pública.”

restrição, por parte da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), da liquidez diária dos fundos mútuos (CARVALHO, 2003: 21; FRANCO (2006: 289); HERMANN, 2003(a): 282).

2.2.4 Infra-estrutura jurídica e regulatória inadequadas

Apesar das recentes reformas e mudanças introduzidas após a estabilização com o intuito de modernizar e aperfeiçoar o sistema financeiro (ver subseção 2.1.4, cap. 2) os seus efeitos sobre o alongamento do crédito e/ou sobre a sua redução de custo ainda não sortiram muitos resultados. Um dos entraves frequentemente citados pela literatura são os problemas relacionados à incerteza jurisdicional ou infra-estrutura jurídica e regulatória inadequadas, como já apresentado na subseção 1.6.3, capítulo 1. Por incerteza jurisdicional entende-se instabilidade e insegurança que muitas vezes os contratos financeiros, firmados sob a jurisdição brasileira, apresentam. Tais fatores inibiriam a aplicação por parte dos agentes privados em instrumentos de longo prazo sujeitos à jurisdição brasileira e assim reduziriam a magnitude do mercado financeiro interno de longo prazo (BACHA, 2005: 169).

De acordo com estudos recentes, o grau de desenvolvimento do mercado financeiro e de capitais está positivamente relacionado à adequação do sistema legal e regulatório; do cumprimento dos contratos; da qualidade das informações prestadas publicamente pelas empresas; e, da proteção ao investidores.

Segundo Pinheiro (2001: 34), fatores como a falta de proteção aos direitos dos credores, aos direitos de propriedade e à regra de lei em geral, também seriam responsáveis pelo elevado *spread* cobrado pelos bancos, um dos fatores que acabam por reprimir as operações de crédito na economia. A ineficiência jurisdicional, que envolve a morosidade das decisões, o custo de uso da Justiça e o risco advindo da falta de imparcialidade e previsibilidade, é um fator importante na determinação dos custos elevados de *spread* (além das despesas custos com falências, inflação, taxa Selic, custos administrativos e tributos diretos e indiretos. GOLDFAJN *at alli*, 2003: 35). De acordo com estimativas de Aith (2000; *apud* Pinheiro, 2003), aproximadamente entre 10% e 30% do *spread* bancário é explicado pela ineficiência do judiciário.

Segundo Reis e Valadares (2004: 45) uma ação de reconhecimento de dívida no Brasil pode levar de 5 a 7 anos, e uma ação de execução pode levar aproximadamente o mesmo tempo, de forma que a cobrança judicial deixa de ser vista pelos devedores como forma crível

⁶¹ Departamento de Operações do Mercado Aberto do Banco Central do Brasil.

de recuperação do crédito; o que os induz a recorrer sempre que possível à decisões judiciais e a recusar qualquer tipo de negociação extrajudicial.

Já o elevado custo da cobrança judicial inviabiliza que empréstimos de pequenas magnitudes sejam recuperados através desse mecanismo. Segundo Pinheiro (2001: 37), os advogados de fora dos bancos cobram entre 10 e 20% do valor eventualmente recuperado, e além disso, os devedores de pequenos empréstimos geralmente não possuem bens passíveis de execução. Nesses casos, então, que incluem a recuperação de operações com cheque especial, crédito ao consumidor, empréstimos pessoais e demais operações de varejo, os bancos recorrem à cobrança direta ou contratam empresas de cobrança que costumam cobrar uma taxa de sucesso entre 5 e 10% do valor recuperado.

E, finalmente, argumenta-se que o Judiciário brasileiro apresenta um viés mais favorável aos devedores do que aos credores, tendência esta chamada de “politização” das decisões judiciais. Segundo essa visão, a posição dos magistrados não seria pautada pela lei, mas sim pelo objetivo de se fazer “justiça social”, na busca da redistribuição de renda e ativos. O devedor é visto de uma forma positiva, como aquele que gera empregos e riqueza ou como aquele indivíduo menos privilegiado vivendo em condições adversas. De acordo com uma pesquisa realizada por Pinheiro (2001), 73,1% dos magistrados brasileiros consideram que tomar decisões baseadas na busca de justiça social seja mais importante do que respeitar os contratos; especificamente em relação ao mercado de crédito, a proporção dos magistrados que consideram a tomada de decisões baseada na “politização” como algo frequente cai para 27,4%. Pesquisa similar realizada por Lamounier e Souza (2002; *apud* Arida, 2004: 6) revelou que somente 7% dos membros do judiciário se mostraram dispostos a tomar decisões independentemente de considerações sociais. Nesse sentido, quando uma nova legislação é aprovada, os bancos esperam até que um número significativo de magistrados estabeleça a sua interpretação sobre a questão, para depois adotarem operações baseadas na nova legislação. Assim sendo, a jurisprudência e os padrões de comportamento do judiciário tornam-se fatores tão importantes quanto a própria lei na tomada de decisões envolvendo questões creditícias. (ARIDA, 2004: 6; PINHEIRO, 2003: 39-42).

Todas essas incertezas relacionadas à infra-estrutura jurídica e regulatória brasileira ajudam a explicar tanto o baixo desenvolvimento do mercado de crédito de longo prazo no Brasil em Reais, quanto a inexistência de um mercado de longo prazo local denominado em moeda estrangeira. Pode-se mencionar, ainda, a inexistência de um mercado de longo prazo *offshore* denominado em Reais. A razão para tanto é que, em caso de litígio, o cumprimento dos contratos estaria condicionado às incertezas da jurisdição brasileira, uma vez que o Brasil

é o país emissor da moeda de referência, os contratos *offshore* são “contaminados” pela jurisdição brasileira. A manipulação da indexação dos contratos, alterações no padrão monetário, congelamento de ativos financeiros; anulação de cláusulas de reajuste em moeda estrangeira, entre outros, pontuaram a perda de valor dos contratos financeiros de longo prazo no Brasil. (ARIDA, 2004: 4-7).

2.2.5 Agenda Microeconômica

Essa discussão entende que a melhoria da situação macroeconômica por si só não é suficiente para desenvolver o mercado de financiamento de longo prazo no Brasil. Para tanto, é necessário buscar a solução para distorções microeconômicas presentes no sistema financeiro nacional, que acabam por elevar o custo das operações de crédito, entre elas: a elevada carga tributária que incide sobre a intermediação financeira encarecendo as operações tanto de captação no mercado de capitais, quanto os empréstimos bancários; o elevado recolhimento de compulsório por parte do Banco Central; o alto risco de inadimplência percebido pelos agentes financeiros; e, a existência de segmentos do mercado com baixa competitividade (REIS e VALADARES, 2004: 38).

A agenda microeconômica de reformas busca contemplar, então:

- a) a melhoria do sistema de garantias;
- b) melhoria da qualidade e disseminação de informações;
- c) redução da incidência de tributos sobre o sistema financeiro;
- d) estimular a concorrência bancária

A melhoria do sistema de garantias passa pelo aumento da qualidade das garantias e da redução do tempo de espera para o recebimento das mesmas (ver seção 2.2.5). Os diferentes tipos de garantias oferecidas nas diferentes modalidades de crédito existentes no Brasil induzem ao diferencial de *spread* praticado entre as categorias. As operações de financiamento de veículos acima de 90 dias, por ex, apresentam a alienação fiduciária do bem como garantia, reduzindo o *spread* utilizado para esse segmento. Outra questão a ser levantada em relação ao sistema de garantias refere-se à realização de operações de crédito com consignação em folha de pagamento. Tais operações têm, à primeira vista, o objetivo de melhorar as condições de garantias, reduzir a inadimplência e conseqüentemente reduzir as taxas de juros cobradas para essa modalidade. Porém, a médio prazo isso pode não ocorrer.

Isso porque é necessário verificar qual é o entendimento da Justiça sobre a questão. É sabido (ver seção 2.2.4) que o judiciário brasileiro tende a favorecer os devedores, em especial os trabalhadores menos favorecidos. A modalidade de crédito consignado associa a figura do trabalhador e do devedor de banco, abrindo espaço para o confronto de dois direitos fundamentais: o direito ao crédito e o direito a alimentos (REIS e VALADARES, 2004: 39-44).

A melhoria do monitoramento do risco dos potenciais devedores, por sua vez, refere-se ao aprimoramento da qualidade e disseminação, além de um maior detalhamento, das informações relativas aos tomadores de empréstimos. A utilização de forma ampla de cadastros positivos é, atualmente, impedida por restrições legais; e as centrais de informação de crédito como a Serasa e Central de Risco do Banco Central deveriam ser aperfeiçoadas para possibilitar que o sistema bancário possa lidar com combinações de risco profundamente diferentes daquelas que o setor habituou-se nos últimos anos (CARVALHO, 2003: 9; GOLDFAJN *at alli*, 2003: 39; REIS e VALADARES, 2004: 44).

Em relação à cunha fiscal (incidência de tributos), as características do desenho da tributação (impostos em cascata e elevada tributação) que incide sobre o sistema financeiro acabam por influenciar negativamente o desenvolvimento (e eficiência) do mercado de crédito e de capitais, com impactos sobre o seu custo e volume. De acordo com Reis e Valadares (2004: 47), incidem atualmente cinco tipos de impostos sobre a intermediação financeira, são eles: imposto de renda (IR), contribuição social sobre o lucro líquido (CSLL); programa de integração social (PIS); contribuição para o financiamento da seguridade (COFINS); imposto sobre operações financeiras (IOF). Dos impostos citados, apenas o IR e o CSLL incidem sobre o valor adicionado. É importante lembrar que as instituições financeiras contribuem, ainda, com “fundo garantidor de crédito”, de incidência mensal, que permite aos correntistas recuperar, sob determinadas regras, os seus depósitos ou créditos mantidos em instituição financeira, em caso de falência ou liquidação.

Além da tributação direta, existe também a tributação indireta da intermediação financeira e que também influencia a elevação do *spread* bancário, a alocação eficiente dos recursos e a decisão de poupança de longo prazo. A tributação indireta engloba os depósitos compulsórios e o direcionamento do crédito para financiamento de atividades específicas, como habitação e agricultura, com taxas de juros subsidiadas que acabam pressionando para cima as taxas de juros cobradas nas operações de crédito com recursos livres (REIS e VALADARES, 2004: 49).

Quanto ao aspecto da concorrência bancária, entende-se que a margem líquida obtida pelos bancos seria muito elevada dada, entre outros fatores, pela pouca concorrência a que estariam submetidos. A estrutura bancária oligopolística permite que bancos líderes determinem referências de preços para serviços e a competição ocorre, principalmente, pela diferenciação de produtos, em sua maior parte destinados aos clientes de maior poder aquisitivo. De acordo um estudo do Bacen de 2002, “Economia Bancária e Crédito: avaliação de 3 anos do projeto de juros e spread bancário⁶²”, o item de maior peso na formação do *spread* bancário no Brasil é a margem de lucro dos bancos, o que indica que a baixa concorrência do segmento bancário é uma das justificativas para as elevadas taxas de juros vigentes. Para minimizar esses impactos, a atuação de órgãos de defesa da concorrência como o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), a Secretária de Direito Econômico (SDE) do Ministério da Justiça, e a Secretaria de Acompanhamento Econômico (SEAE) do Ministério da Fazenda, deveriam ser mais efetivos no sentido de ampliar a concorrência bancária (CARVALHO, 2003: 11; HERMANN, 2003(a): 273; REIS e VALADARES, 2004: 53).

⁶² Este estudo está disponível em <http://www.bcb.gov.br>

3. ASPECTOS TEÓRICOS E METODOLÓGICOS RELATIVOS À QUANTIFICAÇÃO DO FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO NA ECONOMIA BRASILEIRA

Este capítulo discute as questões de natureza teórica e metodológica que dificultam substancialmente a quantificação da oferta de financiamento de longo prazo no Brasil. Para tanto, está dividido em cinco seções, além de um anexo metodológico.

A primeira seção repassa algumas definições básicas e discute um conceito particularmente difícil, que é a caracterização precisa do que se entende por "longo prazo", conceito que é empregado em geral como um número determinado de anos (muito variado, aliás), ou relacionado às operações destinadas ao financiamento do investimento, o que será designado doravante como "critério econômico" de longo prazo. A segunda seção discute as limitações dos dados disponíveis em termos de qualidade e abrangência, implicando em dificuldades metodológicas para a quantificação do financiamento de longo prazo no Brasil, bem como indicando a necessidade da estimação de séries a partir dos dados existentes. A terceira e a quarta seções apresentam os dados disponíveis para os mercados de crédito e de capitais, respectivamente, bem como a metodologia utilizada para a estimação das séries de longo prazo em cada um desses mercados. A quinta seção, por fim, apresenta as séries estimadas, cuja metodologia detalhada encontra-se no Anexo ao final deste trabalho.

3.1 Delimitação dos conceitos envolvidos

O financiamento⁶³ é viabilizado em dois mercados: o mercado de crédito e o mercado de capitais. As operações de crédito designam-se, normalmente, como aquelas que ocorrem no âmbito das instituições financeiras (principalmente dos bancos); e, o mercado de capitais, constituído pelas bolsas de valores, bancos de investimento, carteira de investimento dos bancos múltiplos, sociedades corretoras e outras instituições financeiras autorizadas, refere-se às transações de títulos e valores mobiliários, como as ações, debêntures, quotas de fundos de investimento e certificados, entre outros.

⁶³ Diferentemente dos empréstimos, os financiamentos são, usualmente, definidos como aqueles recursos tomados com destinação específica, como por ex. para a aquisição de bens duráveis ou imóveis. O conceito de "empréstimos", por sua vez, é atribuído, em geral, àqueles recursos com livre aplicação por parte do tomador, ou seja, sem destinação específica.

Já a busca por uma definição do conceito de longo prazo baseou-se em critérios de prazo (igual ou superior a 1, 3, 5 e 12 anos) e em critérios econômicos (relacionados ao financiamento do investimento), como será discutido adiante.

No mercado de crédito, geralmente as operações são realizadas de forma individualizada, ou seja, identificam-se as partes envolvidas (tomador e prestador) e os termos do contrato são definidos de acordo com necessidades específicas das partes em relação às taxas de juros, prazos, garantias ou outros termos que sejam considerados relevantes. Já no mercado de capitais, os valores mobiliários apresentam, em geral, características mais genéricas apesar de alguns títulos específicos permitirem a adequação aos interesses individuais.

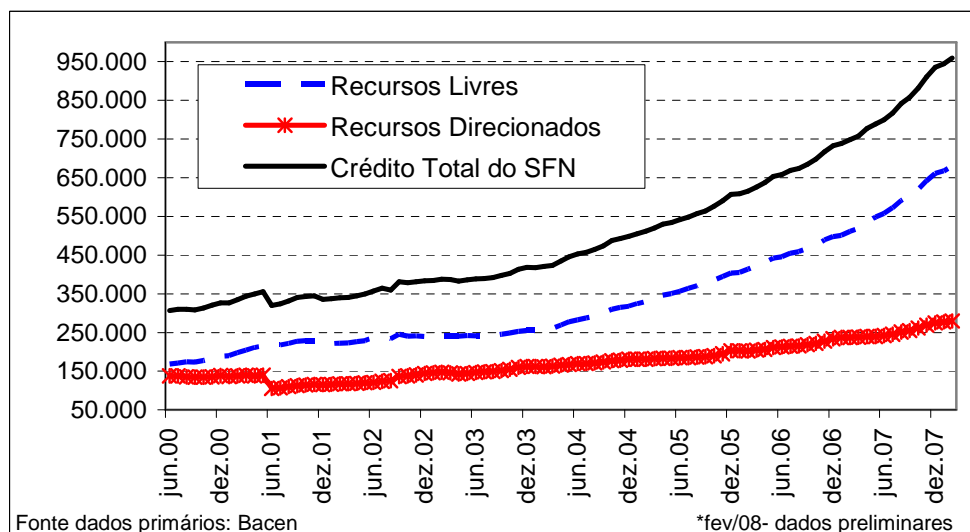
Os valores mobiliários podem ser diferenciados em títulos de dívida e de propriedade: os títulos de dívida são aqueles em que o capital cedido retorna aos prestadores após um período pré-estabelecido mais uma remuneração, de acordo com uma taxa de juros previamente acertada, sobre o capital investido; e, os títulos de propriedade são aqueles em que os seus detentores se tornam sócios dos agentes deficitários e recebem, como contrapartida pela cessão de capital, a participação nos lucros do empreendimento que foi financiado, além disso, são títulos cujo prazo de retorno e remuneração sobre o capital investido não são pré-estabelecidos (CARVALHO *et al*, 2000:240-241).

No Brasil, as operações de crédito podem ser divididas em operações com recursos livres e operações com recursos direcionados. Como recursos livres⁶⁴ entende-se a parcela do crédito total cujas condições contratuais não são objeto de destinação específica, ou seja, são pactuadas entre as instituições financeiras e os mutuários e exclui qualquer operação lastreada em recursos compulsórios ou governamentais. Já as operações de crédito com recursos direcionados⁶⁵ são aquelas realizadas com taxas ou recursos pré-estabelecidos em normas governamentais, destinadas, basicamente, aos setores rural, habitacional e de infra-estrutura. A evolução das operações de crédito, no período de junho/2000 a fevereiro/2008, com recursos livres e direcionados, pode ser observado no gráfico 1:

⁶⁴ Definição obtida na “Nota para a imprensa – Política Monetária e Operações de Crédito do Sistema Financeiro” - jan/07, do Banco central do Brasil.

⁶⁵ Idem nota anterior.

Gráfico 1 - Saldo das operações de crédito com recursos livres e direcionados: período de jun/00 a fev/08 - dados mensais em R\$ milhões correntes



De acordo com o gráfico, a participação dos recursos livres no total de operações de crédito mostrou-se, no período analisado, superior à participação dos recursos direcionados, principalmente a partir de meados de 2004 quando passou a apresentar taxas de crescimento mais elevadas. Na média calculada entre junho/2000 e fevereiro/2008, as operações de crédito com recursos livres e direcionados representaram 65% e 35%, respectivamente, do total de operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional.

Quanto à origem das operações de crédito, esta pode ser proveniente do sistema financeiro público, privado nacional ou estrangeiro. As instituições⁶⁶ que compõem o sistema financeiro público são aquelas em que os governos federal, estadual ou municipal detêm participação superior a 50% do capital votante; as instituições que compõem o sistema financeiro privado nacional são aquelas em que uma participação superior a 50% do capital votante pertence a pessoas físicas ou jurídicas domiciliadas e residentes no Brasil; e, o sistema financeiro estrangeiro diz respeito àquelas instituições com maioria do capital votante sob controle estrangeiro, seja direta ou indiretamente, e inclui também as instituições constituídas e sediadas no exterior com dependência ou filial no Brasil. É importante deixar claro que esta distinção entre sistema financeiro público, privado nacional e estrangeiro diz respeito ao controle de capital das instituições componentes de cada um desses segmentos do sistema financeiro nacional, e não à origem dos recursos utilizados nas operações de crédito, ou seja, se são recursos públicos, recursos domésticos ou recursos captados externamente.

⁶⁶ A definição das instituições que fazem parte dos sistemas financeiros público e privado foi estabelecida de acordo com a Carta-Circular 2.345, de 25/jan/1993, disponível no site do Banco Central: <http://www.bcb.gov.br>.

Entre junho/2000 e fevereiro/2008 observa-se um declínio da participação do sistema financeiro público e aumento da participação do sistema financeiro privado nacional sobre o total de operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional, além de uma pequena elevação da participação do sistema financeiro estrangeiro⁶⁷ (Tabela 1):

Tabela 1 - Saldo das operações de crédito - Origem dos recursos: Sistema Financeiro Público e Privado - participação % sobre o total de operações de crédito do SFN, saldos em final de período, jun/00 a fev/08

período	SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL			
	Sistema Financeiro Público	Sistema Financeiro Privado		
		TOTAL	Privado Nacional	Privado Estrangeiro
jun/00	51%	49%	29%	20%
dez/00	44%	56%	34%	22%
dez/01	35%	65%	39%	27%
dez/02	37%	63%	37%	25%
dez/03	40%	60%	39%	21%
dez/04	39%	61%	40%	22%
dez/05	37%	63%	41%	22%
dez/06	37%	63%	41%	22%
dez/07	34%	66%	44%	22%
fev/08	34%	66%	44%	22%

Fonte dados primários: Bacen

Voltando à descrição do mercado de capitais, este apresenta como principais títulos negociados as ações, as debêntures e as notas promissórias, além de quotas de fundos de investimento e certificados. As ofertas públicas e/ou captações no mercado de capitais podem ocorrer em mercados primários ou secundários. O lançamento de um título ocorre no mercado primário e é através desta colocação inicial que os emissores se capitalizam, ou seja, o fluxo de recursos vai dos investidores diretamente para o caixa dos emissores. Já a distribuição secundária caracteriza-se pela oferta de valores mobiliários já existentes, sem o aumento de caixa por parte dos emissores do título, ocorre somente uma transferência de recursos entre investidores.

Apesar dos mercados secundários não se caracterizarem como fonte de financiamento para os agentes, sua importância reside no fato de oferecer liquidez aos títulos já existentes, reduzindo os riscos existentes de se reter títulos, fortalecendo o mercado de capitais como um todo e possibilitando o crescimento de novas emissões no mercado primário. Dessa forma, o mercado secundário estimula de maneira indireta o financiamento das empresas.

⁶⁷ Explicações mais detalhadas sobre tais alterações nas participações institucionais do SFN podem ser encontradas no capítulo 2, seções 2.1.3 e 2.1.4.

O volume total ofertado nos mercados primário e secundário, para o período de junho/2000 a fevereiro/2008 pode ser observado nas Tabelas 2 e 3. O mercado primário tem como principais títulos ofertados: ações, debêntures, notas promissórias, fundo de investimento em direitos creditórios (FIDC) e fundo de investimento em participações (FIP). Esses títulos somados representam 97,7% do total de emissões primárias acumuladas no período de junho/2000 a fevereiro/2008 e a sua evolução pode ser observada na Tabela 2. A série para o mercado secundário, observada na Tabela 3, inclui a distribuição secundária de ações e certificados de depósito de ações, o mercado secundário de debêntures (Sistema nacional de debêntures - SND⁶⁸ e Bovespa Fix⁶⁹) e o volume negociado na Bovespa e na Sociedade Operadora de mercado aberto (SOMA)⁷⁰.

Tabela 2: Mercado Primário: principais títulos em R\$ milhões correntes e sua participação no total.

acum. no ano	TOTAL	%		%		notas		%		%		soma	
	MERCADO PRIMÁRIO (A)	ações (1)	sobre (A)	debêntures (2)	sobre (A)	promissórias (3)	sobre (A)	FIDC ^{1/} (4)	sobre (A)	FIP ^{2/} (5)	sobre (A)	(1) a (5)	% (A)
jun-dez/00	11.817	942	8%	5.701	48%	4.818	41%	0	0%	0	0%	11.461	97,0%
2001	22.999	1.353	6%	15.162	66%	5.266	23%	0	0%	0	0%	21.783	94,7%
2002	21.171	1.050	5%	14.636	69%	3.876	18%	200	1%	0	0%	19.763	93,3%
2003	10.112	230	2%	5.282	52%	2.128	21%	1.540	15%	127	1%	9.308	92,1%
2004	24.401	4.470	18%	9.614	39%	2.241	9%	5.089	21%	1.423	6%	22.838	93,6%
2005	61.606	4.365	7%	41.539	67%	2.632	4%	8.579	14%	2.120	3%	59.235	96,2%
2006	110.177	14.223	13%	69.464	63%	5.279	5%	12.777	12%	4.776	4%	106.519	96,7%
2007	99.539	33.201	33%	29.389	30%	8.253	8%	6.761	7%	15.974	16%	93.578	94,0%
jan-fev/08	37.045	21	0%	32.243	87%	1.760	5%	329	1%	1.855	5%	36.209	97,7%

Fonte dados primários: CVM.

^{1/} Fundo de investimento em direitos creditórios.

^{2/} Fundo de investimento em participações.

⁶⁸ O Sistema Nacional de debêntures (SND) foi criado em junho/1988 e surgiu de uma parceria entre a ANDIMA (Associação nacional das instituições do mercado financeiro) e a CETIP (Câmara de custódia e liquidação) com a missão de criar as condições ideais para o desenvolvimento do mercado de debêntures no Brasil. (Informações obtidas no site: <http://www.debentures.com.br>).

⁶⁹ O Bovespa Fix foi criado em 20/abril/2001 para ser o ambiente integrado para negociação, liquidação e custódia de títulos de renda fixa privada, tais como FIDC, nota promissória, CRI e debêntures. É um sistema dirigido por ordens, onde as operações são fechadas eletronicamente pelo melhor preço e obedecendo a ordem cronológica. (Informações obtidas no site da Bovespa <http://www.bovespa.com.br>).

⁷⁰ A Sociedade Operadora do Mercado Aberto (SOMA), controlada pela Bovespa, é responsável por administrar o mercado de balcão organizado, onde a negociação se dá exclusivamente através de sistema eletrônico. É o mercado que engloba as empresas de menor liquidez que pretendem mais tarde ter suas ações negociadas nas bolsas de valores. Apresenta como vantagens principais: menor custo e menores exigências. (Informações obtidas no site da CVM <http://www.cvm.gov.br>).

Tabela 3: Mercado Secundário: títulos negociados em R\$ milhões correntes.
Valores acumulados no período indicado - 2000 a 2008

acum. no ano	Distribuição secundária Ações	Certificado depósito Ações	Merc. Secund. Debêntures SND	Merc. Secund. Debêntures Bovespa FIX	Bovespa	Soc. Operad. Merc. Aberto SOMA	TOTAL MERCADO SECUND.
jun-dez/00	8.206	0	6.505	0	98.726	388	113.825
2001	4.309	258	17.378	42	150.305	511	172.802
2002	5.097	0	21.454	339	138.969	185	166.044
2003	1.856	637	23.816	395	204.584	174	231.462
2004	4.683	0	14.115	1.413	304.102	881	325.193
2005	6.635	3.143	19.163	324	401.152	137	430.553
2006	12.761	1.833	14.838	111	598.894	0	628.436
2007	34.121	1.540	27.305	132	1.199.307	0	1.262.406
jan-fev/08	0	0	11.476	22	243.081	0	254.578

Fonte dados primários: CVM.

Deve-se ressaltar, também, que no mercado de capitais pode ocorrer a negociação de direitos e recibos de subscrição de valores mobiliários e outros derivativos autorizados. Em relação a este último, apesar da importância dos contratos de derivativos ao permitirem a montagem de estratégias de investimentos, como alavancagem de posições, limitação de prejuízos (proteção ou *hedge*) e arbitragem de taxas de juros (mercado secundário), estes contratos não fazem parte do escopo do estudo aqui apresentado.

Em relação ao conceito de longo prazo, a busca por uma definição do que pode ser considerado como longo prazo mostrou a inexistência de parâmetros precisos. Foram encontrados na literatura econômica basicamente dois critérios gerais para a definição do conceito de financiamento de longo prazo: um relacionado ao prazo das operações em anos e outro relacionado à destinação dos recursos financeiros, ou seja, aqueles recursos destinados ao financiamento do investimento produtivo.

De acordo com *The New Palgrave: a dictionary of economics* (1987: 238-240), os conceitos de curto prazo e longo prazo não apresentam um significado uniforme, único, mas sim uma variedade de aplicações, dependendo do referencial teórico em questão. Desde os economistas clássicos, no séc XVIII, a teoria econômica utiliza como método de análise o “método de longo prazo” que investiga de que maneira a produção, distribuição e acumulação se comportam em uma economia de mercado. Com o surgimento dos economistas neoclássicos esse método continuou sendo utilizado, com destaque para Marshall, que em suas análises de equilíbrio parcial introduziu os conceitos de equilíbrio de temporário, equilíbrio de curto prazo e equilíbrio de longo prazo. No equilíbrio temporário a oferta é dada e o preço de equilíbrio é aquele que permite que essa oferta seja demandada. No equilíbrio de

curto prazo a quantidade ofertada pode variar, porém essa variação é permitida apenas por meio de modificações nos fatores variáveis de produção (matérias primas por ex.); os fatores fixos, como as instalações de uma empresa ou suas máquinas, não se alteram no curto prazo. O equilíbrio de longo prazo, por sua vez, assume que além das alterações nos fatores variáveis de produção, há tempo disponível para que a estrutura de capital fixo da produção seja alterada de acordo com as modificações desejadas nas quantidades ofertadas. Ainda de acordo com o verbete encontrado no *Palgrave*, Keynes por sua vez, foi um dos primeiros economistas a criticar o “método de longo prazo” e propôs um novo método de análise onde a estrutura de capital fixo da economia como um todo está dada. Os modelos pós-walrasianos também criticavam o equilíbrio de longo prazo neoclássico e propunham um modelo de análise onde todos os bens de capital são fixos, inclusive os capitais circulantes.

Na mesma direção, *The Penguin dictionary of economics* (1978: 260) afirma que, segundo a teoria a produção, o longo prazo é definido como aquele período de tempo que é longo o suficiente para que todos os fatores de produção possam variar, sendo que esse período de tempo difere de acordo com o ramo de atuação da firma em questão. Em outras palavras, o conceito de longo prazo não é o de um período de tempo fixo, igual, para todas as empresas de todos os setores da economia, mas sim varia de acordo com as características tecnológicas de cada setor.

Já o *Dicionário de economia do século XXI*, de Sandroni (2007: 496), afirma que longo prazo é utilizado para os vencimentos de débitos ou créditos que ocorrerão “após um período de tempo longo” que pode variar de acordo com o ativo em questão: uma letra de câmbio, por ex, é considerada de longo prazo quando indica aplicações de prazo igual ou superior a 360 dias; no caso da aquisição de um imóvel, ou de um empréstimo internacional, o longo prazo indica vários anos; e, no caso do âmbito financeiros, o longo prazo refere-se a um período superior a 5 anos.

Passando para o campo da administração financeira, Gitman (1997: 669), o longo prazo é aquele período que vai “além do ciclo de produção”, onde o ciclo operacional pode ser entendido como o período de tempo que vai do momento em que a empresa adquire matérias-primas, contrata mão de obra para o seu processo produtivo, realiza a produção, até o momento em que recebe o dinheiro pela venda do produto acabado. O longo prazo seria, então, o período de tempo que se estende para além do período de produção e que, portanto, varia de acordo com o ramo de atividade da empresa ou de acordo com os diferentes setores da economia.

O dicionário EnFin – Enciclopédia de Finanças, de Rudge (2006: 233) refere-se ao longo prazo como sendo o período no qual “todos os custos e fatores de produção podem ser alterados”. E, em termos contábeis é “o período que se estende por mais de um exercício”, ou seja é o período acima de 1 ano.

De acordo com parâmetros dos mercados internacionais, considera-se títulos de curto prazo como sendo aqueles com vencimento entre 1 e 5 anos, de médio prazo aqueles com vencimento entre 5 e 12 anos e de longo prazo aqueles com vencimento acima de 12 anos (LEVINSON,2005: 72). Segundo o guia *Guide to financial markets* publicado pela revista *The Economist*, a emissão de títulos com prazo acima de 30 anos é pouco freqüente e em vários países a maturidade dos títulos emitidos não ultrapassa 10 ou 20 anos.

Assim, dadas as diferentes interpretações para o conceito de longo prazo, as estimativas aqui apresentadas basearam-se em cinco critérios para a definição de longo prazo:

- a) o período referente ao longo prazo pode ser definido segundo os critérios contábeis utilizados para apuração de balanços patrimoniais, onde o longo prazo é estabelecido como sendo aquele prazo igual ou superior a 360 dias;
- b) período igual ou superior a 3 anos, como definido no quadro 29 da nota para a imprensa do Banco Central;
- c) período igual ou superior a 5 anos como definido para as operações no âmbito financeiro, de acordo com Sandroni (2007:496).
- d) período igual ou superior a 12 anos como definido pelos parâmetros do mercado financeiro internacional;
- e) o longo prazo pode ser definido de acordo com um critério econômico, ou seja, relaciona-se aos investimentos, ao financiamento da produção e do crescimento econômico. Não estaria incluído nessa definição o financiamento às atividades relacionadas ao consumo.

3.2 Dados disponíveis: qualidade, abrangência e dificuldades metodológicas

Uma vez definidos os conceitos mais gerais que nortearão este capítulo, volta-se a atenção às dificuldades metodológicas encontradas para a mensuração do volume de financiamento de longo prazo no Brasil. Das diversas dificuldades metodológicas impostas à tentativa de quantificação do financiamento de longo prazo, podem-se citar três grandes grupos:

1) dificuldades relacionadas à qualidade dos dados disponíveis:

1.a) período de abrangência dos dados relativos ao mercado de crédito;

1.b) dificuldades relacionadas à discriminação dos recursos segundo a origem - em públicos, privados nacionais ou captados no exterior;

1.c) critério utilizado pelo Bacen para a apuração dos prazos médios das operações de crédito.

2) as dificuldades metodológicas relacionadas à estimação dos prazos das linhas de crédito e dos valores mobiliários que não apresentam tais informações;

3) dificuldades relativas à construção de uma série histórica do “Financiamento de Longo Prazo” (FLP) de forma ampla, ou seja, uma série histórica que abranja tanto as operações de crédito quanto as operações do mercado de capitais, ambas de longo prazo;

3.2.1 Período de abrangência dos dados disponíveis

O primeiro subgrupo de dificuldades metodológicas trata do período de abrangência dos dados referentes ao mercado de crédito, divulgados pelo Banco Central, tanto em termos de volume quanto em termos de seus prazos médios. A maior parte das séries divulgadas, inclusive as séries utilizadas nesse estudo, têm início apenas em junho/2000, fato que impossibilita o estudo da evolução do crédito de longo prazo no Brasil por um período mais longo. Não é possível aprofundar a análise nem mesmo sobre os primeiros anos do Plano Real; período de especial interesse uma vez que marca o início da estabilidade de preços na

economia do país. A estabilidade de preços configura-se em um fator de extrema importância, tanto para o desenvolvimento de novas linhas de crédito, quanto para o aumento do volume de crédito como um todo. Assim sendo, o período de abrangência deste trabalho será limitado pela disponibilidade dos dados e não por critérios de análise econômica que certamente seriam mais relevantes ao se fazer um “corte” no tempo.

De acordo com os dados apresentados na Tabela 4 desde o Plano Real, a evolução das operações de crédito mostrou um desempenho mais acentuado a partir do ano de 2000. Enquanto o período todo, de julho/1994 a fevereiro/2008 apresentou crescimento, em termos reais, de 110% (aproximadamente 5,6% ao ano); o período de análise deste trabalho, entre junho/2000 e fevereiro/2008, registrou crescimento de 83% (aproximadamente 8,1% a.a). Já o mercado de capitais registrou um crescimento bem mais expressivo desde o Plano Real, de 102.838% acumulado entre jul/94 e fev/08 (aproximadamente 66,1% ao ano), e de 1310% no acumulado entre jun/00 e fev/08 (aproximadamente 40,7% ao ano).

Tabela 4 - Mercado de Crédito e de Capitais:

Var. % real^{1/} no período indicado

período	Total Crédito SFN ^{2/}	Total Valores Mobiliários ^{3/}
1994 jul-dez	11%	129%
1995	3%	0%
1996	-2%	197%
1997	-2%	-4%
1998	6%	186%
1999	-7%	264%
2000	7%	-3%
2001	-4%	15%
2002	2%	-17%
2003	2%	-58%
2004	12%	125%
2005	14%	138%
2006	17%	72%
2007	21%	15%
2008 jan-fev	2%	267%
jul94-fev08	110%	102838%
jun00-fev08	83%	1310%

Fonte dados primários: Bacen e CVM.

^{1/} valores corrigidos pelo IPCA para fev/08.

^{2/} saldos em final de período.

^{3/} mercado primário, fluxos anuais.

3.2.2 Origem dos recursos

O segundo subgrupo de dificuldades metodológicas refere-se à discriminação das origens dos recursos utilizados nas operações de concessão de crédito. A distinção encontrada nas estatísticas divulgadas para o mercado de crédito pelo Bacen, entre sistema financeiro público, privado nacional e estrangeiro, tratam do controle de capital das instituições financeiras em questão, e não da origem dos recursos, ou seja, se públicos, domésticos privados ou estrangeiros (internalizados pelas instituições financeiras em operação no território nacional). É importante salientar que os recursos estrangeiros captados no exterior não são registrados nas estatísticas de crédito, mas sim nas estatísticas referentes ao balanço de pagamentos.

Quanto à discriminação das operações de crédito em relação à origem de seus recursos, se públicos, doméstico privado ou externo, as estatísticas referentes ao mercado de crédito apresentam poucas informações. Além dos créditos concedidos provenientes do BNDES, facilmente identificados como recursos públicos (apesar de poder englobar recursos externos captados pelo BNDES), é possível distinguir as operações de ACC, *export notes*, repasses externos e financiamento de importações como sendo operações realizadas com recursos externos, e o crédito concedido com recursos livres para pessoas jurídicas como sendo provenientes de recursos domésticos, porém sem a devida separação entre recursos domésticos privados e recursos domésticos públicos. Dessa forma, o intuito de analisar a evolução do financiamento privado nacional de longo prazo também fica prejudicado.

3.2.3 O critério utilizado para apuração dos prazos médios

Em relação ao terceiro subgrupo de dificuldades metodológicas, o critério utilizado pelo Bacen para apurar os prazos médios das operações de crédito (fazendo a ressalva que apenas 55% do total do volume de crédito apresenta as informações de prazos médios) utilizam os respectivos volumes expressos em termos de saldo. Em outras palavras, significa dizer que as séries para os prazos médios divulgadas pelo Bacen referem-se aos volumes das operações de crédito expressos em saldos e portanto, não podem ser utilizados como aproximações para se distinguir os volumes de longo prazo expressos em fluxo, o que impossibilita a construção de uma série de crédito de longo prazo em termos de fluxo. Assim sendo, os dados de prazos médios calculados com bases em dados de estoque serão utilizados para a construção de uma série de crédito de longo prazo em termos de estoque.

3.2.4 Estimação de prazos médios

Quanto ao segundo grupo de dificuldades, e como será demonstrado adiante, 45% das operações de crédito, e a maioria dos valores mobiliários, não apresenta dados sobre os seus prazos médios. As principais dificuldades metodológicas para estimar os prazos médios dos itens de crédito e de valores mobiliários que não apresentam tais informações, são:

- a) apuração dos dados, ou seja, ora em termos de fluxo, ora em termos de saldo;
- b) periodicidade dos dados, ora mensal, ora anual;
- c) dificuldade de entendimento da abrangência dos dados coletados em diferentes instituições; em outras palavras, ausência de notas explicativas claras;
- d) falta de clareza na metodologia de coleta e apresentação dos dados;
- e) acesso restrito a determinados dados (fontes pouco “amigáveis”);
- f) período dos dados (data de início em que são disponibilizados).

3.2.5 Agregação dos dados de crédito aos dados do mercado de capitais

E por fim, quanto ao terceiro grupo de dificuldades, duas limitações metodológicas principais ocorrem ao se tentar agregar os montantes de crédito de longo prazo aos montantes de valores mobiliários de longo prazo no intuito de se propor uma série única para o financiamento de longo prazo como um todo. A primeira dificuldade trata da possibilidade de incorrer em erros de dupla contagem, ao se agregar os dados de crédito e valores mobiliários. A segunda dificuldade refere-se ao fato de que os dados para os valores mobiliários são divulgados somente em termos de fluxo, de maneira que, apesar de os dados disponíveis para as operações de crédito serem apresentado (dependendo da informação) em termos de saldo e também de fluxo, só seria possível construir uma série histórica para o financiamento de longo prazo em termos de fluxo, o que impossibilita a sua construção uma vez que não é possível se obter uma série de crédito de longo prazo também em termos de fluxo. Dessa forma, os dados do mercado de crédito e do mercado de capitais serão tratados separadamente.

3.3 Mercado de Crédito – dados selecionados, apresentação e abrangência

As operações do mercado de crédito são regulamentadas e supervisionadas pelo Banco Central do Brasil (Bacen), o que o torna a principal fonte de dados para essas operações. As estatísticas referentes às operações de crédito apresentadas pelo Banco Central incluem todas as informações registradas pelas instituições financeiras cujo risco de crédito é da própria instituição financeira.

Os créditos repassados por instituições não supervisionadas pelo Banco Central, como companhias securitizadoras, empresas de cartão de crédito que não se transformaram em bancos múltiplos e *factorings*, além do crédito entre empresas, entre outros, não estão compiladas nessas estatísticas. Também não são computadas algumas linhas de crédito com recursos repassados por fundos e programas oficiais com risco do repassador (por exemplo, determinadas linhas de fundos constitucionais, Tesouro, FGTS ou FAT), ou ainda, os créditos contratados (seja por instituições financeiras ou não financeiras) diretamente com instituições financeiras situadas no exterior. O Bacen computa e consolida as estatísticas de crédito do Sistema Financeiro Nacional; desta forma, as operações de crédito contratadas diretamente com instituições no exterior (financeiras ou não) não são registradas. Por exemplo, se uma empresa toma recursos do Banco Itaú Europa (sediado em Luxemburgo) ou com o Citibank de Nova Iorque, estas operações não entram nas estatísticas do Banco Central⁷¹.

Uma vez delimitada a abrangência das estatísticas relativas ao mercado de crédito apuradas pelo Bacen, pode-se voltar às diferentes aberturas apresentadas na “Nota para a imprensa – Política Monetária e Operações de Crédito do Sistema Financeiro⁷²”, publicada mensalmente pelo Banco Central. Nesta nota encontram-se cinco aberturas diferentes, todas em bases mensais, para a mensuração do volume total das operações de crédito no sistema financeiro nacional, em R\$ milhões:

- **Abertura I:** saldos com recursos livres e direcionados (quadros 9, 9-A e 10);
- **Abertura II:** saldo por atividade econômica⁷³ (quadros 12, 13, 14 e 15);

⁷¹ As referidas informações não entram nas estatísticas de crédito do Bacen, mas sim são contabilizadas na conta de capital do balanço de pagamentos. Informação obtida junta aos técnicos do Dimob/Depec, em Brasília, por email, em 18/out/07.

⁷² Daqui em diante, abrevia-se “Nota para a Imprensa – Política Monetária e Operações de Crédito do Sistema Financeiro” como “Nota para a Imprensa” apenas. É importante salientar que as citações à “Nota para a imprensa” utilizadas neste trabalho não se referem em nenhum momento às outras duas notas para a imprensa publicadas pelo Banco Central, ou seja, as notas que tratam do Setor Externo e da Política Fiscal.

⁷³ Essa abertura apresenta também a discriminação de acordo com o tipo de instituição financeira: pública, privada nacional ou estrangeira.

- Abertura III: saldo de acordo com a qualidade do crédito⁷⁴ (quadros 16, 17, 18 e 19);
- Abertura IV: saldos por faixa de valor (quadro 28);
- Abertura V: saldo das parcelas a vencer segundo a estrutura de vencimento (quadro 29).

A denominação em abertura I, II, III, IV e V (e I-A citada mais adiante) é uma nomenclatura criada para este trabalho e adotada nas próximas seções. A numeração dos quadros citados nas referidas aberturas, com o intuito de facilitar a análise, segue a mesma numeração dos quadros da Nota para a imprensa do Bacen.

Como o intuito principal do presente trabalho é buscar uma estimação para a evolução do volume de financiamento de longo prazo no Brasil, as aberturas I e V se mostraram as mais adequadas para esse fim. Isso porque:

- a Abertura I - “Saldos com Recursos Livres e Direcionados” - é a única que apresenta informações relativas aos prazos médios das operações, (ainda que não para todas as rubricas), e, por esse motivo, foi escolhida como ponto de partida para a estimacão do volume de crédito de longo prazo (tanto em termos de estoque quanto em termos de fluxo).
- a Abertura V - “Saldo das parcelas a vencer segundo a estrutura de vencimento” - faz o registro das operações segundo os seus prazos de vencimento: curtíssimo prazo (até 180 dias), curto prazo (181 a 360 dias), médio prazo (361 a 1088 dias), longo prazo (acima de 1088 dias) e prazo indeterminado. Algumas ressalvas devem ser feitas em relação a essa abertura: a) a definição de longo prazo acima de 1088 dias deve estar equivocada, o correto deve ser 1080 dias ou 3 anos; b) não foi possível, junto ao Banco Central, a obtenção de uma justificativa do porquê o período de longo prazo é definido como aquele prazo igual ou superior a 3 anos; c) essa série tem início somente em dezembro/2002 e não apresenta discriminação das rubricas que a compõe.

Consideradas as ressalvas feitas à abertura V, não foi possível utilizá-la para analisar a evolução do crédito de longo prazo no Brasil; assim sendo, foi preciso construir uma série mais detalhada e mais longa que possibilitasse uma análise mais apurada da questão. Para tanto, conforme mencionado acima, foram utilizados os dados da abertura I que têm início em

⁷⁴ Idem nota anterior.

junho/2000 e apresentam maior detalhamento das operações; e a série de longo prazo da abertura V servirá como um parâmetro para avaliar a qualidade das estimativas realizadas a partir da abertura I, conforme pode ser observado na subseção 4.1.2 do capítulo 4.

É importante ressaltar que tanto a abertura I quanto a abertura V registram as informações de acordo com o “saldo das operações em final de período”⁷⁵:

Saldo de final de mês anterior

(+) apropriação de encargos financeiros do mês⁷⁶

(+) concessões no mês

(-) amortizações realizadas no mês.

(=) Saldo em final de período

Existe, porém, uma pequena diferença de registro entre as aberturas I e V: a abertura I inclui, além do saldo das operações a vencer, as operações já vencidas e não pagas; e a abertura V inclui somente o saldo das operações a vencer, não considerando o saldo inadimplente.

Como já mencionado, não são todas as rubricas da abertura I que apresentam informações sobre seus prazos; mais especificamente, somente as linhas referentes ao “crédito referencial para taxa de juros” é que registram tais informações. O crédito referencial para taxa de juros é definido como a parcela do crédito com recursos livres, ou um subconjunto das operações com recursos livres, que é usada para calcular as taxas de juros do Sistema Financeiro Nacional. As informações das linhas que compõem o crédito referencial para taxa de juros são enviadas pelas instituições financeiras ao Banco Central conforme o disposto na Circular 2.957 de 30/12/99⁷⁷, que definiu as modalidades de operações de crédito consideradas no cômputo e acompanhamento das taxas de juros. Para isso, a Circular determina às instituições financeiras o envio periódico de informações, compreendendo taxas de juros, prazos, saldos, concessões e níveis de atraso.

⁷⁵ A definição do conceito de saldos em final de período foi obtida junto aos técnicos do Depec/Dimob em Brasília, por email, em 24/jan/07.

⁷⁶ Encargos financeiros = quando se adquire uma dívida bancária, os encargos financeiros pactuados são apropriados pelo critério de competência (por exemplo, no mês, dia, trimestre, bimestre), de maneira que, em qualquer período, uma dívida vincenda é calculada com os encargos devidos. Por exemplo, um débito com juros de 12% a.a. lineares, e prazo de 1 ano, ao final de cada 30 dias, tem o seu valor atualizado em 1%. Na hipótese de pagamento antecipado, o valor devido não será atualizado por 12%, e sim por $(12/x)\%$, onde x ($1 < x < 12$) é o número de meses decorridos entre a contratação do empréstimo e o seu efetivo pagamento. Informação obtida junto aos técnicos do Depec/Dimob em Brasília, por email, em 25/jan/07.

⁷⁷ Esta circular pode ser encontrada no site do Banco Central do Brasil: <http://www.bcb.gov.br>.

A abertura das principais linhas que compõem o crédito referencial para taxa de juros e seus respectivos volumes encontra-se nos quadros 32, 33, 36 e 37 da Nota para a Imprensa (sendo que os dois primeiros registram fluxo e os dois últimos, saldo); e os prazos médios de tais linhas podem ser encontrados nos quadros 47 e 48. A determinação das linhas que fazem parte do crédito referencial para taxa de juros ocorreu em dezembro/1999 (por ocasião da edição da Circular 2.957), por serem, na época, as mais representativas no total do crédito com recursos livres concedido pelo Sistema Financeiro Nacional.⁷⁸ As taxas de juros calculadas com bases nessas rubricas são: taxa de juros pessoa física, taxa de juros pessoa jurídica, taxa de juros geral, subdivididas em taxas pré-fixadas, pós-fixadas e flutuantes (quadros 30, 41, 42, 43, 44, 45 e 46 da nota para a imprensa).

Daqui em diante, os quadros que compõem o crédito referencial para taxa de juros serão denominados como “abertura I-A”, pois nada mais são do que o detalhamento da rubrica de crédito referencial para taxa de juros, em sua principais linhas e respectivos volumes e prazos médios, rubrica esta presente no quadro 9 da abertura I. Assim sendo, a tentativa de estimação do crédito de longo prazo apresentada neste estudo baseou-se nos quadros da abertura I (quadros 9, 9-A e 10) e da abertura I-A (quadros 32, 33, 36, 37, 47 e 48).

De acordo com o Banco Central, as fontes dos dados apresentados nos quadros das aberturas I e IA são:

- Plano contábil das instituições financeiras (COSIF);
- Central de informação de crédito do Banco Central (SCR);
- transações no Sistema de informações do Banco Central (Sisbacen);
- informações extra contábeis.

O COSIF⁷⁹, criado em dez/87, tem como principal intuito uniformizar as informações e procedimentos contábeis das instituições financeiras integrantes do Sistema Financeiro Nacional. Para tanto, apresenta critérios de registro, estruturas de contas e modelos de documentos que devem ser observados e preenchidos pelas instituições financeiras, buscando facilitar o acompanhamento, análise, controle e avaliação do seu desempenho pelo Bacen. Dentre os documentos propostos pelo COSIF, merece destaque a “Estatística Econômico-

⁷⁸ A informação do critério de escolha das linhas que compõe o crédito referencial para taxa de juros foi obtida junto aos técnicos do Dimob/Depec, em Brasília, por email, em 18/out/07.

⁷⁹ Circular 1.273 de 29/dez/87, disponível no site do Banco Central do Brasil: <http://www.bcb.gov.br>.

Financeira” (Estfin), anexo obrigatório do balancete contábil mensal das instituições financeiras.

O SCR⁸⁰, criado em maio/2000, é um banco de dados sobre operações com características de crédito, alimentado mensalmente pelas instituições financeiras. O objetivo principal do SCR é permitir à supervisão do Banco Central aferir as condições econômico-financeiras das instituições financeiras, com o propósito de proteger os seus depositantes.

O Sisbacen⁸¹, por sua vez, é um conjunto de sistemas de informações, disponibilizados em rede e utilizados pelo Banco Central nas suas relações com o sistema bancário, interligando-o aos diversos agentes do sistema financeiro nacional. Permite, através do acesso interativo “on-line”, a coleta, armazenagem e troca de informações entre o Bacen e as instituições financeiras.

Dessa forma, as instituições financeiras (bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento, sociedades de crédito, financiamento e investimento, sociedades de crédito imobiliário, Caixa Econômica Federal, entre outras) fornecem os dados relativos às operações de crédito, diariamente ou mensalmente, a depender do dado, e de acordo com as instruções e documentos do Cosif, SCR e Sisbacen. O Banco Central, por sua vez, consolida tais informações, por modalidade, ao final de cada mês.

Voltando-se para a análise das séries históricas registradas nos quadros das aberturas I e I-A, que são a base para a estimação da série de crédito de longo prazo, observam-se duas deficiências principais em relação à sua disponibilidade, já mencionadas na seção 3.2 - Dificuldades metodológicas:

- a) conforme já mencionado, a maior parte das séries históricas (tanto em relação ao volume quanto em relação aos prazos médios) que compõem as aberturas I e I-A são divulgadas somente a partir de junho/2000, restringindo assim o início do período a ser analisado.
- b) analisando os dados mensais do volume de “crédito referencial para taxa de juros”, para o período de junho/2000 a fevereiro/2008, verifica-se que este representa, na média de todo o período, cerca de 55% do volume total de crédito concedido pelo Sistema Financeiro Nacional. Tomando-se como exemplo os dados (preliminares) para o mês de fevereiro/2008, o volume de “crédito

⁸⁰ Resolução 2.724 de 31/mai/00, disponível no site do Banco Central do Brasil: <http://www.bcb.gov.br>.

⁸¹ Descrição do Sisbacen obtida no site do Banco Central do Brasil (<http://www.bcb.gov.br>) em 23/ago/07.

referencial para taxa de juros” totalizou R\$ 541,7 bilhões ou 56% do total das operações de crédito do SFN (R\$ 959,5 bilhões). Dessa forma, pode-se afirmar que o Bacen disponibiliza o prazo médio de vencimento de aproximadamente 55% do saldo total das operações de crédito concedidas no Brasil; para os demais 45%, que não apresentam informações relativas aos seus prazos médios, são necessárias estimativas, apresentadas ao longo deste capítulo.

3.3.1 Estimação de prazos médios e do critério econômico – Mercado de Crédito

Analisando os dados do mercado de crédito, e como afirmado anteriormente, aproximadamente 45% do saldo das operações de crédito realizadas no sistema financeiro nacional não apresentam os seus prazos médios discriminados por modalidade, os quais devem ser estimados. Nesta seção apresentam-se os procedimentos utilizados para a estimação dos prazos médios de tais operações.

A metodologia utilizada partiu da abertura I, mais especificamente dos quadros 9 e 9-A (operações com recursos livres e direcionados, respectivamente), e buscou a sua compatibilização com os dados de outras instituições. Essa metodologia foi utilizada para a estimação das séries de crédito de longo prazo em termos de estoque (CLP_estoque). As Tabelas 5 e 6 abaixo partem dos quadros 9 e 9-A, respectivamente, e apresentam:

- a) as linhas de crédito que necessitam de estimação de prazos médios e as respectivas instituições utilizadas como parâmetro para essa estimação;
- b) as linhas que não necessitam de estimação de seus prazos médios pois já estão disponíveis nas estatísticas do Banco Central;

Tabela 5 - Abertura I: quadro 9 da Nota para a Imprensa do Bacen - Recursos Livres

Quadro IX - Recursos livres									
Série	Pessoas físicas				Pessoas jurídicas				
	Crédito referencial para taxa de juros	Cooperativas ^{1/}	Leasing	Outros ^{2/}	Recursos domésticos				Recursos externos - crédito referencial para taxa de juros
					Crédito referencial para taxa de juros	Leasing	Rural	Outros ^{2/}	
CLP_estoque	OK ^{3/} BACEN	Anuário Est. Créd. Rural	ABEL	n/d	OK BACEN	ABEL	Anuário Est. Créd. Rural	n/d	OK BACEN

1/ Inclui financiamentos rurais com recursos livres.

2/ Inclui parcela das faturas de cartão de crédito não financiadas, entre outras.

3/ A sigla OK significa que o Bacen disponibiliza informações sobre o prazo médio da rubrica em questão.

n/d: não disponível

Tabela 6 - Abertura 1: quadro 9-A da Nota para a Imprensa do Bacen - Recursos Direcionados

Quadro IX-A - Recursos direcionados						
Série	Recursos direcionados					
	BNDES		Rural ^{1/}		Habitação ^{2/}	Outros ^{3/}
	Direto	Repasses	Bancos e agências de fomento	Cooperativas		
CLP_estoque	BNDES	BNDES	Anuário Estat. Crédito Rural	Anuário Estat. Crédito Rural	BACEN	n/d

1/ Exclui operações de *leasing* e os financiamentos dietos e repasses do BNDES.

2/ Refere-se às operações realizadas com pessoas físicas e cooperativas habitacionais.

3/ Incluem, entre outros, financiamentos do Fundo Constituc. do Centro-Oeste (FCO) e créditos dos bancos de desenvolvimento e agências de fomento.

n/d: não disponível

Na Tabela 5 observa-se o quadro 9, da nota para a imprensa, que registra as principais rubricas das operações de crédito efetuadas com recursos livres, em suas principais aberturas. As linhas de “Crédito referencial para taxa de juros” - pessoa física, pessoa jurídica com recursos domésticos e pessoa jurídica com recursos externos – são as únicas linhas, divulgadas pelo Bacen, que apresentam informações sobre os seus prazos médios, em bases mensais, desde junho/2000, e por isso aparecem com a inscrição “OK Bacen” abaixo de cada uma delas.

Ainda na Tabela 5, para as linhas de “Leasing” – pessoa física e pessoa jurídica – foram utilizados os dados da Associação Brasileira da Empresas de Leasing (ABEL) como *proxy* para os seus prazos médios, uma vez que os dados da ABEL são expressos em termos de saldos.

Em relação às linhas “Cooperativas” e “Rural” foram utilizados os dados do Anuário Estatístico do Crédito Rural como *proxy* para os seus prazos médios. E o item “Outros” –

pessoa física e pessoa jurídica – dada a dificuldade de entendimento da composição dessas linhas, e também por representarem parcela pequena do total do saldo de operações de crédito do sistema financeiro (aproximadamente 4%, na média de junho/2000 a fevereiro/2008), os seus prazos médios não foram estimados e por isso a sigla “n/d” abaixo de cada uma delas.

Já a Tabela 6 apresenta as principais aberturas para as operações de crédito realizadas com recursos direcionados, representadas no quadro 9-A da nota para a imprensa. As linhas referentes ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) – direto e repasses⁸² - utilizaram como *proxy* para os seus prazos médios os dados divulgados pelo próprio BNDES. A linha de “Habitação” uma vez que por definição apresenta prazos iguais ou superiores a 15 anos, foi considerada como sendo de longo prazo e por isso o “OK Bacen” abaixo da referida rubrica na Tabela 6. As rubricas relativas ao crédito rural: “Cooperativas – pessoa física”, “Rural – pessoa jurídica”, “Rural – bancos e agências de fomento”, “Rural – cooperativas” - tiveram os seus prazos médios estimados de acordo com o Anuário Estatístico do Crédito Rural do Banco Central. E, por fim, a linha “Outros” não teve seus prazos médios estimados pela dificuldade de se obter outras fontes para os seus dados, bem como por representarem parcela pequena do total de operações de crédito do sistema financeiro nacional (em torno de 0,9% na média de janeiro/00 a fevereiro/08) e por isso a sigla “n/d” abaixo da mesma.

A utilização de dados de outras instituições para a estimação dos prazos médios das linhas de crédito citadas apresenta dificuldades importantes, uma vez que, a obtenção e esclarecimento de dados junto às associações de classe são difíceis, pois o acesso às informações de maneira irrestrita é permitido somente aos associados da instituição.

O detalhamento dos procedimentos adotados para a estimação dos prazos médios e do critério econômico dos itens: a) Leasing – dados ABEL, b) Recursos direcionados – dados do BNDES, c) Crédito rural – dados Anuário Estatístico do Crédito Rural, d) Habitação – dados Bacen, e) Crédito referencial para taxa de juros – dados Bacen está apresentado no Anexo ao final deste trabalho.

⁸² As operações de desembolso do BNDES podem ser divididas em operações diretas (aquelas efetuadas diretamente pelo BNDES) e em operações indiretas ou repasses (aquelas efetuadas por intermédio de agentes financeiros).

3.4 Mercado de Capitais – natureza dos títulos e dados disponíveis

O mercado de capitais de interesse nesse estudo engloba somente o mercado primário de títulos mobiliários. Em geral, a emissão primária por parte das empresas constitui-se de valores mobiliários que têm caráter de médio e longo prazo e que cumprem o papel de capitalizá-las para o financiamento de suas atividades. Tais valores mobiliários são regulamentados e fiscalizados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM)⁸³ e, portanto, esta instituição é a principal fonte de dados para os mesmos.

A CVM apresenta séries históricas⁸⁴, em bases mensais, a partir de janeiro/1990, para os valores mobiliários negociados tanto no mercado primário quanto no mercado secundário. Como já afirmado anteriormente, os principais títulos negociados no mercado primário são: ações, debêntures, notas promissórias, fundo de investimento em direitos creditórios, fundo de investimento em participações, certificado de recebíveis imobiliários, fundo imobiliário, funcine, certificado audiovisual, depósito de ações, título de investimento coletivo, fundo mútuo de investimento em empresas emergentes, entre outros. Como a CVM não apresenta informações sobre os prazos médios dos títulos mobiliários, e dado o caráter de médio e longo prazo de tais títulos, a série de valores mobiliários de longo prazo foi estimada somente através do critério econômico. Para tanto, foram analisadas as regulamentações de cada título separadamente com o intuito de verificar a sua conformidade ao critério econômico. Além disso, os títulos e valores mobiliários são registrados pela CVM somente em termos de fluxo e por esse motivo só foi possível construir uma série para os títulos e valores mobiliários de longo prazo também expressa em termos de fluxo VMLP_fluxo (critério econômico).

3.4.1 Estimação do critério econômico - Mercado de Capitais

Procurou-se estimar a aplicação do critério econômico sobre os títulos de valores mobiliários através da análise de suas respectivas regulamentações da seguinte forma:

- avaliação da estrutura dos ativos dos valores mobiliários com o intuito de estabelecer, ainda que forma aproximada, se:

⁸³ Autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, criada em dez/76. Os títulos de valores mobiliários emitidos pelos Governos federal, estadual e municipal não estão incluídos no âmbito do mercado de capitais supervisionado pela CVM.

⁸⁴ Tais séries podem ser encontradas no site da CVM (<http://www.cvm.gov.br>) em “Novo Informativo CVM.xls” ou “Banco de dados/Valores mobiliários”.

- a) o título mobiliário traz novos recursos ao caixa da empresa, ou seja se financia primariamente a empresa, e;
- b) caso o título mobiliário traga novos recursos ao caixa da empresa, buscou-se definir se este financiamento configura-se em financiamento do investimento.

Assim, a análise da regulamentação da cada título apontou que:

- Ações: são títulos representativos do capital social de uma empresa e, por definição, trata-se de títulos de longo prazo. O conceito de prazo de vencimento não se aplica para as ações e de acordo com o critério econômico as ações financiam o investimento.
- Certificado de Investimento Audiovisual: caracterizam quotas representativas de comercialização de obras e projetos específicos da área audiovisual cinematográfica brasileira de produção independente, bem como os de exibição, distribuição e infraestrutura técnica, apresentados por empresa brasileira de capital nacional. (Instrução CVM nº 260/1997 e atualizações pela instrução CVM nº 433/2006). Tais certificados podem ser adquiridos tanto por pessoas físicas quanto jurídicas via dedução no imposto de renda devido (no máximo de 5% para pessoas físicas e 3% para pessoas jurídicas tributadas pelo lucro real, presumido ou arbitrado). Os certificados audiovisuais não rendem juros, mas sim uma participação na receita líquida da produção, entre 20% e 40% em média (FORTUNA, 2007: 262) e em sua regulamentação não aparecem informações sobre o seu prazo de vencimento. Dada a natureza da atividade que se propõem a financiar, ou seja, o investimento de projetos audiovisuais, este título foi considerado como sendo de longo prazo.
- Debêntures: é uma forma de financiamento a longo prazo por parte das empresas. As debêntures podem ser emitidas somente por sociedades anônimas não financeiras de capital aberto, e trata-se de um título com garantia de seu ativo e com ou sem garantia subsidiária da instituição financeira intermediária. As debêntures garantem ao seu comprador uma remuneração pré-determinada em contrato, por um tempo também estipulado em contrato (em alguns casos o prazo de vencimento pode ser indeterminado). Não trata, portanto, de participação nos lucros ou bens da empresa. A Lei nº 6.404, de 15/01/99, que regulamenta a emissão de debêntures estabelece que o seu prazo de resgate

nunca poderá ser inferior a um ano, o que configura tais títulos mobiliários como sendo de longo prazo (FORTUNA, 2007: 254). Por definição as debêntures financiam projetos de investimento e por isso foram consideradas de longo prazo de acordo com o critério econômico.

- Certificado de depósito de ações: são títulos representativos de ações depositadas em instituição financeira autorizada (Lei nº 6.404/1976)⁸⁵. Os certificados de depósitos de ações devem especificar as ações depositadas e a instituição financeira responde pela origem e autenticidade dos certificados das ações depositadas. Esses títulos não registram informações sobre os seus prazos de vencimento. Na prática funcionam como uma ação e por isso serão considerados como instrumentos de financiamento do investimento.

- Quotas de Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC): destina parcela preponderante de seus recursos para aplicação em direitos creditórios. Os direitos creditórios podem ser definidos como os direitos e títulos representativos de créditos, originárias de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, entre outros. Segundo FORTUNA (2007), os FIDC's:

(...) foram criados com o objetivo de dar liquidez ao mercado de crédito, reduzindo o risco e ampliando a oferta de recursos. As empresas terão uma opção de financiamento fora do sistema bancário, e os bancos poderão vender seus créditos para os fundos, abrindo espaço em sua carteira para novas operações de crédito. (FORTUNA, 2007: 378)

De acordo com a instrução nº 356/2001 da CVM, os prazos de amortização ou resgate dos FIDC's devem ser estabelecidos em seus regulamentos, podendo ser determinados ou indeterminados. Como geralmente se propõe a financiar atividades relacionadas ao giro das empresas, este título não foi considerado como sendo de longo prazo.

- Quotas de Fundo de Investimento em Participação (FIP): seus recursos são destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações. Os FIP's devem participar do processo decisório das companhias onde investe, definindo políticas estratégicas e atuando na sua gestão. Somente investidores qualificados podem investir nos FIP's. É um

fundo fechado, sem direito a resgate de cotas antes do prazo de encerramento, portanto seu regulamento deve definir prazos para subscrição, prazo de duração e formas de desinvestimento. Assim sendo, de acordo com a instrução nº 391/2003 da CVM, o regulamento de cada fundo poderá explicitar o critério para a amortização de suas cotas. Dada a natureza da atividade que se propõem a financiar, este título foi considerado como sendo de longo prazo.

- Quotas de Funcine: seus recursos devem ser aplicados em projetos aprovados pela Agência Nacional de Cinema (ANCINE) tais como: obras cinematográficas brasileiras de produção independente, construção reforma e recuperação de salas de exibição, aquisição de ações de companhias abertas de capital predominantemente nacional, cujo objeto social seja a produção, comercialização, distribuição ou exibição de obras cinematográficas brasileiras de produção independente. De acordo com a Instrução CVM n 389/2003, este fundo deverá ter prazo de duração determinado, na forma estabelecida pelo seu regulamento. Como este título se propõem a financiar projetos de investimento no setor cinematográfico, foi considerado como sendo de longo prazo.

- Fundos de Investimento Imobiliário: de acordo com a instrução nº 205 da CVM, o fundo de investimento imobiliário é uma comunhão de recursos destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários e o seu prazo de duração pode ser determinado ou indeterminado. Segundo Fortuna (2007),

Esses fundos pretendem ser um agente formador de poupança estável e de longo prazo. Os recursos captados são utilizados para fins imobiliários, dando liquidez e diluindo riscos do mercado imobiliário, ao mesmo tempo que ajudam a reduzir o preço final da obra, graças à administração de recursos em escala. (FORTUNA, 2007: 404)

Assim, apesar da regulamentação desses fundos afirmarem que temporariamente parcela de seu patrimônio que não estiver aplicada em empreendimentos imobiliários pode ser aplicada em fundos de renda fixa e/ou títulos de renda fixa, esse tipo de fundo será considerado como de longo prazo, uma vez que, financia projetos de investimento no setor imobiliário.

⁸⁵ Lei da sociedade por ações.

- Certificado de Recebíveis Imobiliários: é um título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários e de emissão exclusiva das companhias securitizadoras (Lei 9.514/97)⁸⁶. Recebíveis “*são títulos que representam um direito de crédito originário de uma venda a prazo, seja de bens, serviços ou operações imobiliárias.*” (FORTUNA, 2007: 259). A negociação de recebíveis proporciona a antecipação do recebimento dos créditos concedidos por parte da empresa, gerando recursos disponíveis para a mesma. De acordo com a instrução nº 414/2004 da CVM esses títulos não estipulam regras em relação aos seus prazos de vencimento. Como geralmente esses títulos financiam atividades relacionadas ao giro das empresas não foram considerados como sendo de longo prazo.

- Notas promissórias: são títulos de curto prazo que foram criados com o intuito de financiar problemas de caixa por parte das empresas. São emitidas por instituições não financeiras, sem garantia real, com ou sem garantia por fiança bancária e com data de vencimento estipulada em contrato. De acordo com a Instrução CVM nº 134/1990, o prazo mínimo de vencimento das notas promissórias é de 30 dias e o prazo máximo é de 180 dias. Assim sendo, por financiarem geralmente os problemas de caixa das empresas, as notas promissórias não foram consideradas como sendo de longo prazo.

- Quotas de Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE): seus recursos destinam-se à aplicação em carteira diversificada de valores mobiliários de emissão de empresas emergentes. De acordo com a Instrução CVM nº 209/1994, tal fundo terá prazo máximo de 10 anos, prorrogáveis por mais 5 anos. Dada a natureza da atividade que se propõem a financiar, ou seja, projetos de investimento em empresas emergentes, este título foi considerado como sendo de longo prazo.

- Títulos de Investimento coletivo: geram direito de participação, parceria ou remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros. Os regulamentos de cada título devem conter o seu prazo de vencimento (Instrução CVM nº 296/1998). Por financiar atividades relacionadas a investimento, esse título foi considerado como sendo de longo prazo.

⁸⁶ A Lei 9.514, de 20/nov/1997, instituiu a Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), a securitização de créditos imobiliários, o certificado de recebíveis imobiliários (CRI) e o regime fiduciário entre outros.

A Tabela 7 apresenta um resumo da avaliação dos valores mobiliários enquanto títulos de financiamento de longo prazo:

Tabela 7: Avaliação dos ativos dos valores mobiliários

Valor mobiliário	Prazo de vencimento	Financia a empresa?	Financia a longo prazo?
Ações	n/a	sim	sim
Certificado de Investimento Audiovisual	n/d	sim	sim
Debêntures	no mín. 360 dias	sim	sim
Certificado de Depósito de Ações	n/d	sim	sim
FIDC	n/d	sim	não
FIP	n/d	sim	sim
Funcine	n/d	sim	sim
Fundo de Investimento Imobiliário	n/d	sim	sim
Certificado de Recebíveis Imobiliários	n/d	sim	não
Notas Promissórias	de 30 a 180 dias	sim	não
FMIEE	n/d	sim	sim
Título de Investimento Coletivo	n/d	sim	sim

n/a: não se aplica

n/d: não disponível

3.5 Séries estimadas

Assim sendo, em virtude das dificuldades metodológicas mencionadas, a tentativa de quantificação do financiamento de longo prazo se baseou na estimativa de duas séries, em bases mensais, para o período de junho/2000 a fevereiro/2008, a saber:

- 1) Crédito de Longo Prazo em termos de estoque (CLP_estoque);
- 2) Valores Mobiliários de Longo Prazo em termos de fluxo (VMLP_fluxo).

E, dadas as dificuldades para se definir o conceito de longo prazo, as duas séries acima foram estimadas de acordo com os cinco critérios para longo prazo citados na seção 3.1:

- a) critério contábil – prazo igual ou superior a 360 dias;
- b) critério adotado no quadro 29 do Bacen – prazo igual ou superior a 3 anos;

- c) critério financeiro - prazo igual ou superior a 5 anos;
- d) critério do mercado financeiro internacional – prazo igual ou superior a 12 anos;
- e) critério econômico – atividades com fins relacionados ao investimento produtivo.

Dessa forma, foram estimadas as seguintes séries:

- 1) CLP_estoque (≥ 1 ano), CLP_estoque (≥ 3 anos), CLP_estoque (≥ 5 anos), CLP_estoque (≥ 12 anos) e CLP_estoque (critério econômico);
- 2) VMPLP_fluxo (critério econômico);

As metodologias utilizadas para estimar essas séries, tanto em relação aos dados do mercado de crédito, quanto aos dados do mercado de capitais, são apresentadas nas seções a seguir; e os resultados e comparações são apresentados no Capítulo 4 - “Consolidação dos dados e resultados obtidos”.

4. CONSOLIDAÇÃO DOS DADOS E RESULTADOS OBTIDOS

Este capítulo está dividido em duas seções. A primeira seção apresenta as séries estimadas para o crédito de longo prazo, tanto de acordo com o critério de prazo em número de anos, quanto de acordo com o critério econômico. Nessa seção, a evolução das séries de CLP é analisada, bem como as linhas de crédito que compõe cada uma delas e seu comportamento no período de jun/00 a fev/08. A primeira seção traz, ainda, comparações das séries de CLP com o PIB e com a formação bruta de capital fixo (FBCF).

A segunda seção, por sua vez, apresenta a série de valores mobiliários de longo prazo estimada de acordo com o critério econômico, a sua evolução entre jun/00 e fev/08, os títulos que a compõe, o seu desempenho no período, e comparações com o PIB e FBCF.

4.1 Séries para o Crédito de Longo Prazo

De acordo com os procedimentos descritos no Capítulo 3 (e anexo) para a estimação das 5 séries de crédito de longo prazo (CLP) propostas (CLP_ \geq 1 ano, \geq 3 anos, \geq 5 anos, e \geq 12 anos) e CLP_(critério econômico)) apresenta-se, de maneira sucinta, as linhas de crédito e as respectivas fontes dos dados, que compõe cada uma das séries (Tabela 8):

Tabela 8 - Crédito de Longo Prazo: séries, linhas e fontes de dados

Critério prazo em anos	Linhas de crédito					
	Total CRTJ* de Longo Prazo	Habitação PF e coop.	BNDES direto	BNDES repasses	RURAL	Leasing Financeiro
≥ 1 ano	Financ. Imob. (PF/PJ) Repasses Externos (PJ) Financ. Import./outros (PJ) Capital de Giro (PJ) Aquisição de Veículos (PF) Crédito Pessoal (PF)	tudo	tudo (exc. algumas linhas Exim)	tudo (exceto Exim)	custeio agríc. investimento	PF e PJ
≥ 3 anos	Financ. Imob. (PF e PJ)	tudo	Finem total Exim Pos	Finem total Finame total BNDES aut.	investimento	PF e PJ: Máq. e Equip. Móveis e Utens. Imóveis Aeronaves Instalações Embarcações
≥ 5 anos	Financ. Imob. (PF e PJ)	tudo	Finem total Exim Pos	Finem total Finame agríc. BNDES aut.	---	---
≥ 12 anos	---	tudo	Finem - const. naval Exim Pos	Finem - const. naval	---	---
Critério econômico	Financ. Imob. (PJ) Financ. Import./outros (PJ) Aquisição de bens (PJ)	---	tudo	tudo	investimento	PJ
<i>Fonte dos dados</i>	<i>quadros 32, 33, 47 e 48</i>	<i>quadro 9a</i>	<i>quadro 9a + BNDES</i>	<i>quadro 9a + BNDES</i>	<i>Anuário Est. Créd. Rural + quadro 9 e 9a</i>	<i>quadro 9 + ABEL</i>

* crédito referencial para taxa de juros

As linhas de crédito citadas na Tabela 8 podem, ainda, ser discriminadas em operações realizadas com recursos livres (CRTJ e leasing financeiro) ou com recursos direcionados (Habitação e BNDES), sendo que o crédito rural é realizado tanto com recursos livres como com recursos direcionados.

Os resultados obtidos para as 5 séries, em porcentagem do volume total de crédito concedido pelo SFN, no período de 2000 a 2008, estão apresentados na Tabela 9:

Tabela 9 - Crédito de Longo Prazo - saldos de final de período:
em % do total de crédito do SFN^{1/} no período de dez/00 a fev/08

período	Critério: Prazo em anos				Critério: Econômico
	≥ 1 ano	≥ 3 anos	≥ 5 anos	≥ 12 anos	
dez/00	58%	33%	32%	19%	27%
dez/01	43%	24%	19%	10%	30%
dez/02	46%	25%	19%	11%	32%
dez/03	45%	23%	16%	10%	31%
dez/04	47%	23%	17%	8%	29%
dez/05	45%	21%	14%	8%	28%
dez/06	62%	21%	13%	6%	27%
dez/07	65%	22%	15%	5%	26%
fev/08	66%	22%	15%	5%	26%

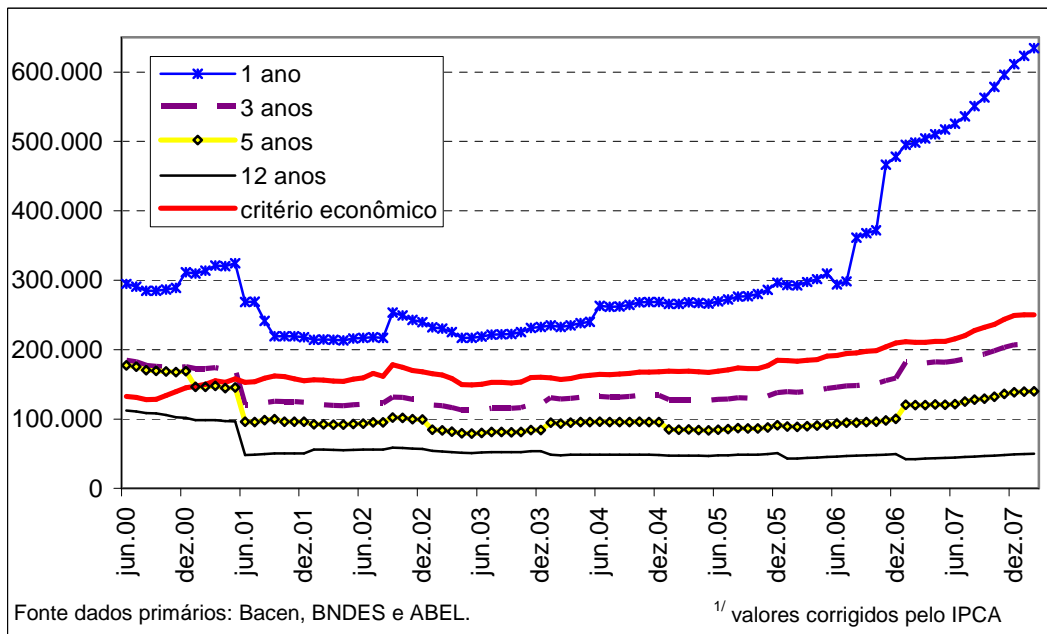
Fonte dados primários: ABEL, Anuários Estatístico Crédito Rural, Bacen, BNDES.

^{1/} calculado com base nos saldos em final de período.

Analisando a Tabela 9, e com base nos dados de fevereiro/08, pode-se concluir que as estimativas para o CLP variam entre 5% (prazo ≥ 12 anos) e 66% (prazo ≥ 1 ano) do total das operações de crédito do sistema financeiro nacional, dependendo do critério para longo prazo em questão. Observa-se que somente a série CLP_ $(\geq 1$ ano) registrou crescimento no período, passando de 58% do total de crédito concedido em dez/00 para 66% em fev/08; já as séries com prazo igual ou superior a 5 e 12 anos, apresentaram decréscimo no período, em especial a série CLP_ $(\geq 12$ anos). As séries CLP_ $(\geq 3$ anos) e CLP_(critério econômico), por sua vez, apresentaram um comportamento razoavelmente estável no período, desconsiderando-se o dado de dez/00 no caso da série CLP_ $(\geq 3$ anos). Em relação à queda abrupta registrada entre dez/00 e dez/01, para todas as séries de CLP apuradas de acordo com critério de prazo, o que ocorreu foi um declínio acentuado na rubrica “Habitação” devido ao “Programa de Fortalecimento das Instituições Federais” adotado pelo governo em junho/2001 com o intuito de sanear a carteira de crédito habitacional (entre outras modalidades de crédito) das instituições públicas federais, como será explicado em maiores detalhes adiante. A série de CLP_(critério econômico) não apresenta essa queda entre dez/00 e dez/01 porque a linha Habitação não faz parte da sua composição como pode ser observado na Tabela 8.

O Gráfico 2 mostra as 5 séries estimadas para o CLP, de junho/00 a fevereiro/08, em R\$ milhões de fevereiro/08 (os valores foram corrigidos pelo IPCA):

Gráfico 2 - Crédito de Longo Prazo em R\$ milhões de fev/08^{1/}
período: dados mensais de jun/00 a fev/08



Examinando o comportamento das séries de CLP em termos reais (Tabela 10), observa-se que a série CLP_(≥ 1 ano) foi a série que apresentou o maior crescimento real no período, de 115%, seguida pela série CLP_(critério econômico) e CLP_(≥ 3 anos), com crescimentos de 88% e 11%, respectivamente, ambas em termos reais. O desempenho registrado pela série CLP_(critério econômico) ficou um pouco acima do crescimento apresentado para as operações totais de crédito concedido pelo SFN (83% no período em termos reais). Já as séries de CLP com prazos iguais ou superiores a 5 e 12 anos registraram decréscimo no período de 18% e 55%, respectivamente, como pode ser observado no Tabela 10:

Tabela 10 - Crédito de Longo Prazo - Var. % real^{1/} acumulada no período indicado

período	TOTAL	Longo Prazo				
		≥ 1 ano	≥ 3 anos	≥ 5 anos	≥ 12 anos	econômico
jun00-fev08	83%	115%	13%	-21%	-55%	88%

Fonte dados primários: Bacen

^{1/} valores de fev/08 (corrigidos pelo IPCA)

Comparando as séries CLP estimadas de acordo com o critério de prazo em relação ao PIB (Tabela 11), percebe-se que a participação do CLP sobre o PIB, dados de fev/08, variou entre 2% e 24%, dependendo do prazo adotado. Já o CLP_(critério econômico) representou, em dezembro/07, 10% do PIB e 55% da formação bruta de capital fixo (FBCF). A comparação com a FBCF não Foi realizada para as demais séries de CLP pois em sua

composição existem dados referentes ao financiamento do consumo e de bens e atividades relacionadas a pessoas físicas.

Tabela 11 - Crédito de Longo Prazo: saldos de final de período em % do PIB e % da FBCF, período de dez/00 a fev/08

período	Critério: Número de dias								Critério: Econômico		
	≥ 1 ano		≥ 3 anos		≥ 5 anos		≥ 12 anos		R\$ milhões correntes ^{1/}	% PIB ^{2/}	% FBCF ^{3/}
	R\$ milhões correntes ^{1/}	% PIB ^{2/}	R\$ milhões correntes ^{1/}	% PIB ^{2/}	R\$ milhões correntes ^{1/}	% PIB ^{2/}	R\$ milhões correntes ^{1/}	% PIB ^{2/}			
dez.00	190.048	14%	106.946	8%	102.992	8%	61.994	5%	88.386	6%	45%
dez.01	143.048	8%	81.654	5%	63.052	4%	33.147	2%	102.014	6%	46%
dez.02	176.907	10%	94.943	5%	73.647	4%	42.129	2%	124.297	7%	51%
dez.03	187.730	9%	97.553	5%	68.104	3%	43.432	2%	129.584	6%	50%
dez.04	233.167	11%	116.486	5%	83.096	4%	42.155	2%	146.094	7%	47%
dez.05	272.222	11%	126.875	5%	83.612	4%	46.774	2%	169.453	7%	50%
dez.06	452.731	17%	150.663	6%	94.995	4%	47.020	2%	198.473	7%	52%
dez.07	604.972	24%	204.602	8%	137.312	5%	48.948	2%	246.304	10%	55%
fev.08	634.241	24%	208.845	8%	139.787	5%	50.052	2%	249.989	10%	-

Fonte dados primários: ABEL, Anuários Estatístico Crédito Rural, Bacen, BNDES, IBGE.

^{1/} Saldos em final de período em R\$ milhões, valores correntes.

^{2/} PIB acumulado dos últimos 12 meses - Valorizado pelo IGP-DI centrado do mês.

^{3/} Formação bruta de capital fixo acumulado dos últimos 12 meses em R\$ milhões, valores correntes.

Em relação à discriminação entre recursos livres e direcionados (Tabela 12), somente a série CLP_(≥ 1ano) apresentou uma evolução positiva para os recursos livres, de maneira que, a partir de 2005 os recursos livres passaram a totalizar magnitudes anuais superiores aos volumes realizados com recursos direcionados. Tomando fevereiro/2008 como base, o montante de crédito concedido com recursos livres com prazo igual ou superior a 1 ano (R\$ 396,5 bilhões) foi 67% superior às operações realizadas com recursos direcionados (R\$ 236,9 bilhões), para o mesmo período. Para todas as demais séries de CLP apuradas de acordo com o critério de prazo, e ainda utilizando fevereiro/2008 como base, as operações realizadas com recursos livres representaram parcela bem pequena, ou até nula (como no caso da série CLP_(≥ 12 anos) do total de operações realizadas com recursos direcionados (9% no caso da série CLP_(≥ 3 anos) e 3% no caso da série CLP_(≥ 5 anos)). Ainda analisando as séries de CLP estimadas de acordo com o critério de prazo, a participação dos recursos do BNDES sobre o total de recursos direcionados permaneceu razoavelmente constante ao longo do período analisado, no caso das séries de CLP_(≥ 3 anos) e CLP_(≥ 5 anos), totalizando 68% e 67% respectivamente, tendo como base o mês de fevereiro/2008. Já a série CLP_(≥ 1 ano) registrou, ao longo do período analisado, uma queda na participação relativa do BNDES sobre

os recursos direcionados⁸⁷, totalizando 43% em fevereiro/2008, contra 61% registrado em dezembro/01; e a série CLP_(≥ 12 anos) apresentou uma queda abrupta na participação dos recursos do BNDES sobre o total de recursos direcionados entre os anos de 2005 e 2008 (até fev) devido a uma forte retração da linha de EXIM pós⁸⁸ – operações diretas, caindo de 40% em dez/05 para 27% em dez/06 e 11% em fevereiro de 2008.

Tabela 12 - Crédito de Longo Prazo: Critério Número de anos - Recursos livres e direcionados
Saldo em final de período em R\$ milhões correntes, período: dez/00 a fev/08.

período	Critério: Número de anos											
	≥ 1 ano			≥ 3 anos			≥ 5 anos			≥ 12 anos		
	Recursos Livres R\$ milhões ^{1/}	Recursos Direcionados		Recursos Livres R\$ milhões ^{1/}	Recursos Direcionados		Recursos Livres R\$ milhões ^{1/}	Recursos Direcionados		Recursos Livres R\$ milhões ^{1/}	Recursos Direcionados	
		Total	BNDES/Total Rec. Direc.		Total	BNDES/Total Rec. Direc.		Total	BNDES/Total Rec. Direc.		Total	BNDES/Total Rec. Direc.
dez/00	65.437	124.611	45%	5.205	101.741	45%	3.103	99.889	47%	0	61.994	15%
dez/01	42.368	100.681	61%	4.955	76.699	66%	0	63.052	65%	0	33.147	34%
dez/02	54.467	122.440	52%	5.416	89.528	69%	0	73.647	69%	0	42.129	46%
dez/03	53.351	134.379	48%	4.824	92.729	66%	0	68.104	65%	0	43.432	45%
dez/04	80.978	152.190	45%	5.732	110.754	70%	0	83.096	70%	0	42.155	41%
dez/05	104.977	167.245	43%	7.074	119.801	68%	0	83.612	66%	0	46.774	40%
dez/06	263.278	189.122	40%	11.235	139.427	66%	0	94.995	64%	0	47.020	27%
dez/07	369.260	234.159	42%	14.928	189.674	69%	3.416	133.896	67%	0	48.948	11%
fev/08	396.536	236.875	43%	16.047	192.335	68%	3.727	136.060	67%	0	50.052	11%

Fonte dados primários: ABEL, Anuários Estatístico Crédito Rural, Bacen, BNDES, IBGE.

^{1/} saldo em final de período em R\$ milhões, valores correntes.

Já em relação à série CLP_(critério econômico) as operações realizadas com recursos livres (R\$ 71,5 bilhões) representaram 40% das operações realizadas com recursos direcionados (R\$ 177,9 bilhões) tendo como base o saldo das operações em fevereiro/2008 (Tabela 13). A participação das operações realizadas com recursos livres sobre o total de operações realizadas com recursos direcionados apresentou evolução positiva a partir de 2003 quando registrou 20% em 2003, passando para 23% em 2004, 26% em 2005, 30% em 2006 e 40% em 2007. As operações de crédito realizadas com recursos do BNDES, por sua vez, apresentaram um comportamento estável quando comparadas ao montante total de operações realizadas com recursos direcionados, representando 58% do total de recursos direcionados no mês de fevereiro/2008.

⁸⁷ O dado de dez/00 está comprometido pela queda no item Habitação conforme já mencionado, e por isso não foi considerado nas comparações de evolução no período.

⁸⁸ Linha de apoio à exportação que financia a comercialização de bens e serviços nacionais no exterior, através de refinanciamento ao exportador, ou através da modalidade *buyer's credit*. Informação obtida no site BNDES: <http://www.bndes.gov.br>.

Tabela 13 - Crédito de Longo Prazo: Critério Econômico
 Recursos livres e direcionados - Saldos em final de período
 em R\$ milhões correntes, período: de dez/00 a fev/08.

período	Critério: Econômico		
	Recursos Livres R\$ milhões ^{1/}	Recursos Direcionados	
		Total R\$ milhões ^{1/}	BNDES/Total Rec. Direc.
dez/00	23.740	64.646	53%
dez/01	27.609	74.406	55%
dez/02	25.737	98.561	50%
dez/03	21.854	107.730	52%
dez/04	27.408	118.685	52%
dez/05	35.051	134.401	52%
dez/06	45.942	152.531	55%
dez/07	70.318	175.986	58%
fev/08	71.545	177.982	58%

Fonte dados primários: ABEL, Anuários Estatístico de Crédito Rural, Bacen, BNDES, IBGE.

^{1/} saldo em final de período em R\$ milhões, valores correntes.

4.1.1 Série CLP_(≥ 1ano)

As linhas que compõe a série de CLP_(≥ 1ano) e sua participação no total da série podem ser observadas na Tabela 14. Essa tabela apresenta também a variação em termos reais das referidas linhas, bem como do total de CLP_(≥ 1ano), em três períodos diferentes: jun/00 a fev/08, jun/00 a jul/06 e ago/06 a fev/08. O “corte” no período analisado foi feito no mês de agosto/06 por ser este o mês a partir do qual a série passou a apresentar taxas de crescimento mais expressivas, como pode ser visualizado no Gráfico 2.

Assim sendo, através dos dados apresentados na Tabela 14 pode-se afirmar que o crescimento de 115% no período entre jun/00 e fev/08 registrado pela série CLP_(≥ 1ano) concentrou-se na realidade em um período mais recente, a partir de ago/06 quando a série totalizou crescimento de 113%, sendo “puxado” pelo desempenho da linha de CRTJ que cresceu 325% no período e representou 48% do total de CLP_(≥1 ano). O expressivo desempenho da linha CRTJ nesse período ocorreu devido à entrada da linha de capital de giro na série CLP_(≥1 ano) a partir do mês de ago/06 (R\$ 56,5 bilhões) e da linha de crédito pessoal a partir do mês de nov/06 (R\$ 79,7 bilhões), na composição da série CLP_(≥1 ano) – esta última estimulada pela queda da taxa de juros básica - quando passaram a registrar prazo médio maior ou superior a 1 ano. Ainda em relação ao crescimento registrado pela série CLP_(≥1 ano) a partir de ago/06, merece destaque também o desempenho atingido pelos recursos cedidos pelo sistema BNDES que representaram 26% do total e registraram crescimento de 26% entre ago/06 e fev/08.

É importante ressaltar, ainda, o comportamento das linhas de Habitação, *Leasing* financeiro e Crédito rural:

- a rubrica referente à Habitação registrou decréscimo de 65% entre jun/00 e jul/06 e somente a partir de ago/06 voltou a apresentar crescimento, totalizando 30% no período entre ago/06 e fev/08, apesar da perda de participação relativa no total da série (de 15% para 8% entre os dois períodos). A evolução positiva da linha Habitação a partir de ago/06 pode ser explicada pelas medidas adotadas pelo governo com o intuito de estimular o setor habitacional como será apresentado em maiores detalhes adiante.
- já a linha de *Leasing* financeiro apresentou um expressivo desempenho a partir de ago/06 registrando crescimento de 144% acumulado entre ago/06 e fev/08, em termos reais, além de um crescimento na participação do total da série, passando de 7% para 9%, sendo estimulado em grande parte pelas operações de *leasing* financeiro de veículos.
- a evolução da linha de crédito rural a partir de 2006 refletiu a recuperação da atividade agropecuária como resultado da adoção de medidas por parte do governo para preservar a renda e a liquidez do produtor rural, com destaque para a reprogramação de parcelas vencidas de custeio e investimento agropecuário. Assim sendo, a linha de crédito rural registrou crescimento de 29% entre ago/06 e fev/08, ou 1,3% a.m., contra 0,4% a.m. do período anterior, de jun/00 a jul/06 (BOLETIM DO BANCO CENTRAL – RELATÓRIO ANUAL 2006).

Tabela 14 - Crédito de Longo Prazo_(≥ 1 ano) - Var. % real^{1/} acumulada no período indicado e participação no vol. total de CLP_(≥ 1 ano)

período	CLP_(≥ 1 ano) TOTAL	CRTJ	% vol. total	Habitação	% vol. total	BNDES	% vol. total	Rural	% vol. total	Leasing Financ.	% vol. total
jun00-fev08	115%	516%	34%	-55%	12%	69%	35%	76%	12%	174%	8%
jun00-jul06	1%	45%	25%	-65%	15%	34%	40%	37%	13%	12%	7%
ago06-fev08	113%	325%	48%	30%	8%	26%	26%	29%	10%	144%	9%

Fonte dados primários: ABEL, Anuário Estatístico do crédito rural, BNDES, Bacen.

1/ valores de fev/08 (corrigidos pelo IPCA)

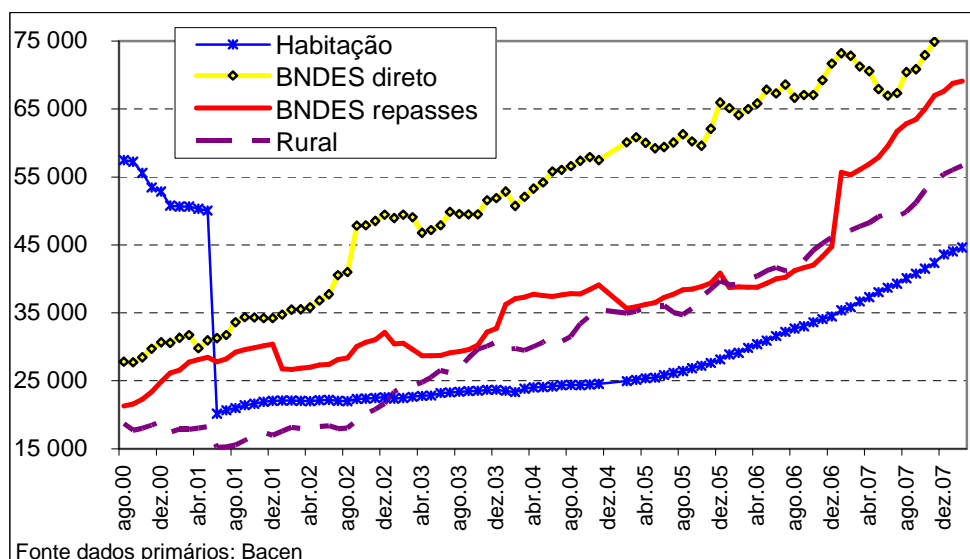
Observando o comportamento da série CLP_(\geq 1 ano) de maneira mais detida (Gráfico 2), verifica-se que a mesma registrou oscilações significativas em junho/2001, agosto/2001, setembro/2002, junho/2004, janeiro/2006, novembro/2006 e agosto/2006, que podem ser explicadas, principalmente, devido a:

- junho/2001: queda abrupta ocasionada por um declínio de 60% na rubrica “Habitação”, que passou de R\$ 50,1 milhões em maio/2001 para R\$ 20,2 milhões em junho/2001 (Gráfico 3). Essa queda ocorreu devido a um programa adotado pelo Governo com o intuito de sanear a carteira de crédito habitacional (entre outras modalidades de crédito) das instituições públicas federais. Assim, o “Programa de Fortalecimento das Instituições Federais”⁸⁹ buscou recapitalizar os quatro principais bancos federais⁹⁰ (Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal, Banco do Nordeste e Banco da Amazônia) através da emissão de títulos que tinham como contrapartida a transferência de ativos de crédito de pouca liquidez e baixa remuneração para a Empresa Gestora de Ativos (Emgea) e para a União. O objetivo desse programa era adequar a situação patrimonial dos quatro bancos públicos federais às normas que definiam as exigências de capital mínimo das instituições financeiras e às novas regras de provisionamento de crédito então requeridas pela Resolução 2.682, de 21/12/1999 (BOLETIM DO BANCO CENTRAL – RELATÓRIO ANUAL 2001).

⁸⁹ Programa estabelecido por meio da MP 2.196, 28/06/2001.

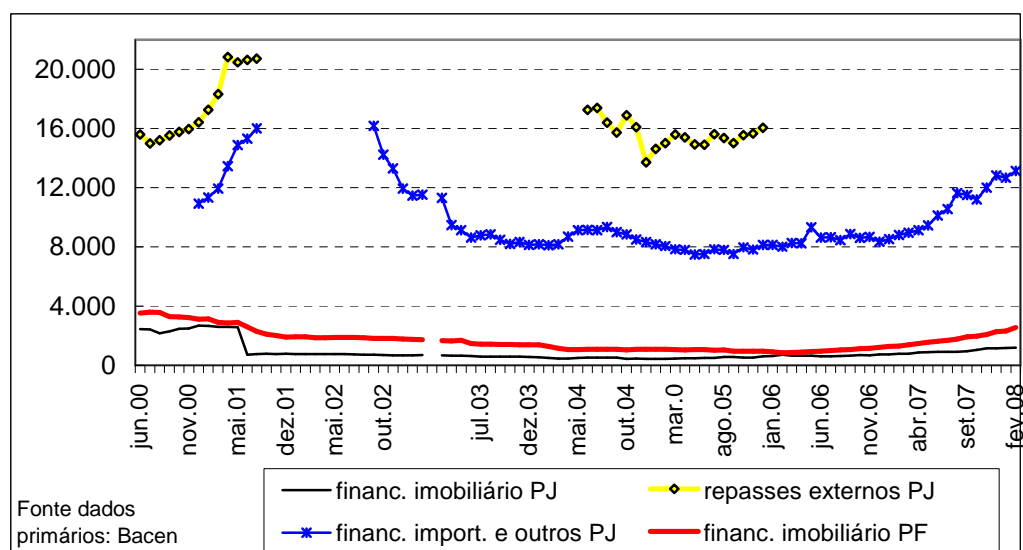
⁹⁰ Lembrando que entre as instituições citadas somente a Caixa Econômica Federal operava com o financiamento habitacional e registrou a maior parte dos recursos mencionados.

Gráfico 3 - Crédito de Longo Prazo_(≥ 1 ano): Recursos direcionados período: jun/00 a fev/08, dados mensais - Saldo em final de período em R\$ milhões correntes



- agosto/2001: a queda apresentada nesse período ocorreu devido à saída das rubricas de “repasses externos – pessoa jurídica” e “financiamento de importações e outros – pessoa jurídica” da composição da série CLP_(≥ 1 ano). A retirada de tais rubricas foi motivada pelo fato de que a partir desses meses elas deixaram de registrar prazo médio igual ou superior a 1 ano (Gráfico 4).

Gráfico 4 - Crédito de Longo Prazo_(≥ 1 ano): Recusos livres - linhas selecionadas período: jun/00 a fev/08, dados mensais - Saldo em final de período em R\$ milhões correntes

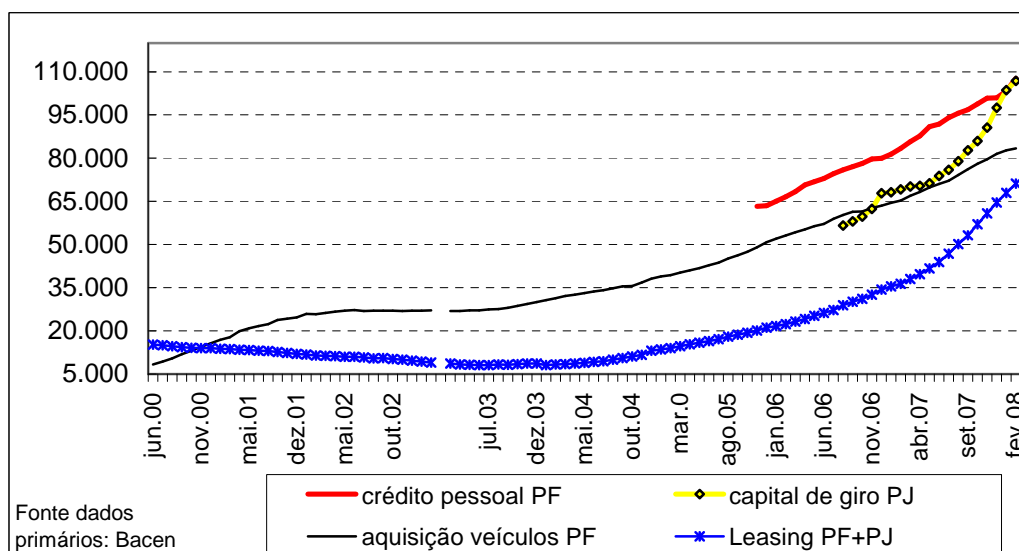


- setembro/2002: o crescimento da série se deve em boa medida ao retorno da rubrica “financiamento de importações e outros – pessoa jurídica” que voltou a apresentar prazos médios iguais ou superiores a 1 ano até o final do período de análise (Gráfico 4). Outra rubrica que apresentou um crescimento expressivo foi a de “BNDES – direto” (Gráfico 3) dadas as diretrizes do governo de atender os projetos de infra-estrutura envolvendo empresas relacionadas à geração, transmissão e distribuição de energia elétrica, em decorrência da crise de abastecimento do setor ocorrida em 2001(BOLETIM DO BANCO CENTRAL – RELATÓRIO ANUAL 2002).
- junho/2004: o crescimento da série se deve ao retorno da rubrica “repasses externos – pessoa jurídica” que voltou a apresentar prazos médios iguais ou superiores a 1 ano até dez/05 (Gráfico 4).
- janeiro/2006: a rubrica “Habitação” apresenta um crescimento de 15% em relação a dezembro/2005 dado o aumento de R\$ 46,1 milhões em dezembro/2005 para R\$ 53,2 milhões em janeiro/2006 (Gráfico 3). Esse aumento ocorrido, não somente no mês de janeiro/2006, mas também ao longo de todo o ano, foi decorrência de medidas implementadas pelo governo federal para incentivar o segmento

imobiliário, destacando-se a aplicação do fator de multiplicação 1,5 no cumprimento à exigibilidade relativa às aplicações em imóveis com valores entre R\$ 80 mil e R\$ 100 mil⁹¹. Adicionalmente foi introduzido um novo conjunto de medidas no 2º semestre/2006, com destaque para: a) utilização de taxa prefixada na contratação de financiamentos habitacionais no âmbito Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE); b) financiamento para aquisição de imóveis residenciais com desconto de prestações em folha de pagamento, cujos contratos são celebrados no âmbito do SFH; c) desoneração tributária do segmento de construção civil; d) inclusão de empresas de construção civil na Lei Geral das Micro e Pequenas Empresas (BOLETIM DO BANCO CENTRAL – RELATÓRIO ANUAL 2006).

- agosto/2006: a rubrica “capital de giro – pessoa jurídica” passa a fazer parte da composição da série CLP_(≥ 1 ano) pois passar a registrar prazos iguais ou superiores a 1 ano (Gráfico 5). No mês de agosto/06 a linha de capital de giro PJ totalizou R\$ 56,6 bilhões fato que justifica o “salto” da série CLP_(≥ 1 ano) visualizada no Gráfico 2.

Gráfico 5 - Crédito de Longo Prazo_(≥ 1 ano): Recusos livres - linhas selecionadas (cont.) período: jun/00 a fev/08, dados mensais - Saldo em final de período em R\$ milhões correntes



⁹¹ Essa sistemática era anteriormente restrita aos financiamentos do SFH e foi estendida a partir de 2006 às operações concedidas a taxas de mercado desde que adotado o regime do patrimônio de afetação.

▪ novembro/2006: a rubrica “crédito pessoal – pessoa física” passa a fazer parte da composição da série CLP_(\geq 1 ano) pois passa a registrar prazos maiores ou iguais a 1 ano (Gráfico 5). No mês de nov/06 tal rubrica registrou o montante de R\$ 79,7 bilhões, fato que justifica o “salto” apresentado pela série CLP(\geq 1 ano) e que pode ser verificado no Gráfico 2. Esse período acompanhou o expressivo aumento dos empréstimos consignados em folha de pagamentos que vinha ocorrendo desde 2005. A linha de financiamento de crédito consignado é uma das rubricas que compõe o crédito pessoal e no mês de novembro/2006 representou 54% da total de crédito pessoal concedido. Apesar disso, não se pode atribuir o alongamento dos prazos médios da linha de crédito pessoal à expansão do crédito consignado uma vez que não existe informação acerca dos prazos médios do crédito consignado; a informação de prazo médio disponível diz respeito à linha de crédito pessoal como um todo.

4.1.2 Série CLP_(≥ 3 anos)

O comportamento das linhas que compõe o CLP_(≥ 3 anos) e a sua participação relativa no total podem ser observadas na Tabela 15:

Tabela 15 - Crédito de Longo Prazo_(≥ 3 anos) - Var. % real^{1/} acumulada no período indicado e participação no vol. total de CLP_(≥ 3 anos)

período	CLP_(≥ 3 anos) TOTAL	CRTJ % vol. total	Habitação % vol. total	BNDES % vol. total	Rural % vol. total	Leasing Financ. % vol. total
jun00-fev08	13%	-38% 2%	-55% 26%	84% 61%	250% 8%	191% 3%
jun00-dez06	-14%	-66% 2%	-63% 28%	35% 60%	200% 8%	129% 3%
jan07-fev08	31%	82% 1%	23% 21%	37% 64%	16% 10%	27% 3%

Fonte dados primários: Bacen

1/ valores de fev/08 (corrigidos pelo IPCA)

Analisando-se os dados da Tabela 15 percebe-se que a linha com maior participação relativa é a do BNDES, de 61% no período de análise, de jun/00 a fev/08, e a sua evolução positiva nesse período (crescimento de 84%) ajudou a compensar os decréscimos registrados pelas linhas de CRJT e Habitação no período. Também contribuíram o significativo desempenho das linhas de crédito rural e *leasing* financeiro com crescimentos de 250% e 331% em termos reais, no mesmo período; lembrando que a rubrica de crédito rural no caso da série CLP_(≥ 3 anos) inclui somente os créditos para investimento, e a rubrica *leasing* financeiro inclui somente as operações de *leasing* daqueles bens com vida útil igual ou superior a 5 anos.

Voltando ao Gráfico 2 verifica-se que a série CLP_(≥ 3 anos) registrou um aumento significativo em jan/07, e por isso foi realizado um “corte” no período de análise separando-o em dois períodos menores: de jun/00 a dez/06 e de jan/07 a fev/08. Assim, observa-se que a partir de jan/07 a série CLP_(≥ 3 anos) passou a registrar evolução positiva, registrando crescimento de 32% entre jan/07 e fev/08, contra decréscimo de 13% no período anterior. As linhas de CRJT, Habitação e principalmente a linha BNDES foram as principais responsáveis por essa reversão em seu comportamento. O crescimento de 37% da linha BNDES entre janeiro/07 e fevereiro/08 se deu, em sua maior parte, pela redução da participação das linhas de Exim (com exceção da linha Exim pós, todas as demais têm prazo médio abaixo de 3 anos) sobre o total de recursos do BNDES. Já as linhas de crédito rural e *leasing* financeiro registraram um desempenho muito superior no período entre jun/00 e dez/06 do que a evolução apresentada no período após jan/07; no caso do crédito rural como decorrência da queda nos investimentos e em relação ao *leasing* financeiro como consequência da elevação

da participação do leasing de automóveis em detrimento das operações de leasing realizadas para os bens de vida útil igual ou acima de 5 anos como as máquinas, equipamentos, embarcações, instalações, entre outros.

E por fim, a Tabela 16 apresenta a comparação entre a série CLP_(≥ 3 anos) estimada e a série de crédito de longo prazo (aquele com prazo superior a 3 anos) registrado no quadro 29 - “Saldo das parcelas a vencer segundo estrutura de vencimento” - do Bacen. A diferença verificada entre as duas séries é bastante significativa, em especial no início da série, em dez/04, quando o montante registrado pela série CLP_(≥ 3 anos) é quase o dobro do volume registrado pelo quadro 29 para o mesmo período. Porém, tal diferença vai diminuindo ao longo do tempo, chegando em 32% em fev/08. Quando as duas séries são comparadas ao PIB observa-se que em fevereiro/2008 a série CLP_(≥ 3 anos) representou 8% do PIB enquanto que a série CLP_quadro 29 totalizou 6% do PIB.

Analisando as duas séries não foi possível encontrar os motivos que justificassem a diferença entre as duas ou mesmo a razão pela qual essa diferença vai caindo ao longo do tempo. Isto porque a série de CLP_quadro 29 não apresenta qualquer tipo de abertura de maneira que não é possível visualizar os itens (ou pelo menos os principais itens) que a compõe. A série de CLP_(≥ 3 anos), por sua vez, é composta pelas rubricas de Habitação, BNDES (operações com prazo igual ou acima de 3 anos), Rural (somente investimento), *leasing* financeiro (somente bens com vida útil acima de 5 anos) e CRJT (financiamento imobiliário PJ e PF), linhas que dificilmente podem ser contestadas como sendo de prazo igual ou superior a 3 anos.

Tabela 16: Crédito de Longo Prazo_(≥ 3 anos) em comparação ao Quadro 29

<i>periodo</i>	CLP ≥ 3 anos R\$ milhões ^{1/}	Quadro 29 R\$ milhões ^{1/}	CLP ≥ 3 anos/ Quadro 29 em %	CLP ≥ 3 anos/ PIB ^{2/} em %	Quadro 29/ PIB ^{2/} em %
dez/04	116 486	69 064	69%	5%	3%
dez/05	126 875	78 343	62%	5%	3%
dez/06	150 663	113 671	33%	6%	4%
dez/07	204 602	154 346	33%	8%	6%
fev/08	208 845	161 134	30%	8%	6%

Fonte de dados primários: ABEL, Bacen e BNDES.

^{1/} saldos em final de período, valores correntes.

^{2/} acumulado 12 meses - IGP-DI centrado

4.1.3 Série CLP_(≥ 5 anos)

Como pode ser observado na Tabela 17, a série de CLP_(≥ 5 anos) é composta pelas seguintes linhas: CRTJ (somente financiamento imobiliário PJ e PF e não em todos os meses), com participação relativa de apenas 1%; Habitação, com participação relativa de 33%; e BNDES (operações com prazo médio igual ou acima de 5 anos), com participação relativa de 67%. No período todo analisado, entre jun/00 e fev/08, a série CLP_(≥ 5 anos) apresentou queda, em termos reais de 18%, porém a partir de jan/07 pode-se verificar uma reversão da tendência de queda (Gráfico 2 e Tabela 17), e a série passou a registrar crescimento de 25% entre jan/07 e fev/08. Contribuiu para essa reversão o desempenho das linhas de BNDES, que cresceu 21% no período, e da linha Habitação que também apresentou um movimento de reversão e passou a registrar um crescimento de 23% no período, contra um decréscimo de 63% no período anterior.

Tabela 17 - Crédito de Longo Prazo_(≥ 5 anos) - Var. % real^{1/} acumulada no período indicado e participação no vol. total de CLP_(≥ 5 anos)

período	TOTAL	CRTJ	<i>% vol. total</i>	Habitação	<i>% vol. total</i>	BNDES	<i>% vol. total</i>	Rural	<i>% vol. total</i>	Leasing Financ.	<i>% vol. total</i>
jun00-fev08	-21%	-38%	1%	-55%	37%	25%	62%	-	0%	-	0%
jun00-dez/06	-43%	-	1%	-63%	38%	-13%	61%	-	0%	-	0%
jan/07-fev08	39%	-	1%	23%	32%	43%	67%	-	0%	-	0%

Fonte dados primários: Bacen

1/ valores de fev/08 (corrigidos pelo IPCA)

4.1.4 Série CLP_(≥ 12 anos)

As linhas de crédito que compõe a série CLP_(≥ 12 anos) são: Habitação, com participação relativa de 70% e BNDES (somente as linhas de Exim pós e Finem direto e indireto para a construção naval), com participação relativa de 30%. Tanto a linha de Habitação, quanto a linha do BNDES apresentaram queda, em termos reais, no período analisado (de jun/00 a fev/08), de 55% e 62%, respectivamente, de maneira que a série CLP_(≥ 12 anos) também apresentou decréscimo no período, de 55% (Tabela 18).

Tabela 18 - Crédito de Longo Prazo_(≥ 12 anos) - Var. % real^{1/} acumulada no período indicado e participação no vol. total de CLP_(≥ 12 anos)

período	TOTAL	CRTJ	% vol. total	Habitação	% vol. total	BNDES	% vol. total	Rural	% vol. total	Leasing Financ.	% vol. total
jun00-fev08	-55%	-	0%	-55%	70%	-62%	30%	-	0%	-	0%
jun00-jun01	-57%	-	0%	-67%	85%	14%	15%	-	0%	-	0%
jul01-fev08	4%	-	0%	39%	67%	-66%	33%	-	0%	-	0%

Fonte dados primários: Bacen

1/ valores de fev/08 (corrigidos pelo IPCA)

Observando o comportamento da série CLP_(≥ 12 anos) no Gráfico 2, verifica-se que a mesma registrou uma queda abrupta em junho/01 devido à adoção por parte do governo de um programa de saneamento do crédito habitacional (como já explicado em maiores detalhes na seção 4.1.1), e a partir de julho/01 até fev/08 apresentou um comportamento relativamente estável em torno de R\$ 50 bilhões de saldo das operações ao final de cada mês. De acordo com os dados registrados na Tabela 18, entre jun/00 e jun/01, a série CLP_(≥ 12 anos) decresceu 57%, decréscimo decorrente da retração de 67% apresentada pela linha de Habitação no mesmo período. Entre jul/01 e fev/08, a série CLP_(≥ 12 anos) volta a registrar crescimento, ainda que bastante modesto, de 4% no período, em termos reais como consequência da combinação de uma queda de 66% na linha de BNDES e aumento de 39% na linha de Habitação. O estímulo da linha de Habitação ocorreu principalmente a partir de 2006 devido às medidas adotadas pelo governo para estimular o setor habitacional, como já discutido em maiores detalhes na seção 4.1.1; já a retração apresentada pela linha de BNDES pode ser explicada pela queda de operações de EXIM pós, principalmente nos anos de 2006 e 2007.

4.1.5 Série CLP_(critério econômico)

As linhas de crédito que compõe a série CLP_(critério econômico) são (Tabela 19): CRTJ (financiamento imobiliário PJ, financiamento a importação e outros e aquisição de bens PJ), com participação de 13%; BNDES com participação de 71%; rural (somente as linhas para investimento), com participação de 7% e *leasing* financeiro (somente para PJ), com participação de 8%. A série CLP_(critério econômico) totalizou crescimento de 88% no período de jun/00 a fev/08 em termos reais, sendo que a partir de nov/05 ocorreu uma elevação na taxas de crescimento registradas, de maneira que entre nov/05 e fev/08 a série CLP_(critério econômico) cresceu 45% em termos reais, o equivalente a uma taxa mensal de 1,3% (contra 0,4% a.m. registrado no período anterior). A elevação das taxas de crescimento

no período após nov/05 pode ser explicada pelo significativo crescimento registrado pelas linhas de *leasing* financeiro para pessoas jurídicas (188% em termos reais) e de CRTJ (48%, como decorrência do desempenho positivo da linha aquisição de bens PJ). Em relação ao crescimento do crédito rural no período de jun/00 a fev/08, este representa a expansão significativa das operações de crédito rural com a finalidade de investimento.

Tabela 19 - Crédito de Longo Prazo_(critério econômico) - Var. % real^{1/} acumulada no período indicado e participação no vol. total de CLP_(critério econômico)

período	TOTAL	CRTJ	% vol. total	Habitação	% vol. total	BNDES	% vol. total	Rural	% vol. total	Leasing Financ.	% vol. total
jun00-fev08	88%	61%	14%	-	0%	69%	71%	250%	7%	210%	8%
jun00-out05	30%	9%	14%	-	0%	31%	73%	128%	6%	8%	7%
nov05-fev08	45%	48%	12%	-	0%	28%	69%	54%	8%	188%	11%

Fonte dados primários: Bacen

1/ valores de fev/08 (corrigidos pelo IPCA)

4.2 Série Valores Mobiliários de Longo Prazo

Os títulos e valores mobiliários foram analisados e classificados como instrumentos de longo prazo de acordo com o critério econômico já explicitado no cap.3, seção 3.4. De acordo com esse critério, foram definidos como valores mobiliários de longo prazo: as ações, certificados de investimento audiovisual, debêntures, certificados de depósito de ações, fundo de investimento em participações (FIP), Funcine, Fundo de investimento imobiliário, fundo mútuo de investimento em empresas emergentes (FMIEE) e títulos de investimento coletivo. Na Tabela 20 podem ser observados os fluxos acumulados por ano, em R\$ milhões correntes, para os diversos títulos de longo prazo:

Tabela 20 - Valores mobiliários de longo prazo_(critério econômico): em R\$ milhões correntes
Valores acumulados no período indicado - 2000 a 2008

acum. período	Ações	Debêntures	Fundo Imob.	Certific. Audiovis.	Título Invest. Coletivo	FIP ^{3/}	FMIEE ^{4/}	Funcine	Depósito Ações	TOTAL longo prazo
2000 ^{1/}	942	5.701	79	61	160	0	45	0	0	6.988
2001	1.353	15.162	512	130	262	0	91	0	0	17.510
2002	1.050	14.636	1.025	121	2	0	118	0	0	16.952
2003	230	5.282	281	200	0	127	36	0	0	6.156
2004	4.470	9.614	280	234	602	1.423	40	5	0	16.668
2005	4.365	41.539	35	200	0	2.120	5	30	0	48.293
2006	14.223	69.464	73	136	0	4.776	10	3	2.365	91.050
2007	33.201	29.389	388	53	440	15.974	0	0	4.349	83.794
2008 ^{2/}	21	32.243	112	1	56	1.855	0	50	367	34.705

Fonte: CVM

^{1/} acumulado de jun-dez/00

^{2/} acumulado de jan-fev/08

^{3/} Fundo de investimento em participações

^{4/} Fundo mútuo de investimento em empresas emergentes

Através dos dados da Tabela 20 verifica-se que os principais valores mobiliários de longo prazo são as ações, debêntures e fundo de investimento em participações (FIP); juntos esses títulos totalizaram 94% do volume total de VMLP no ano de 2007 (Tabela 21):

Tabela 21 - Valores mobiliários de longo prazo_(critério econômico): participação % sobre o total
Valores acumulados no período indicado - 2000 a 2008

acum. período	Ações	Debêntures	Fundo Imob.	Certific. Audiovis.	Título Invest. Coletivo	FIP ^{3/}	FMIEE ^{4/}	Funcine	Depósito Ações	TOTAL longo prazo
2000 ^{1/}	13%	82%	1%	1%	2%	0%	1%	0%	0%	100%
2001	8%	87%	3%	1%	1%	0%	1%	0%	0%	100%
2002	6%	86%	6%	1%	0%	0%	1%	0%	0%	100%
2003	4%	86%	5%	3%	0%	2%	1%	0%	0%	100%
2004	27%	58%	2%	1%	4%	9%	0%	0%	0%	100%
2005	9%	86%	0%	0%	0%	4%	0%	0%	0%	100%
2006	16%	76%	0%	0%	0%	5%	0%	0%	3%	100%
2007	40%	35%	0%	0%	1%	19%	0%	0%	5%	100%
2008 ^{2/}	0%	93%	0%	0%	0%	5%	0%	0%	1%	100%

Fonte dados promários: CVM

^{1/} acumulado de jun-dez/00

^{2/} acumulado de jan-fev/08

^{3/} Fundo de investimento em participações

^{4/} Fundo mútuo de investimento em empresas emergentes

Merecem destaque também: a evolução da participação do Fundo de investimento em participações (FIP) a partir do ano de 2003, o crescimento da participação do Depósito de ações nos anos de 2006 e 2007 e a elevação significativa da participação das ações, em detrimento da participação das debêntures no ano de 2007 que apresentou uma queda significativa.

É interessante observar que a maior parte dos valores mobiliários lançados no mercado primário pode ser considerada instrumentos de longo prazo como atestam os dados da Tabela 22; além disso, a partir de 2003 a participação do total de VMLP sobre o total negociado no mercado primário tem apresentado uma trajetória crescente, passando de 61% em 2003 para 84% em 2007.

Tabela 22 - Valores Mobiliários de Longo Prazo
Participação % sobre o total ofertado no mercado primário
no período indicado - 2000 a 2008

<i>acum. período</i>	TOTAL longo prazo (A) R\$ milhões ^{1/}	TOTAL merc. prim. (B) R\$ milhões ^{1/}	(A)/(B) em %
<i>jun-dez/00</i>	6.988	11.817	59%
<i>2001</i>	17.510	22.999	76%
<i>2002</i>	16.952	21.171	80%
<i>2003</i>	6.156	10.112	61%
<i>2004</i>	16.668	24.401	68%
<i>2005</i>	48.293	61.606	78%
<i>2006</i>	91.050	110.177	83%
<i>2007</i>	83.794	99.539	84%
<i>jan-fev/08</i>	34.705	37.045	94%

Fonte dados primários: CVM

^{1/} fluxo acumulado no período em valores correntes

Analisando a evolução em termos reais dos títulos que compõe a série VMLP (Tabela 23), percebe-se que o volume lançado no mercado primário, tanto no mercado como um todo como no caso de cada título em particular, oscilou bastante de um ano para outro. Apesar disso, verifica-se que, em termos acumulados entre jun/00 e fev08, o lançamento de valores mobiliários de longo prazo foi superior ao lançamento de valores mobiliários no mercado primário como um todo, uma vez que os VMLP registraram crescimento de 1933% no acumulado no período e o volume lançado no mercado primário como um todo cresceu 1310% no mesmo período. Merece destaque ainda o expressivo crescimento apresentado pelas debêntures, ações e FIP no período.

Tabela 23 - Valores mobiliários de longo prazo_(critério econômico):

Variação % real^{1/} em relação ao mesmo período do ano anterior - 2000 a 2008

<i>acum. período</i>	Ações	Debêntures	Fundo Imob.	Certific. Audiovis.	Título Invest. Coletivo	FIP ^{4/}	FMIEE ^{5/}	Funcine	Depósito Ações	TOTAL longo prazo	TOTAL merc. prim
2000 ^{2/}	-29%	-23%	496%	18%	8819%	-	216%	-	-	-15%	-10%
2001	-9%	62%	268%	7%	-47%	-	-12%	-	-	49%	15%
2002	-28%	-13%	84%	-14%	-99%	-	25%	-	-	-12%	-17%
2003	-81%	-68%	-76%	45%	-	-	-74%	-	-	-68%	-58%
2004	1705%	71%	-4%	10%	-	969%	5%	-	-	154%	125%
2005	-8%	306%	-88%	-20%	-	39%	-88%	527%	-	173%	138%
2006	215%	60%	99%	-34%	-	116%	91%	-91%	-	81%	72%
2007	125%	-35%	1195%	16%	-	351%	-	2460%	170%	17%	15%
2008 ^{3/}	-	12260%	591%	-90%	-44%	-49%	-	-	-	267%	267%
jun/00-fev/08	925%	30842%	18909%	-90%	-81%	7306%	-79%	1381%	170%	1815%	1310%

Fonte dados primários: CVM

^{1/} os valores em R\$ foram corrigidos pelo IPCA para fev/08.

^{2/} acumulado de jun-dez/00 em relação ao mesmo período do ano anterior.

^{3/} acumulado de jan-fev/08 em relação ao mesmo período do ano anterior.

^{4/} Fundo de investimento em participações

^{5/} Fundo mútuo de investimento em empresas emergentes

Comparando a série VMLP com o PIB, percebe-se que apesar de modesta, a sua participação sobre o PIB vem crescendo desde 2005, passando de 2% em 2005 para 4% em 2007. Em relação à formação bruta de capital fixo a participação da série VMLP também é crescente e atingiu 25% em 2007, como pode ser observado na Tabela 24:

Tabela 24 - Valores Mobiliários de Longo Prazo em % do PIB e % FBCF fluxos acumulados no período - 2000 a 2008

<i>acum. no período</i>	Critério: Econômico		
	R\$ milhões correntes ^{1/}	% PIB ^{2/}	% FBCF ^{2/}
<i>jun-dez/00</i>	6.933	1%	7%
2001	17.510	1%	8%
2002	16.952	1%	7%
2003	6.156	0%	2%
2004	16.700	1%	5%
2005	49.279	2%	14%
2006	94.096	4%	24%
2007	112.920	4%	25%
<i>jan-fev/08</i>	34.705	8%	-

Fonte dados primários: CVM, Bacen, IBGE.

^{1/} fluxos acumulados no período em R\$ milhões, valores correntes.

^{2/} acumulado no período em R\$ milhões, valores correntes.

CONCLUSÃO

A tentativa de quantificação do financiamento de longo prazo no Brasil no período entre junho/2000 e fevereiro/2008 levou às seguintes conclusões:

- a) foi apenas modesto o alongamento dos prazos de financiamento com o fim da inflação elevada e com a perda dos ganhos inflacionários por parte dos bancos, ao lado da redução das taxas de juros e da maior previsibilidade do quadro econômico;
- b) os bancos aumentaram o crédito, com a perda das receitas inflacionárias e com os juros mais baixos, porém continuaram privilegiando as operações com menores riscos, como o crédito consignado, ou então de prazos não tão longos (pouco acima de um ano), como o capital de giro;
- c) o grande provedor de crédito para as operações com prazo de maturação igual ou superior a 3 e 5 anos ainda é o BNDES; já as operações com prazo igual ou superior a 12 anos concentram-se no financiamento habitacional;
- d) o crédito para habitação (pessoas físicas e cooperativas) registrou um crescimento bastante modesto entre julho/2001 e fevereiro/2008, de 39% em termos reais, apresentando uma retomada mais significativa a partir de meados de 2006, devido as medidas adotadas pelo governo para estimular o setor, registrando crescimento real de 30% entre agosto/2006 e fevereiro/2008;
- e) nos valores mobiliários de longo prazo, merecem destaque, além das debêntures, o desempenho registrado pelas ações e pelos fundos de investimento em participações;
- f) a dificuldade de encontrar parâmetros internacionais para o volume de financiamento de longo prazo dificultou a avaliação dos resultados obtidos para o Brasil, em relação ao PIB e à formação bruta de capital fixo – FBCF: o crédito de longo prazo – CLP com prazo de um ano ou mais (≥ 1 ano) totalizou 24% do PIB em fevereiro/2008 e apenas 10% para do CLP no critério econômico (em que foram incluídas apenas as operações destinadas a investimento produtivo) e 8% no caso dos valores mobiliários

de longo prazo. Em relação à FBCF, a série CLP_(critério econômico) totalizou 55% em fevereiro/2008 e os valores mobiliários de longo prazo totalizaram 25% em 2007.

Antes de comentar rapidamente os resultados, cabe retomar algumas questões de ordem metodológica. Em primeiro lugar, as estatísticas disponíveis não permitem a discriminação das operações de crédito de acordo com a origem dos recursos, de maneira que não foi possível quantificar a evolução do crédito privado nacional de longo prazo. Dessa forma, a comprovação empírica do diagnóstico de insuficiência ou ausência de fontes privadas de financiamento de longo prazo fica comprometida. O que os dados disponíveis permitem avaliar é a participação dos recursos administrados pelo BNDES sobre o volume total de operações de longo prazo.

Em segundo lugar, pelo fato de os registros de prazo médio das operações de crédito terem início somente em junho/2000, não foi possível aprofundar a análise por um período mais longo, nem mesmo sobre os primeiros anos do Plano Real.

Em terceiro lugar, como o Banco Central não disponibiliza informações relativas aos prazos médios das operações de crédito apuradas em termos de fluxo, não foi possível construir uma série única para o financiamento de longo prazo, que englobasse tanto as operações de crédito quanto os valores mobiliários de longo prazo.

Por último, não foi possível encontrar indicadores dos mercados de crédito de longo prazo e valores mobiliários de longo prazo em outros países que permitissem a comparação com os resultados levantados por essa pesquisa.

Feitas essas ressalvas, a dissertação permitiu concluir, entre outros pontos, que a análise das cinco séries estimadas para a mensuração do crédito de longo prazo existente na economia brasileira indica que as conclusões a respeito da evolução do financiamento de longo prazo no Brasil podem ser bem distintas, dependendo do critério de longo prazo adotado.

No período analisado, somente as séries CLP_(≥ 1 ano) e CLP_(critério econômico) apresentaram crescimento superior ao crescimento registrado pelo total de crédito concedido pelo SFN; de 115% e 88%, em termos reais, respectivamente, contra 83% do total de crédito do SFN. Já as séries CLP_(≥ 5 anos) e CLP_(≥ 12 anos) registraram decréscimo entre jun/00 e fev/08 de 18% e 55% respectivamente, em termos reais.

Apesar disso, de maneira geral pode-se afirmar que o financiamento de longo prazo no Brasil ainda é bastante dependente dos recursos do BNDES, em operações com prazo iguais ou superiores a 3 e 5 anos e para o financiamento de projetos de investimento em geral.

Acima de 12 anos, os recursos são bastante escassos, inclusive os recursos do BNDES, e concentram-se em financiamento da Habitação para pessoas físicas e cooperativas. A maior expansão observada no período refere-se às operações de crédito realizadas com recursos livres na modalidade de CRTJ, em especial o crescimento das modalidades capital de giro e crédito pessoal, com prazo um pouco acima de 1 ano; e às operações com ações, debêntures e aquisição de quotas de FIP. É importante salientar, ainda, que pouco mais da metade das operações de crédito pessoal referem-se a operações de crédito consignado, operações de baixíssimo risco para o sistema financeiro, uma vez que as amortizações são descontadas em folha de pagamento, em sua maioria de funcionários públicos (87% do total com base em dados de fevereiro/2008).

A evolução das operações de *leasing* financeiro e crédito rural também merecem destaque apesar de registrarem participações relativas pequenas no total de crédito de longo prazo (entre 3% e 8% e entre 8% e 13%, respectivamente). As linhas de *leasing* financeiro para pessoas jurídicas, apresentaram crescimento real de 188% no período analisado, e as operações de *leasing* de bens com vida útil igual ou superior a 5 anos cresceram 331% em termos reais, no mesmo período. Em relação ao crédito rural é interessante observar que a evolução dos recursos destinados ao investimento foi bastante superior aos dos recursos destinados para o investimento e custeio agrícola, registrando crescimento real de 250% e 76% respectivamente, no período entre junho/00 e fevereiro/08; além disso, o crescimento real do crédito rural realizado com recursos livres e com prazo igual ou superior a 3 anos foi de 394% no período entre junho/00 e fevereiro/2008, contra 225% para as operações realizadas com recursos direcionados.

Além de ser ainda bastante dependente dos recursos do BNDES, o crescimento apresentado pelo volume de financiamento de longo prazo se mostrou bastante recente: a partir de 2004 no caso da oferta de valores mobiliários de longo prazo no mercado primário e entre o final de 2005 e o início de 2007 para as séries de crédito de longo prazo.

Já a participação dos recursos livres sobre o total de operações realizadas com recursos direcionados mostrou-se crescente somente na série CLP_(\geq 1 ano), cujo volume registrado para as operações realizadas com recursos livres (R\$ 396,5 bilhões) foi 67% superior às operações realizadas com recursos direcionados (R\$ 236,9 bilhões), tomando como base o mês de fevereiro/2008; para todos os demais prazos, a participação dos recursos livres sobre os recursos direcionados foi pequena e decrescente quanto maior o prazo das operações (9% no caso da série CLP_(\geq 3 anos), 3% para a série CLP_(\geq 5 anos) e 0% no caso da série CLP_(\geq 12 anos).

O lançamento de valores mobiliários de longo prazo no mercado primário registrou uma evolução mais expressiva (crescimento real de 1933%) do que o mercado primário como um todo (crescimento real de 1310%) e bem maior que as operações de crédito de longo prazo (crescimento real de 115% no caso da série CLP_(\geq 1 ano), série que apresentou o maior crescimento no período), apesar de totalizar montante bem inferior (R\$ 110,5 bilhões) quando comparado ao volume totalizado pelas operações de crédito de longo prazo (R\$ 604,9 bilhões no caso da série CLP_(\geq 1 ano) ou R\$ 249,9 bilhões no caso da série CLP_(critério econômico).

ANEXO

A.1) Estimação dos prazos médios das linhas de crédito selecionadas

O detalhamento dos procedimentos adotados para a estimação dos prazos médios e do critério econômico dos itens: a) Leasing – dados ABEL, b) Recursos direcionados – dados do BNDES, c) Crédito rural – dados Anuário Estatístico do Crédito Rural, d) Habitação – dados Bacen, e) Crédito referencial para taxa de juros – dados Bacen são apresentados a seguir:

• Leasing – dados da ABEL

No caso da ABEL, após análise dos dados disponíveis ao público em geral, chegou-se à conclusão de que não é feito o acompanhamento dos prazos médios das operações de leasing registradas pelas suas empresas associadas. Das séries analisadas, a que permitiu uma aproximação para os prazos médios, ainda que de forma precária, foi a do “Imobilizado de arrendamento”, que registra o saldo dos valores de aquisição dos bens arrendados deduzidas as depreciações incorridas. Esta série de dados possibilita a estimativa dos prazos médios das operações de leasing, pois registra tais operações discriminadas em operacionais e não operacionais e também registra a abertura do leasing financeiro em seus principais itens possibilitando a identificação do tempo de vida útil dos bens em questão. As operações de leasing operacional têm prazo mínimo de 90 dias, e as não operacionais (leasing financeiro) têm prazo de no mínimo 2 anos para os bens com vida útil de até 5 anos, e prazo mínimo de 3 anos para os bens com vida útil superior a 5 anos.⁹²

Assim sendo, com a separação entre o leasing operacional e financeiro, como pode ser vista na Tabela A1, e a abertura do leasing financeiro em seus principais itens, como pode ser visto nas Tabelas A2 e A3, foi possível estimar as operações de leasing com prazos iguais ou superiores a 1 e 3 anos, bem como as operações definidas de acordo com o critério econômico para o longo prazo:

- estimação da série de leasing com prazo ≥ 1 ano: desconsiderou-se a parcela referente ao leasing operacional, de maneira que foram consideradas somente as operações de leasing financeiro, mesmo sabendo-se que, ao adotar esse procedimento, haveria a possibilidade de desconsiderar operações de longo prazo contidas no leasing operacional.

⁹² As definições para imobilizado de arrendamento e prazos de leasing operacional e financeiro foram obtidas no site da Abel: <http://www.leasingabel.com.br>

Uma vez estimada a parcela de operações de leasing de longo prazo de acordo com o critério de prazo ≥ 1 ano, conforme procedimento descrito, o próximo passo foi tentar compatibilizar essa informação com os dados da linha de Leasing do quadro 9 do Banco Central. Como ambas as séries de Leasing, tanto da ABEL, quanto do Banco Central, são expressas em termos de saldos, descontaram-se os percentuais de participação do leasing operacional sobre o total, registrados na Tabela A1, sobre os montantes de operações de Leasing registrados no quadro 9 para se obter a série CLP_estoque (≥ 1 ano). Dessa forma, para o ano de 2002 descontou-se, em cada mês, 0,7% do total registrado na rubrica Leasing (somatória de pessoa física e jurídica), para os meses de 2003 descontou-se 1,0% e assim sucessivamente de acordo com os percentuais apurados na Tabela A1 para os anos de 2004, 2005, 2006 e 2007. Para os anos de 2000 e 2001 utilizou-se a média dos anos de 2002 a 2007, que foi de 0,6%.

Tabela A1: ABEL

Imobilizado de arrendamento	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Leasing Operacional						
<i>% sobre o Leasing Total - média no ano</i>	<i>0,7%</i>	<i>1,0%</i>	<i>0,6%</i>	<i>0,4%</i>	<i>0,5%</i>	<i>0,6%</i>

Fontes dados primários: Abel

- estimacão da série de leasing com prazo ≥ 3 anos: foram consideradas as operaoes de leasing financeiro daqueles bens com vida útil acima de 5 anos, tais como: aeronaves, embarcaoes, imóveis, móveis e utensílios, máquinas e equipamentos e instalaoes, operaoes estas com prazo mínimo de 3 anos – Tabela A2. Para se obter a série CLP_estoque (≥ 3 anos) procedeu-se de forma semelhante  estimacão da série CLP_estoque (≥ 1 ano) , utilizando, porém, os percentuais apurados na Tabela A3 como redutores da base total de leasing registrado no quadro 9 da nota para a imprensa do Bacen. Para os anos de 2000 e 2001 realizou-se a exclusão dos montantes referentes ao leasing operacional de acordo com os percentuais registrados na Tabela A1, período em que as estatísticas não apresentavam separaco entre leasing operacional e financeiro).

Tabela A2: Leasing Financeiro: vida útil de ativos selecionandos

	Leasing Financeiro					
	Máquinas e Equipamentos	Móveis e Utensílios	Imóveis	Aeronaves	Instalaoes	Embarcaoes
vida útil em anos	10	10	10	10	25	5 a 20

Fonte dados primários: ABEL e Receita Federal

Tabela A3: Leasing Financeiro de bens com vida útil igual ou maior a 5 anos - % sobre leasing total

Leasing Financeiro - ativos com vida útil igual ou maior a 5 anos								
% sobre leasing total - média no ano								
	2000 ^{1/}	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
% sobre o Leasing Total média no ano	9,3%	14,8%	22,4%	27,4%	22,8%	23,1%	20,6%	14,5%
								média 2000-2007: 19,4%

Fontes dados primários: Abel

1/ média calculada de jun/00 a dez/00.

- estimação da série de leasing com prazo ≥ 5 anos: a estimação de uma série de leasing com prazo igual ou superior a 5 anos não foi realizada vez que não é possível verificar se as operações de leasing financeiro destacadas para o caso de leasing com prazo maior ou igual a 3 anos, se estendem por um período maior ou igual a 5 anos ou não. Por motivos de segurança, então, não foram incluídos os dados de leasing na série CLP_estoque (≥ 5 anos).
- estimação da série de leasing com prazo ≥ 12 anos: a estimação para esta série não foi realizada pelos mesmos motivos do item anterior.
- a estimação da série de leasing com critério econômico: foram consideradas somente as operações de leasing para pessoa jurídica (quadro 10). Já a estimação das séries CLP_estoque (critério econômico) utilizou como base a totalidade das operações de leasing realizadas para as pessoas jurídicas (quadro 9a).

Ainda, dois problemas encontrados com base de dados da ABEL merecem ser destacados:

- a) a série que apresenta a separação entre o leasing operacional e não operacional tem início somente em janeiro/2002; e,
- b) apesar de ambas as séries da ABEL e do Banco Central serem apuradas em termos de saldos, os montantes apurados pelas duas instituições apresentam diferenças que oscilam entre -2% e 20%, dependendo do ano, com tendência de aumento a partir de 2004 e reversão dessa tendência em 2007, como pode ser observado na Tabela A4.

Tabela A4: Leasing ABEL X BACEN

Leasing								
Saldos em R\$ milhões	dez.00	dez.01	dez.02	dez.03	dez.04	dez.05	dez.06	dez.07
ABEL - Imobilizado de arrendamento	14.292	12.862	9.983	8.655	14.792	23.052	41.425	65.603
BACEN - saldos em final de período	14.058	12.119	9.724	8.799	13.144	21.205	34.466	64.947
Abel/Bacen	2%	6%	3%	-2%	13%	9%	20%	1%

Fonte dados primários: Abel e Bacen.

Apesar das deficiências encontradas em relação aos dados, e dada a escassa disponibilidade de informações, esta foi a única forma encontrada para estimar a parcela de leasing de longo prazo, em termos de estoque, e de acordo com os critérios de prazo (igual ou acima de 1 ou 3 anos) e critério econômico, dentro da totalidade de operações de leasing registradas pela ABEL.

• Recursos direcionados - dados do BNDES

Em relação aos dados pesquisados junto ao BNDES com o intuito de estimar os prazos médios das linhas de “BNDES – repasses” e “BNDES – direto” do quadro 9-A, verificou-se que o BNDES não faz apuração (ou pelo menos não divulga), de forma sistemática, dos prazos médios das suas linhas de financiamento, e, além disso, a metodologia de registro das informações difere da metodologia utilizada pelo Banco Central. O BNDES apresenta os dados de acordo os “Desembolsos efetivamente efetuados” pelo Sistema BNDES nos respectivos meses, ou seja, em termos de fluxo – Tabela A5; e o Banco Central, conforme já mencionado, registra as operações de BNDES repasses e direto de acordo com o “Saldo em fim de período”, ou seja, em termos de estoque. Este fato trouxe uma complicação metodológica a mais na estimação das operações do BNDES de longo prazo em termos de estoque: a única forma seria utilizar uma *proxy* baseada em dados do BNDES, expressos em fluxo, para ser aplicada sobre os dados em termos de estoque do quadro 9-A do Bacen.

Tabela A5: Desembolso do Sistema BNDES

acum. no período	Desembolso do Sistema BNDES por Modalidade/Produto - em R\$ milhões correntes												TOTAL
	Operações diretas				Operações Indiretas								
	FINEM	Mercado de Capitais	Aplicação não reemb.	BNDES EXIM	Prestação de garantias	FINEM	FINAME máq.	agrícola	leasing	Cartão BNDES	BNDES EXIM	BNDES automático	
jun-dez/00	4.063	1.722	65	2.643	0	3.472	1.665	1.018	48	0	1.878	1.087	17.662
2001	6.825	990	52	3.949	-	3.705	3.304	1.848	200	-	2.065	2.278	25.217
2002	13.355	807	75	7.745	-	1.607	4.020	3.010	286	-	4.044	2.471	37.419
2003	7.983	970	71	6.300	-	1.253	5.333	2.872	383	1	5.603	2.765	33.534
2004	11.439	613	49	5.652	23	1.667	6.621	4.570	254	12	5.464	3.470	39.834
2005	13.282	2.047	60	6.692	-	1.885	9.329	2.185	471	72	7.303	3.654	46.980
2006	14.571	3.404	88	4.060	-	2.701	10.767	1.483	637	225	9.793	3.590	51.318
2007	22.029	3.498	63	1.322	-	5.112	17.031	2.071	1.446	509	6.735	5.077	64.892
jan-fev/08	2.471	320	9	198	0	483	2.724	362	232	84	954	935	8.770

Fonte: BNDES

Apesar das dificuldades citadas, solicitou-se ao BNDES, por email, uma estimativa para os prazos médios das suas linhas de financiamento e dessa forma obtivemos a Tabela A6⁹³ que apresenta estimativas para os anos de 2004 a 2006:

⁹³ Informações obtidas por email, em 16/fev/07, junto aos técnicos do BNDES.

Tabela A6: prazo médio BNDES

Prazos médios das operações contratadas pelo sistema BNDES por produto em dias corridos	Critério prazo dias						
	2004	2005	2006	≥1 ano 360 dias	≥3 anos 1.080 dias	≥5 anos 1.800 dias	≥12 anos 4.320 dias
APLIC NAO REEMB DIR	0	0	398				
BNDES AUTOMATICO	1 967	1 799	1 933				
CARTAO BNDES	395	769	891				
COMPRA COTAS FILME	0	0	2 160				
COMPRA DEB CONVERSIV	0	962	0				
COMPRA DEB SIMPLES	3 570	0	1 844				
EXIM POS DIR	5 689	6 225	4 136				
EXIM PRE AGIL IND	0	0	45				
EXIM PRE ANCORA IND	360	395	498				
EXIM PRE AUT IND	488	538	226				
EXIM PRE-AUTOMOVEIS	0	0	27				
EXIM PRE CP AUT IND	186	210	213				
EXIM PRE CP IND	0	0	180				
EXIM PRE ESPEC DIR	360	270	360				
EXIM PRE ESPEC IND	352	325	218				
EXIM PRE IND	353	478	142				
FINAC (BNDES)	4 352	0	0				
FINAME	1 412	1 453	1 546				
FINAME - AGRICOLA	1 975	2 004	2 026				
FINAME CE	1 920	2 189	2 084				
FINAME LEASING	1 145	1 178	1 237				
FINEM DIR.CONSTR.NAV	5 720	5 929	3 689				
FINEM DIRETO	2 821	2 514	2 984				
FINEM DIRETO PONTE	0	555	390				
FINEM DIR.IMPORT.B/S	2 520	0	1 890				
FINEM DIR.MAQ/EQUIP	2 855	2 571	3 166				
FINEM IND.CONSTR.NAV	0	4 590	0				
FINEM INDIRETO	2 939	2 825	2 787				
FINEM IND. MAQ/EQUIP	3 036	0	2 075				
LIMITE DE CREDITO	0	0	2 160				
OPER EM FUNDOS DIR	2 160	2 160	0				
PART.AC.OUTRAS.INTGR	0	0	692				
PROJECT FINANCE DIR	4 258	4 615	1 800				
PROJECT FINANCE IND	4 343	3 270	0				

Fonte: BNDES

As linhas hachuradas ao lado da Tabela A6 correspondem àqueles produtos que apresentaram, na média dos anos de 2004 a 2006, prazo inferior ao citado ($\geq 1, 3, 5$ e 12 anos) e portanto devem ser retiradas das respectivas bases de cálculo de cada série estimada de acordo com o critério de prazo em dias. Analisando-se tais linhas, foram adotados os seguintes procedimentos para a estimação das séries CLP_estoque de acordo com os critérios de prazo e critério econômico:

• estimação da série BNDES com prazo ≥ 1 ano: desconsiderou-se a parcela referente aos produtos EXIM, com exceção do produto EXIM pós direto. O produto BNDES EXIM refere-se ao agrupamento das diversas linhas de apoio à exportação, como pré-embarque, pré-embarque especial, pré-embarque empresa âncora, etc., e podem diretas ou repasses (indiretas). Foi adotado, então, como critério para estimação das operações de longo prazo do BNDES, com prazo igual ou superior a 1 ano, a exclusão das operações de EXIM do total de operações em cada ano. Para isso, utilizou-se a base de dados do BNDES (fluxo em R\$ milhões) e calculou-se a participação das operações de EXIM (com exceção do EXIM pós dir) sobre o total das operações, discriminadas em diretas e indiretas, como pode ser observado na Tabela A7:

Tabela A7: BNDES-Exim

Desembolso por produto BNDES						
fluxo em R\$ milhões						
ano	Operações Diretas			Operações Indiretas		
	Exim	Total	Exim/total	Exim	Total	Exim/total
2000	99	10.996	1%	2.328	12.050	19%
2001	144	11.816	1%	2.065	13.400	15%
2002	173	21.982	1%	4.044	15.437	26%
2003	297	15.324	2%	5.603	18.210	31%
2004	13	17.776	0%	5.464	22.058	25%
2005	101	22.081	0%	7.303	24.899	29%
2006	7	22.123	0%	9.793	29.196	34%
2007	13	26.911	0%	6.735	37.981	18%

Fonte dados primários: BNDES

Uma vez obtidas as porcentagens correspondentes à participação do EXIM direto e indireto sobre os respectivos totais das modalidades direta e indireta (Tabela A7), voltou-se ao quadro 9-A da nota para a imprensa do Banco Central e utilizou-se essas porcentagens como redutores sobre os saldos registrados para as linhas de “BNDES-direto” (ou operações diretas) e “BNDES – repasses” (ou operações indiretas).

• estimação da série BNDES com prazo ≥ 3 anos: além dos produtos EXIM foram desconsideradas as seguintes linhas: “aplicação não reembolsável”, “cartão BNDES”, “compra de debêntures conversíveis”, “FINEM operações diretas de empréstimo ponte” e “participações acionárias”. O procedimento adotado foi semelhante ao procedimento para a estimação da série com prazo igual a superior a 1 ano: calculou-se a participação das referidas linhas a serem excluídas sobre o total das operações realizadas pelo BNDES e descontou-se essa participação sobre os montantes registrados nas rubricas “BNDES-

direto” e “BNDES – repasses” do quadro 9-A do Bacen. A linha de “Finem Direto – empréstimo ponte” deveria ter sido excluída, porém, como o seu volume costuma ser baixo e como não foi possível destacar tal linha do total de operações de Finem, ela permaneceu sendo considerada. Dessa forma, os percentuais utilizados como redutores podem ser encontrados na Tabela A8, ressaltando que série do BNDES com prazo superior a 3 anos representou 74% das operações totais do BNDES na média de junho/2000 a fevereiro/2008.

Tabela A8: Redutores utilizados para estimação das séries CLP_estoque (≥ 3 anos e ≥ 5 anos)

Redutores utilizados sobre a base de operações totais do BNDES								
critério prazo ≥ 3 anos:								
	2000^{1/}	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
	26%	28%	34%	39%	30%	34%	34%	19%
critério prazo ≥ 5 anos:								
	2000^{1/}	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
	24%	42%	45%	56%	47%	55%	56%	44%

Fonte dados primários: BNDES

1/ calculado com base nos dados acumulados de junho a dezembro de 2000.

- estimação da série BNDES com prazo ≥ 5 anos: ale, das linhas desconsideradas na construção da série CLP_estoque (≥ 3 anos) foram excluídas também as linhas de “Finame máquinas” e “Finame Leasing”. O procedimento realizado para a estimação da série CLP_estoque (≥ 5 anos) foi semelhante às duas séries anteriores e os redutores utilizados sobre a base de dados do quadro 9 do bacen podem ser encontrados no Tabela A8, destacando apenas que a série das operações BNDES com prazo igual ou superior a 5 anos representou 47% das operações totais na média do período de junho/2000 a fevereiro/2008.

- estimação da série BNDES com prazo ≥ 12 anos: para a estimação desta série foi considerada somente as linhas de “Finem direto – construção naval”, “Finem indireto – construção naval” e “Exim Pós direto” pois são as principais linhas com prazo igual ou superior a 12 anos de acordo com a Tabela A6. A participação dessas linhas sobre o desembolso total do BNDES foi calculada ano a ano (Tabela A9) e aplicada sobre o saldo anuais das operações do BNDES do quadro 9-A do Bacen.

Tabela A9: BNDES Linhas selecionadas - acumulado no ano em R\$ milhões correntes

BNDES - linhas selecionadas					
<i>Fluxos acumulados no ano em R\$ milhões correntes</i>					
<i>acum. no ano</i>	Finem Dir Construção Naval (A)	Finem Ind Construção Naval (B)	Exim Pós Dir (C)	TOTAL A+B+C	A+B+C/ TOTAL
2000	103	0	3307	23.046	15%
2001	165	0	3805	25.217	16%
2002	247	0	7572	37.419	21%
2003	611	0	6003	33.534	20%
2004	684	0	5639	39.834	16%
2005	468	1	6591	46.980	15%
2006	578	0	4053	51.318	9%
2007	838	30	1309	64.892	3%

Fonte dados primários: BNDES.

- estimação da série BNDES com critério econômico: foram consideradas as totalidades das linhas “BNDES direto” e “BNDES repasses” registradas no quadro 9-A do Bacen.

Esse procedimento adotado para estimar as operações do BNDES de longo prazo com prazos iguais ou maiores que 1, 3 e 5 anos, também mostrou-se um tanto precário uma vez que utilizou porcentagens calculadas com base nos dados apurados pelo BNDES em termos de fluxo que foram aplicadas como redutores sobre a base de dados expressa em termos de estoque do Banco Central (quadro 9-A).

• Crédito rural – dados do anuário Estatístico do Crédito Rural

O crédito rural é definido como o suprimento de recursos financeiros por instituições do Sistema Nacional de Crédito Rural (SNCR) para aplicação em atividades agrícolas e pecuárias, de acordo com normas estabelecidas pelo Banco Central⁹⁴. As principais fontes de recursos utilizadas para financiar as atividades agropecuárias são originárias de recursos obrigatórios, como o comprometimento de parcela obrigatória de depósitos bancários ou os repasses de fundos oficiais. Segundo o Anuário Estatístico do Crédito Rural⁹⁵, publicado pelo Banco Central, para o ano de 2006 (último dado disponível), 45,9% dos recursos para o crédito rural originaram-se de exigibilidades bancárias, o chamado MCR 6.2; 18,7% da poupança rural; 9,2% dos Fundos Constitucionais; 7,6% do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT); e, 7,3% do BNDES.

⁹⁴ Para maiores detalhes ver: Normas do Sistema Financeiro – Manual de Crédito Rural em <http://www.bcb.gov.br>.

⁹⁵ O Anuário estatístico do crédito rural pode ser encontrado no site do Banco Central: <http://www.bcb.gov.br>.

De acordo com o Manual de Crédito Rural⁹⁶ do Bacen, o crédito rural pode ter as seguintes finalidades:

- a) custeio: *“destina-se a cobrir despesas normais dos ciclos produtivos”* tanto das atividades agrícolas quanto da exploração pecuária, entressafra de lavouras permanentes ou da extração de produtos vegetais, ou ainda do beneficiamento ou industrialização de produtos agropecuários. Os créditos de custeio apresentam como prazo máximo: 2 anos para as atividades agrícolas; 1 ano para as atividades pecuárias e 2 anos para as atividades de beneficiamento ou industrialização.

- b) investimento: *“destina-se a aplicações em bens ou serviços cujo desfrute se estenda por vários períodos de produção”*. Os créditos de investimento financiam ativos fixos e semifixos. Por ativos fixos entende-se a construção de instalações permanentes, obras de irrigação, eletrificação e telefonia rural, desmatamento, reflorestamento e aquisição de máquinas e equipamentos de provável duração útil superior a 5 anos, entre outros; já os ativos semifixos referem-se à aquisição de animais; aquisição de veículos, tratores, colheitadeiras; máquinas e equipamentos de provável duração útil não superior a 5 anos, entre outros. O financiamento dos ativos fixos estão sujeitos ao prazo máximo de 12 anos e dos ativos semifixos ao prazo máximo de 6 anos, em ambos os casos já incluídos os prazos de carência.

- c) comercialização: *“tem o objetivo de assegurar ao produtor rural ou a suas cooperativas os recursos necessários à comercialização de seus produtos no mercado”*. O crédito de comercialização inclui as atividades de pré-comercialização, desconto, empréstimos à cooperativas para adiantamentos a cooperados; financiamento de proteção de preços, entre outros. Os prazos máximos de vencimento das operações de crédito para a comercialização variam entre 90 e 240 dias.

Com base nas finalidades acima descritas foram estimadas as séries para o crédito Rural:

⁹⁶ O Manual do crédito rural pode ser encontrado no site do Banco Central: <http://www.bcb.gov.br>.

• estimação da série Rural com prazo ≥ 1 ano: de acordo com a descrição das suas finalidades, conclui-se que o crédito rural - custeio para a atividade agrícola, custeio para o beneficiamento ou industrialização e o crédito para investimento, podem ser considerados de longo prazo de acordo com o critério de prazo igual ou superior a 1 ano; ou em outras palavras, não se pode considerar como crédito de longo prazo, no referido critério, o custeio para a pecuária e o crédito para a comercialização. Assim sendo, através da análise dos dados do Anuário Estatístico do Crédito Rural, para o período entre junho/2000 a dezembro/2006 (último dado disponível) foram calculados os redutores a serem aplicados sobre a base de dados das rubricas de crédito rural do Bacen: a) Cooperativas - pessoa física (quadro 9); b) Rural – pessoas jurídicas (quadro 9); c) Rural – bancos e agências de fomento (quadro 9A); d) Rural – cooperativas (quadro 9A). Esses redutores podem ser observados na Tabela A10:

Tabela A10: Crédito Rural - em R\$ milhões correntes

Crédito Rural - redutores sobre a base total					≥ 3 anos	critério econômico	
acum. ano	Custeio ^{1/}		Investimento ^{1/} (C)	Comercialização ^{2/} (D)	TOTAL	(B+D)/Total	(A+B+D)/Total
	agrícola (A)	pecuária (B)					
2000*	8.459	1.310	1.837	1.634	13.239	22%	86%
2001	11.338	2.404	4.274	3.893	21.910	29%	80%
2002	14.324	2.874	5.615	4.393	27.207	27%	79%
2003	20.110	3.663	8.185	5.534	37.492	25%	78%
2004	25.814	3.948	10.456	8.868	49.086	26%	79%
2005	25.331	4.473	11.866	10.294	51.964	28%	77%
2006	25.164	5.915	13.798	10.505	55.382	30%	75%
					média	27%	79%

* acumulado de junho a dezembro de 2000.

^{1/} inclui produtores, cooperativas e Pronaf.

^{2/} inclui produtores e cooperativas.

Fonte: Anuário Estatístico do Crédito Rural

• estimação da série Rural com prazo ≥ 3 anos: a estimativa da série de crédito rural com prazo igual ou superior a 3 anos foi realizada de forma semelhante à estimação da séries com prazo ≥ 1 ano. Foram consideradas somente as linhas de crédito com a finalidade de investimento do Anuário estatístico do crédito rural, uma vez que essas linhas apresentam prazo máximo de 6 ou 12 anos dependendo do bem financiado. Para tanto, calculou-se a participação das linhas de custeio e comercialização sobre o total do crédito para serem utilizadas como redutores sobre a base de dados de crédito rural do Bacen (quadros 9 e 9-A). Os redutores utilizados podem ser encontrados na última coluna da Tabela A10.

- estimação da série Rural com prazo ≥ 5 anos: esta série não foi estimada pois não é possível separar dentre as linhas de crédito para investimento quais apresentam prazo máximo de 6 anos e quais apresentam prazo máximo de 12 anos. Dessa forma, não seria possível garantir que estaria sendo selecionada as operações com prazo igual ou superior a 5 anos.
- estimação da série Rural com prazo ≥ 12 anos: não foi estimada essa série de crédito rural com prazo igual ou superior a 5 anos pois apesar do crédito para investimento de bens com vida útil acima de 5 anos apresentarem prazo máximo de 12 anos não é possível separar quais operações efetivamente registram prazo de 12 anos e quais têm prazo menor.
- estimação da série Rural critério econômico: a estimação dessa série foi idêntica à estimação da série de crédito rural com prazo igual ou superior a 3 anos, ou seja, considerou somente as operações de crédito com a finalidade de investimento e utilizou os redutores registrados na penúltima coluna da Tabela A10 sobre a base de dados de crédito rural do Bacen (quadros 9 e 9-A).

É importante observar, ainda que assim como as estimativas realizadas para as séries do BNDES, as séries de longo prazo para o crédito rural também apresentam a fragilidade de terem sido estimadas com base em redutores calculados com dados do Anuário Estatístico de Crédito Rural, expressos em termos de fluxo, e aplicados sobre a base de dados do Bacen, expressa em termos de estoques. Além disso, os dados do Anuário Estatístico do Crédito Rural estão disponíveis somente até dezembro de 2006, de maneira que para os meses de janeiro de 2007 a fevereiro de 2008 foram utilizadas os redutores médios do ano de 2006 para a estimação de cada uma das séries de crédito rural de longo prazo citadas.

• **Habitação – dados Bacen**

A rubrica de Habitação do quadro 9-A refere-se a operações realizadas para pessoas físicas e cooperativas habitacionais, assim as estimativas das séries de Habitação de acordo com os critérios de prazo e econômico ocorreu da seguinte maneira:

- estimação da série Habitação com prazo ≥ 1 ano: foi considerada a totalidade dos valores registrados no quadro 9-A do Bacen.
- estimação da série Habitação com prazo ≥ 3 anos: foi considerada a totalidade dos valores registrados no quadro 9-A do Bacen.
- estimação da série Habitação com prazo ≥ 5 anos: foi considerada a totalidade dos valores registrados no quadro 9-A do Bacen.
- estimação da série Habitação com prazo ≥ 12 anos: foi considerada a totalidade dos valores registrados no quadro 9-A do Bacen.
- estimação da série Habitação critério econômico: essa série não foi estimada uma vez que essa linha de Habitação refere-se a pessoas físicas e cooperativas habitacionais que por definição não estão relacionadas ao financiamento do investimento.

• **Crédito referencial para taxas de juros – dados Bacen**

O crédito referencial para taxa de juros (CRTJ), por ser a única série de dados que apresenta o registro de seu prazo médio, possibilitou que fossem selecionadas, dentro de período de junho/2000 a fevereiro/2008, as linhas e respectivos meses onde os prazos médios foram iguais ou superiores aos 4 critérios de prazos desejados. Assim, dentro das diversas linhas que compõem o CRTJ, as séries (e meses) que apresentaram comportamento de longo prazo, de acordo com os critérios de prazo estabelecidos e discriminadas em linhas para pessoa física e pessoa jurídica, foram (Tabela A11):

Tabela A11 - Crédito Referencial para Taxa de Juros - linhas e meses selecionados

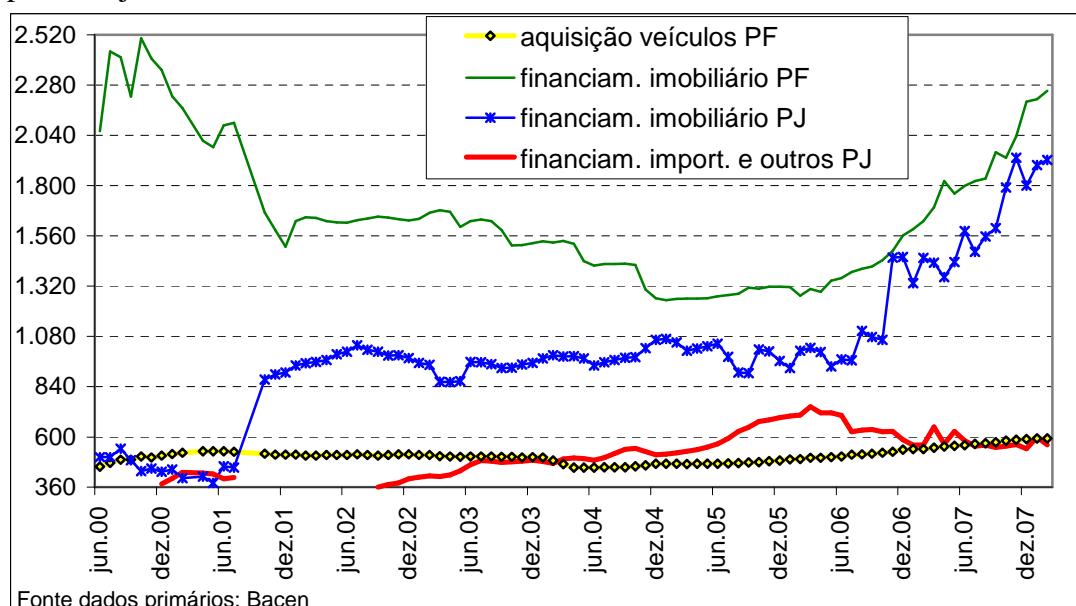
Crédito Referencial para Taxa de Juros - linhas e meses selecionados				
Pessoa Jurídica:	Meses com prazo médio igual ou superior a:			
	≥ 1 ano	≥ 3 anos	≥ 5 anos	≥ 12 anos
Financiamento imobiliário	jun/00-fev/08	nov/06-fev/08	nov/07-fev/08	-
Repasses Externos	jun/00-jul/01; jun/04-dez/05	-	-	-
Financiamento a import. e outros	dez/00-ago/01; set/02-fev/08	-	-	-
Capital de giro	a partir de ago/06	-	-	-
Pessoa Física:	Meses com prazo médio igual ou superior a:			
	≥ 1 ano	≥ 3 anos	≥ 5 anos	≥ 12 anos
Financiamento imobiliário	jun/00-fev/0	jun/00-fev/08	jun/00-set/01; jul/07-fev/08	-
Aquisição de bens - Veículos	jun/00-fev/08	-	-	-
Crédito Pessoal	nov/06-fev/08	-	-	-

Fonte dados primários: Bacen

Analisando os dados da Tabela A11 e os gráficos A1 e A2 pode-se observar a evolução das linhas de crédito referencial para taxa de juros de longo prazo no período, ou seja:

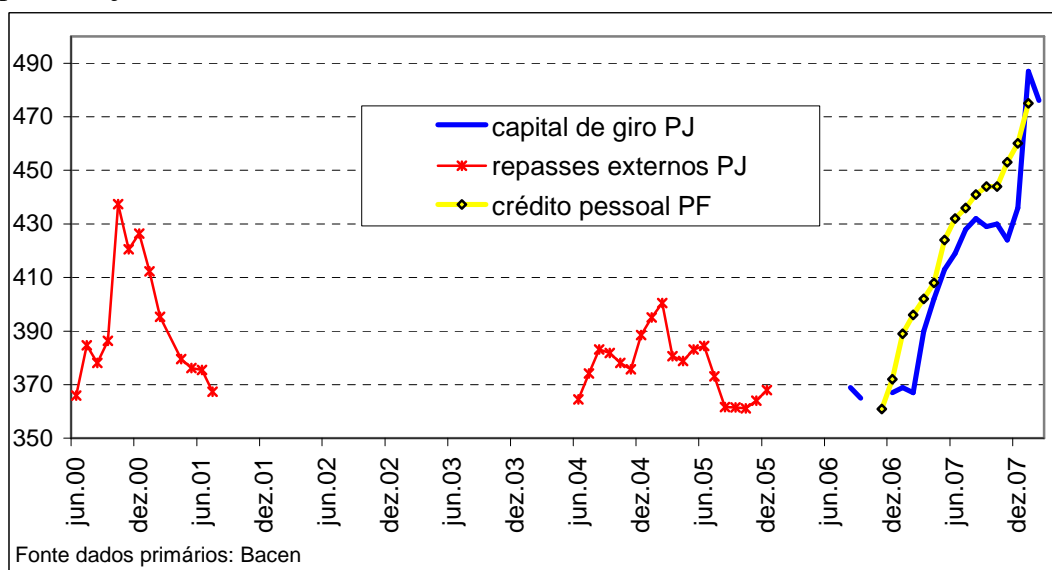
- a) aquelas linhas que registraram prazo médio igual ou superior a 1 ano durante todo o período, de junho/2000 a fevereiro/2008, tais como as linhas de “financiamento imobiliário – pessoa física”, “financiamento imobiliário – pessoa jurídica” e a “aquisição de veículos – pessoa física”; e a linha que apresentou os referidos prazos médios durante quase todo o período como o “financiamento a importações e outros – pessoa jurídica” (gráfico A1);
- b) no gráfico A1 também é possível observar o comportamento das linhas de “Financiamento imobiliário - PJ” e “Financiamento imobiliário - PF” com prazo igual ou superior a 3 e 5 anos (1080 e 1800 dias respectivamente).

Gráfico A1: Prazo médio de linhas de crédito referencial para taxa de juros selecionadas período: jun/00 a fev/08 - em dias corridos



c) aquelas linhas que passaram a registrar prazo médio igual ou superior a 1 ano a partir do 2º semestre de 2006, como as linhas “capital de giro – pessoa jurídica” e “crédito pessoal - pessoa física”. Já a linha “repasses externos – pessoa jurídica” oscilou ao longo do período analisado, ora apresentando prazo igual ou superior a 1 ano, ora apresentando prazos menores (gráfico A2).

Gráfico A2: Prazo médio de linhas de crédito selecionadas período: jun/00 a fev/08 - em dias corridos



Assim sendo, os procedimentos utilizados para estimar as séries de crédito referencial para taxa de juros (CRTJ) de acordo com os critérios de prazo e econômico foram:

- estimação da série CRTJ com prazo ≥ 1 ano: foram incluídas as linhas de “Financiamento imobiliário – PF” “Financiamento imobiliário – PJ”, “Repasses externos – PJ”, “Financiamento a importações e outros – PJ”, “Capital de giro – PJ”, “Aquisição de bens – PF”, “Crédito pessoal – PF” e respectivos meses com prazos iguais ou superiores a 1 ano como apresentado na Tabela A11.
- estimação da série CRTJ com prazo ≥ 3 anos: foram incluídas as linhas de “Financiamento imobiliário – PF” “Financiamento imobiliário – PJ”, e respectivos meses com prazos iguais ou superiores a 3 anos como apresentado na Tabela A11.
- estimação da série CRTJ com prazo ≥ 5 anos: foram incluídas as linhas de “Financiamento imobiliário – PF” “Financiamento imobiliário – PJ”, e respectivos meses com prazos iguais ou superiores a 3 anos como apresentado na Tabela A11.
- estimação da série CRTJ com prazo ≥ 12 anos: não foram encontradas linhas que apresentassem prazo iguais ou superiores a 12 anos e por esse motivo essa série não foi estimada.
- estimação da série CRTJ critério econômico: de acordo com a finalidade de financiar o investimento foram selecionadas as seguintes séries para o período de junho/2000 a fevereiro/2008: “Financiamento imobiliário – PJ”, “Aquisição de bens – PJ” e “Financiamento de importações e outros – PJ”. A participação de tais linhas sobre o total de CRTJ (PJ + PF) pode ser verificada na Tabela A12:

Tabela A12: Crédito referencial para taxa de juros PJ - em R\$ milhões correntes

Crédito Referencial para taxa de Juros PJ - linhas selecionadas					
<i>saldo em final de período</i>	Financiamento imobiliário (A)	Aquisição de bens (B)	Financiamento Importações e outros (C)	TOTAL CRTJ PJ + PF	(A)+(B)+(C) /TOTAL
dez/00	2 677	2 201	10 931	125 056	13%
dez/01	786	3 593	14 021	194 106	9%
dez/02	678	4 275	11 943	212 388	8%
dez/03	551	4 695	8 148	224 224	6%
dez/04	427	8 003	8 325	271 385	6%
dez/05	609	11 152	8 143	340 635	6%
dez/06	734	13 491	8 346	409 468	6%
dez/07	1 146	17 937	12 821	523 727	6%
fev/08	1 178	15 822	13 128	541 754	6%

Fonte dados primários: Bacen

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABECIP, <www.abecip.org.br>

ABEL, <www.leasingabel.com.br>

ALDRIGHI, Dante M., **Financiamento e Desenvolvimento Econômico: Teorias e Experiência Sul-Coreana**, São Paulo: IPE-USP, 1997.

ARIDA, Pérsio; BACHA, Edmar, RESENDE, André. Credit, interest rate and jurisdictional uncertainty: Conjectures on the case of Brasil. **Texto para Discussão**, n. 2, rio de Janeiro: IEPE/Casa das Garças, 2004 .

BACHA, Edmar L. **Os mitos de uma década: ensaios de economia brasileira**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1976.

_____. Incerteza jurisdicional e crédito de longo prazo, In: BACHA, Edmar L.; OLIVEIRA Filho, Luiz C. de (orgs.) **Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros**. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria Ltda e Anbid, p.169-173, 2005.

BAER, Monica. **O rumo perdido: a crise fiscal e financeira do Brasil**. São Paulo: Paz e Terra, 1993.

BAER, Werner. **A industrialização e o desenvolvimento econômico do Brasil**. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1966.

BANCO CENTRAL DO BRASIL, **Boletim do Banco Central – Relatório anual 2001**, Disponível em: <www.bcb.gov.br>

BANCO CENTRAL DO BRASIL, **Boletim do Banco Central – Relatório anual 2002**, Disponível em: <www.bcb.gov.br>

BANCO CENTRAL DO BRASIL, **Boletim do Banco Central – Relatório anual 2006**, Disponível em: <www.bcb.gov.br>

BANCO CENTRAL DO BRASIL, **Nota para a imprensa – Política monetária e Operações de Crédito do Sistema Financeiro**, s/l, s/d, Disponível em: <www.bcb.gov.br> Acesso em: 10/01/07 e 30/05/07.

BIANCARELI, A. **Integração, ciclos e finanças domésticas: o Brasil na globalização financeira**. Tese de doutoramento, Campinas, Unicamp, 2007.

BIELSCHOWSKY, Ricardo. **Bancos e acumulação de capital na industrialização brasileira. Uma nota introdutória (1935/62)**. Dissertação de mestrado, Brasília, UnB, 1975.

BNDES, <www.bndes.gov.br>

BORGES Neto, João. **As dificuldades da economia neoclássica para tratar teoricamente do dinheiro: algumas hipóteses explicativas**. São Paulo, mimeo, 2006.

CALÓGERAS, Pandiá J. **A política monetária do Brasil**. São Paulo: Companhia Editora Nacional, 1960.

CÂNDIDO Jr, José O. Poupança doméstica no Brasil: evolução recente e perspectivas. In: PEREIRA, F. **Financiamento do desenvolvimento**, vol. 1, Brasília, IPEA, 1999.

CANUTO, Otaviano; FERREIRA JR., Reynaldo R., Assimetrias de informação e ciclos econômicos: Stiglitz é keynesiano?. In: LIMA, Gilberto T.; SICSÚ, João (orgs.) **Macroeconomia do emprego e da renda; Keynes e o keynesianismo**. São Paulo: Manole, 2003.

CARNEIRO, Ricardo, **Os clássicos da economia**, vol I, São Paulo: Ática, 1997.

CARVALHO, Carlos E; STUDART, Rogério e ALVES, Antonio J. Desnacionalização do setor bancário e financiamento das empresas: a experiência brasileira recente. Brasília, IPEA, **Texto para discussão n° 882**, maio/2002.

CARVALHO, Fernando J. C., Moeda, produção e acumulação: uma perspectiva pós keynesiana. In: Maria Luiza Falcão Silva (org.) **Moeda e Produção: Teorias Comparadas**, Ed. UnB, 1992.

_____ **Economia Monetária e Financeira: teoria e política**, 9ª edição, Rio de Janeiro: Editora Campus, 2000.

_____ **Sistema Financeiro, crescimento e inclusão**. Rio de Janeiro, preparado para Seminário Financiamento do desenvolvimento, série Brasil em desenvolvimento, 2003.

_____ **Investimento, poupança e financiamento do desenvolvimento**. In: SOBREIRA, Rogério; RUEDIGER, Marco A. (org.) **Desenvolvimento e construção nacional: política econômica**. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2005.

CHICK, Victoria, The evolution of the banking system and the theory of saving, investment and interest. In: Paris, **Economie et Société**, Serie Monnaie et Production, n. 3, août./sep., 1986, p. 111-126.

_____ **The evolution of the banking system and the theory of monetary policy**. Trabalho apresentado no seminário “Monetary policy: new tracks for the 1990s”, Universidade livre de Berlim, 1988.

COSTA, Achyles B. O desenvolvimento econômico na visão de Joseph Schumpeter. Instituto Humanitas Unisinos, **Cadernos IHU idéias**, ano 4, n° 47, 2006.

COSTA, Fernando N. da. Circuito de financiamento na economia brasileira. **Economia e Sociedade**, Campinas, (9), dez/1997.

_____. Wicksell e o processo cumulativo. In: CARNEIRO, Ricardo (org.) **Os clássicos da economia**, vol I, São Paulo: Editora Ática, 1997, p. 241-252

CRUZ, Paulo R. D. C., Notas sobre o financiamento de longo prazo na economia brasileira do pós-guerra. Campinas, IE/Unicamp, **Economia e Sociedade**, n. 3, p. 65-80, 1994.

DAVIDSON, Paul, Finance, funding, saving and investment. **Journal of Post Keynesian Economics**, Fall, vol. IX, n. 1, 1986, p. 101-110.

DE PAULA, Luiz Fernando R. Tamanho, dimensão e concentração do sistema bancário no contexto de alta e baixa inflação no Brasil. **Nova Economia**, v. 8, n. 1, jul/dez 1998.

FIGUEIREDO, Luiz F. e MEGALE, Caio. O processo de alongamento da dívida pública mobiliária federal. In: Bacha, Edmar L.; Filho, Luiz C. O. (orgs), **Mercado de capitais e Dívida Pública: tributação, indexação, alongamento**. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

FERREIRA, Carlos K. L., **O financiamento da indústria e infra-estrutura no Brasil: Crédito de longo prazo e mercado de capitais**. Campinas: Unicamp, Tese de doutorado, 1995.

FERREIRA, L de S e BRASIL, H. G. Estrutura de capital: um teste preliminar da “pecking order hypothesis”. **21º encontro da ANPAD**, Rio de Janeiro, 1997.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: Produtos e Serviços**. Rio de Janeiro: editora Qualimark, 15ª edição, 2007.

FRANCO, Gustavo H. B. Notas sobre o *crowding out*, juros altos e Letras Financeiras do Tesouro. In: Bacha, Edmar L.; Filho, Luiz C. O. (orgs), **Mercado de capitais e Dívida Pública: tributação, indexação, alongamento**. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

FROYEN, Richard T., **Macroeconomia**, tradução da 5ª edição, São Paulo: Editora Saraiva, 2001.

GARCIA, Márcio G. P. SALOMÃO, J., Alongamento dos títulos de renda fixa no Brasil. In: Bacha, Edmar L.; Filho, Luiz C. O. (orgs), **Mercado de capitais e Dívida Pública: tributação, indexação, alongamento**. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

GAVIO, Fremar P. H., **A intermediação financeira e as diferentes interpretações sobre os bancos**. São Paulo: PUC/SP, Dissertação de mestrado, 2005.

GERTLER, Mark, Financial structure and aggregate economic activity: an overview. **Journal of money, credit and banking**, vol. 20, nº 3, 1988.

GIAMBIAGI, Fábio. Restrições ao crescimento da economia: uma visão de longo prazo. **Revista do BNDES**, vol. 9, n. 17, jun/2002.

GOLDFAJN, Ilan, HENNINGS, Katherine, MORI, Helio, Brazil's financial system: resilience to shocks, no currency substitution, but struggling to promote growth. Banco Central do Brasil, **Working Paper Series 75**, 2003.

GOLDSMITH, R. W. **Financial Structure and development**. New Haven, CT: Yale University Press, 1969.

GUDIN, Eugênio, **Princípios de Economia Monetária**, Rio de Janeiro: Editora Livraria Agir, 1970.

GUISSO, L., SAPIENZA, P. e ZINGALES, L. Does local financial development matter? **National Bureau of economic research**, Working paper n° 8922, 2002.

GURLEY, John G.; SHAW, Edward S., Financial assets of economic development. **The American economic review**, vol. XLV, n° 4, Sept., 1955.

____ **Money in a theory of finance**. Washington, Brookings institute, 1960.

HAHN, Frank H., **Money and inflation**, Oxford: Blackwell, 1982.

HARRIS, M e RAVIV. A. Theory of capital structure. **Journal of Finance**, vol. 46, no 1, mar. 1991.

HERMANN, Jennifer. Financiamento de longo prazo: revisão do debate e propostas para o Brasil. In: SICSÚ, J., DE PAULA, L. F. R., OREIRO, J. L. (orgs.), **Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços**. São Paulo e Rio de Janeiro: Editora Manole e Fundação Konrad Adenauer, cap. 7, pp. 241-293, 2003 (a).

____ O modelo de liberalização financeira dos anos 1990: "restatement" ou auto-crítica? **Nova Economia**, Belo Horizonte, vol. 13 (2), julho-dezembro/2003 (b).

JACOB, Cláudio A. **Crédito bancário no Brasil: uma interpretação heterodoxa**. Tese de doutorado, Campinas, Unicamp, 2003.

KEYNES, John M., **The General theory of employment, interest and money**. London: Macmillan and co., 1951.

____ The ex-ante theory of interest rate. In: **The collected writings of John Maynard Keynes**, vol. XIV, 1971(a).

____ The process of capital formation. In: **The collected writings of John Maynard Keynes**, vol. XIV, 1971(b).

____ A treatise on money. In: **The collected writings of John Maynard Keynes**, vol. V, 1971(c).

KING, Robert G.; LEVINE, Ross, Finance and growth: Schumpeter might be right. **Quarterly Journal of Economics**, vol CVIII, n°3, 1993, p. 681-737.

LA PORTA, R., LOPEZ DE SILANES, F., SHLEIFER, A. e VISHNY, R. Law and Finance. **Journal of political economy**, 106 (6), 1998.

LEVINE, Ross. Finance and growth: theory and evidence. In: Aghion, P. e Durlaf, S eds. **Handbook of economic growth**, Amsterdam: North-Holland, 2004.

_____. The legal environment, banks, and long-run economic growth. **Journal of money, credit and banking**, vol. 30, p. 596-613, 1998.

_____. Law, finance, and economic growth. **Journal of financial intermediation**, vol. 8, p. 36-67, 1999.

LEVINE, Ross; LOAYZA, Norman; BECK, Thorsten, Financial intermediation and growth: causality and causes. **Journal of monetary economics**, vol 46, p. 31-77, 2000.

LEVINE, Ross e Zervos. **Stock markets, banks and economic growth**. American Economic Review, vol. 88, p. 537-558.

LEVINSON, Marc. **Guide to financial Markets**. London: Profile Books, 2005.

LOPES, Francisco L. A questão do alongamento da dívida pública. In: Bacha, Edmar L.; Filho, Luiz C. O. (orgs), **Mercado de capitais e Dívida Pública: tributação, indexação, alongamento**. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

LOPES, João C.; ROSSETTI, José P., **Economia Monetária**, 6ª ed, Editora Atlas, 1996.

MALAN, Pedro S. O Brasil na primeira década do século XXI – perspectivas do desenvolvimento com estabilidade. In: BIELSCHOWSKY, R. e MUSSI, C. **Políticas para retomada do crescimento: reflexões de economistas brasileiros**. Brasília: IPEA/CEPAL, 2002.

MCKINNON, Ronald I. **A moeda e o capital no desenvolvimento econômico**. Rio de Janeiro: Editora Interciência, 1978. Edição original: Monet and capital in economic development. Washington, DC: The Brookings Institution, 1973.

MEDEIROS, Cezar M. **Um novo padrão de financiamento dos investimentos no Brasil**. Tese de doutorado, Rio de Janeiro, UFRJ, 1993.

MORAES, Pedro L. B. As letras financeiras do tesouro e o alongamento da dívida pública. In: Bacha, Edmar L.; Filho, Luiz C. O. (orgs), **Mercado de capitais e Dívida Pública: tributação, indexação, alongamento**. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

PAGANO, M; PANETA, F. e ZINGALES, L. **Why do companies go public: an empirical analysis?** University of Chicago, set. 1995. mimeo.

PASSOS, Carlos F. **Estrutura financeira e desenvolvimento: o caso do Brasil**. São Paulo: Atlas, 1973.

PELÁEZ, Carlos M. e SUZIGAN, Wilson. **História monetária do Brasil**. Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 2ª edição, 1981.

PINHEIRO, Armando C. O componente judicial dos *spreads* bancários. In: Banco Central do Brasil **Economia bancária e crédito: avaliação de quatro anos do Projeto Juros e Spread Bancário**. p. 34-43, dez/2003.

REIS, J. G. A., VALADARES, S. M., **Reforma do sistema financeiro do Brasil: implementação recente e perspectivas**. Inter-American Development Bank (IADB), série Estudos econômicos e sociais RE1-04-003, 2004.

RIOJA, F. e VALEV, N. Finance and the sources of growth at various stages of economic development. **Economic Inquiry**, vol. 42, p. 27-40, 2004 (a).

RIOJA, F. e VALEV, N. Does one size fit all?: a reexamination of the finance and growth relationship. **Journal of development economics**, vol.74, 2004 (b).

ROGERS, Colin., **Money, interest and capital: a study in the foundations of monetary theory**. Cambridge: Cambridge University Press, 1989.

ROUSSEAU, P. L. e WACHTEL, P. Inflation thresholds and the finance-growth nexus. **Journal of international money and finance**, 2002.

RUDGE, Luiz F. **EnFin: enciclopédia de finanças**. São Paulo: Editora Saraiva, 2006.

SANDRONI, Paulo. **Dicionário de economia do século XXI**. Rio de Janeiro: Editora Record, 2007.

SCHUMPETER, Joseph A. **Teoria do desenvolvimento econômico: uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e o ciclo econômico**. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

SHAW, Edward S. **Financial deepening in economic development**. Nova Iorque: Oxford University Press, 1973.

SOCHACZEWSKI, Antonio C. **Desenvolvimento econômico e financeiro do Brasil 1952-1968**. São Paulo, Trajetória cultural, 1993.

STIGLITZ, Joseph, E.; WEISS, Andrew, Credit rationing in markets with imperfect information. **The American economic review**, vol. 71, nº3, June, 1981.

STUDART, Rogério, O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional. São Paulo: **Revista de Economia Política**, v. 13, n.1 (49), jan./mar., 1993, p. 101-118.

_____. Financiamento do desenvolvimento, In: Giambiagi, Fábio; Villela, André, et al (orgs). **Economia Brasileira e Contemporânea**, Ed. Campus, 2004.

SUZIGAN, Wilson; PEREIRA, José E. C. e ALMEIDA, Ruy A. G. **Financiamento de projetos industriais no Brasil**. Rio de Janeiro, IPEA/INPES, Relatório de pesquisa no. 9, 1974.

TAVARES, Maria da C. **Da substituição de importações ao capitalismo financeiro**. Rio de Janeiro: Zahar, 7ª edição, 1978.

TAVARES, Maria da C. e ASSIS, Carlos de A. **O grande salto para o caos – a economia política e a política econômica do regime autoritário**. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Editor, 1985.

TONETO, Rudinei Jr. **Financiamento de longo prazo no Brasil da reforma financeira de 1964 aos anos 90: expansão, crises e novas tendências**, Tese de doutorado, São Paulo: IPE-USP, 1996.

VIEIRA, Dorival, T. **Evolução do sistema monetário brasileiro**. São Paulo: Instituto de Pesquisas econômicas (IPE), 1981.

WICKSELL, Knut, **Interest and prices: a study of the causes regulating the value of money**. Trad. R. F. Kahn, New York: Augustus M. Kelly, Bookseller, 1965.

_____. The influence of the rate of interest on prices, **The Economic Journal**, vol. 17, nº 66, jun, 1907.

ZINI, Álvaro A. Jr. **Uma avaliação de setor financeiro no Brasil: da reforma de 1964/65 à crise dos anos oitenta**. Dissertação de mestrado, Campinas: Unicamp, 1982.

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)