

Ensaio sobre economia financeira

Francisco Marcelo Rocha Ferreira e Beatriz Barbosa Meirelles
(organizadores)

<http://www.bndes.gov.br/bibliotecadigital>



Ensaio sobre Economia Financeira

Organizadores

Francisco Marcelo Rocha Ferreira

Beatriz Barbosa Meirelles

Rio de Janeiro – 2009

Coordenação Editorial
Gerência de Editoração do BNDES

Projeto Gráfico
Ana Luisa Silveira Gonçalves

Produção Editorial
Editora Senac Rio

Editoração Eletrônica
Abreu's System

Impressão
Imprinta Express Gráfica e Editora

Rio de Janeiro – 2009

E59 Ensaios sobre economia financeira / organiza-
dores Francisco Marcelo Rocha Ferreira, Beatriz
Barbosa Meirelles. – Rio de Janeiro : BNDES,
2009.

320 p. ; 23 cm.
ISBN: 978-85-87545-31-2

1. Sistema financeiro. 2. BNDES. 3. Mercado
de capitais. 4. Crédito. I. Ferreira, Francisco Mar-
celo Rocha. II. Meirelles, Beatriz Barbosa.

CDD 332

Sumário

Prefácio	5
Introdução	7
Capítulo 1	
Mecanismos de Direcionamento do Crédito, Bancos de Desenvolvimento e a Experiência Recente do BNDES	11
Capítulo 2	
Crédito Público e Desenvolvimento Econômico: A Experiência Brasileira	57
Capítulo 3	
As Instituições Financeiras de Fomento e o Desenvolvimento Econômico: As Experiências dos EUA e da China	109
Capítulo 4	
Mercado de Crédito no Brasil: Evolução Recente e o Papel do BNDES (2004-2008)	151
Capítulo 5	
Mercado de Capitais: Evolução Recente e Financiamento das Empresas Brasileiras no Período 2004-2007	173
Capítulo 6	
A Consolidação da Estabilização e o Desenvolvimento Financeiro do Brasil	199
Capítulo 7	
Os Determinantes das Taxas de Câmbio Nominal e Real no Brasil no Período 2003-2007	225
Capítulo 8	
As Origens e Desdobramentos da Crise do <i>Subprime</i>	287

Prefácio

O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) foi criado em 1952, por iniciativa do presidente Getúlio Vargas, como parte da estratégia de superação do subdesenvolvimento brasileiro. Havia, à época, a necessidade inequívoca de montagem de um banco público que pudesse oferecer crédito de longo prazo para o financiamento a projetos da indústria e da infraestrutura. Ao longo de mais de cinco décadas de história, o BNDES contribuiu para que os desafios de cada ciclo de investimento fossem enfrentados com novas formas de atuação. Novos instrumentos, modalidades e programas foram criados para que o Banco pudesse corresponder aos desafios que lhe foram atribuídos pelos sucessivos governos e respectivas políticas.

Entre 2004 e 2008, a economia brasileira experimentou seu mais recente ciclo de investimentos – o mais longo e intenso desde a década de 1970. Nesse período, o BNDES teve papel relevante na ascensão da taxa agregada de investimento, de modo que a participação de seus desembolsos na formação bruta de capital fixo subiu de 9,2%, em 2004, para 13,3%, em 2008. Após setembro de 2008, no período que se seguiu ao agravamento da crise financeira internacional, o Banco também teve papel fundamental na manutenção do crédito de longo prazo às empresas: no último trimestre do ano, contribuiu com 32% do incremento do crédito total na economia.

A disponibilidade de financiamento de longo prazo e em moeda nacional propiciada pelo BNDES é fundamental ao desenvolvimento econômico. Permite que as empresas se lancem em projetos de ampliação da capacidade produtiva em larga escala, sem depender do autofinanciamento ou da captação externa – essa última vulnerável

aos movimentos de expansão e contração da liquidez internacional. O mercado de capitais – emissão de ações e debêntures – também é fonte relevante de *funding* de longo prazo para as empresas, mas tende a apresentar um comportamento procíclico. Os bancos públicos, além de poderem cumprir função anticíclica em períodos de crise e retração do financiamento privado, são importantes financiadores de projetos portadores de grandes externalidades positivas, cuja combinação entre risco e retorno é frequentemente proibitiva ao financiamento privado.

Com base na percepção de que existe pouco conhecimento produzido sobre o tema no Brasil, o primeiro objetivo do livro *Ensaio sobre Economia Financeira* consiste em compreender os mecanismos de financiamento de longo prazo e de direcionamento de crédito. Em linha com essa aspiração, os seis primeiros artigos versam sobre definições conceituais, experiências internacionais, a evolução dos mercados de crédito e de capitais no Brasil e os obstáculos ao desenvolvimento de um mercado de capitais mais robusto na economia brasileira.

Além dos mecanismos de financiamento direto, o desenvolvimento de um mercado de derivativos é importante ferramenta de mitigação de riscos. Dada a importância do tema e a associação à crise financeira internacional, o presente livro conta ainda com dois artigos que tratam de questões relacionadas a esse mercado: os determinantes da taxa de câmbio no Brasil com base no mercado futuro e a cronologia da crise do *subprime*.

A publicação agrega estudos produzidos dentro e fora do BNDES. Os artigos de autoria externa fazem parte do conjunto de pesquisas fomentadas pelo Banco com o objetivo de incentivar a produção acadêmica em temas selecionados. De forma geral, as análises são voltadas ao diagnóstico do sistema financeiro brasileiro, como parte relevante da agenda do desenvolvimento econômico nacional. Esperamos que sua divulgação contribua para estimular os debates e formulações de propostas de desenvolvimento do sistema financeiro e do mercado de capitais no Brasil.

Luciano Coutinho
Presidente do BNDES

Introdução

O livro *Ensaio sobre Economia Financeira*, por meio de uma coletânea de artigos produzidos por autores do corpo funcional do BNDES e do meio acadêmico, analisa questões ligadas ao desenvolvimento financeiro no Brasil, em particular ao financiamento de longo prazo.

A obra está dividida em três blocos. O primeiro conta com três artigos que investigam, de um ponto de vista conceitual e de experiências específicas, os mecanismos de direcionamento de crédito, os mecanismos de poupança compulsória e os bancos públicos de desenvolvimento. Ernani Torres propõe uma taxonomia para lidar com os mecanismos de direcionamento mais comumente utilizados, a fim de identificar as especificidades e as limitações existentes nos diferentes instrumentos de alocação de crédito, bem como marcar as particularidades dos bancos de desenvolvimento. Trata também da experiência brasileira recente por meio do BNDES e das perspectivas para a instituição no contexto das mudanças no curso do mercado financeiro brasileiro.

Marcos Cintra, por sua vez, discute o papel desempenhado pelas instituições financeiras públicas e a importância dos fundos de poupança compulsória no fomento ao desenvolvimento econômico brasileiro, resumindo o debate crítico em torno do direcionamento de crédito. O terceiro artigo, também de autoria de Marcos Cintra, apresenta duas experiências internacionais: a americana, no que tange às suas principais instituições especializadas públicas ou com patrocínio governamental; e a chinesa, caracterizada por um sistema financeiro majoritariamente público e pela utilização de diferentes instrumentos de direcionamento de crédito.

O segundo bloco aborda o desenvolvimento do mercado de crédito e do mercado de capitais no Brasil de uma perspectiva empírica. André Sant'Anna, Gilberto Borça e Pedro Quaresma analisam as mudanças recentes ocorridas no mercado de crédito brasileiro, relacionadas às condições de crédito, ao montante, à contribuição dos segmentos por atividade econômica e à contribuição dos bancos de diferentes origens de capital. Por fim, procuram situar o papel do BNDES nessa nova dinâmica, destacando tanto o caráter anticíclico de sua atuação quanto sua vitalidade no financiamento de longo prazo da indústria e da infraestrutura no Brasil.

Em outro artigo, André Sant'Anna investiga o boom do mercado de capitais brasileiro entre 2004 e 2007, buscando identificar as razões de ordem microeconômica que levaram as empresas brasileiras a emitir ações e debêntures nesse período. O autor parte das características gerais das emissões recentes de títulos e valores mobiliários no Brasil e de teorias que tratam da perspectiva de financiamento das empresas, ou seja, do que determina as decisões relativas à adoção de uma determinada estrutura de capital. Por fim, um teste empírico procura avaliar quais foram as variáveis mais relevantes na decisão de captação de recursos em mercados de capitais pelas empresas brasileiras.

Luciano Coutinho e Bráulio Borges, por sua vez, em atualização de artigo publicado em 2007, mostram como a estabilização incompleta bloqueou o desenvolvimento financeiro no Brasil até 2005. No entanto, ressaltam que os avanços recentes no que tange à exposição cambial da dívida pública e o cumprimento sistemático das metas de inflação proporcionaram crescente confiança na estabilidade econômica, o que pode explicar, em parte, a recuperação do mercado de crédito imobiliário e do mercado de capitais nos últimos anos. Por fim, apontam perspectivas positivas ao desenvolvimento do financiamento ao setor privado, com taxas de juros cadentes, e analisam o papel do crédito direcionado e dos mecanismos de poupança compulsória diante desse novo cenário.

O último bloco trata de questões não propriamente relacionadas ao desenvolvimento do sistema brasileiro de financiamento de longo

prazo, mas ao mercado de derivativos. Daniela Prates destaca o grau de desenvolvimento do mercado de derivativos financeiros vinculados à taxa de câmbio e de juros no Brasil e o papel central das operações realizadas nesses mercados no processo de apreciação da moeda doméstica entre 2003 e 2007. A publicação é encerrada com estudo de Gilberto Borça e Ernani Torres, que analisa as origens e os desdobramentos da crise do subprime. Este e o quarto artigo do livro foram os únicos produzidos após o agravamento da crise financeira internacional.

Capítulo 1

Mecanismos de Direcionamento do Crédito, Bancos de Desenvolvimento e a Experiência Recente do BNDES

Ernani Teixeira Torres Filho*

** Superintendente de Pesquisa e Acompanhamento Econômico do BNDES e professor do Instituto de Economia da UFRJ. Este texto é uma versão ampliada e atualizada de artigo anteriormente publicado pela Associação Nacional de Bancos de Investimento (ANBID) em 2007. O autor agradece o apoio de André Albuquerque Sant'Anna.*

1. Introdução

Em todo o mundo, os governos intervêm nos mercados de crédito. Essa atuação envolve motivos, meios e propósitos diversos, que, *grosso modo*, podem ser reunidos em três áreas diferentes: regulação, política monetária e direcionamento de crédito.

Regulação refere-se aos mecanismos, regras e instituições voltadas para a preservação do funcionamento dos mercados financeiros. Ao cumprir essa função, o governo impõe normas que afetam, entre outros aspectos, a dimensão global dos mercados, tanto do ponto de vista da oferta quanto da demanda.

Política monetária atua sobre a quantidade de moeda, a taxa de juros e o nível de valorização dos ativos. Sua preocupação são as condições correntes da liquidez, tendo em vista a evolução dos preços dos bens e dos ativos, do nível de atividade, do emprego, do balanço de pagamentos etc.

Direcionamento de crédito, diferentemente das duas primeiras, não foca o mercado como um todo. Seu propósito é afetar as condições – taxas de juros, prazos etc. – em que os empréstimos são oferecidos a determinados setores, regiões ou categorias de empresas – por exemplo, pequenas e médias. O objetivo dessa atuação é, portanto, afetar a distribuição do crédito no interior do mercado em favor de segmentos da economia julgados prioritários pelo governo.

Para direcionar o crédito, o governo pode lançar mão de diferentes mecanismos. Caso queira induzir o mercado a ampliar seu atendimento a determinados setores, pode oferecer aos bancos privados estímulos, como fundos com condições especiais, subsídio aos juros ou ainda garantias. Essas medidas têm o intuito de alterar o risco, o custo ou o prazo dessas operações. Outra classe importante de instrumentos de direcionamento de recursos financeiros são os bancos

públicos.¹ Neste caso, o governo, diferentemente dos mecanismos anteriores, torna-se diretamente responsável pela concessão do crédito.² Em vez de apenas induzir, o Estado atua diretamente sobre a concorrência bancária.

Ao longo dos últimos anos, a atuação dos bancos públicos passou a ser cada vez mais questionada.³ O Banco Mundial, por exemplo, tem uma posição contrária a este tipo de intervenção. Em seu livro de 2001, *Finance for Growth*, afirma que “a propriedade dos bancos pelo Estado tende a impedir o desenvolvimento do setor financeiro, contribuindo, conseqüentemente, para um menor crescimento”.⁴ Já o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) adota uma postura mais neutra sobre o tema. Em seu Relatório sobre o Progresso Econômico e Social da América Latina de 2005, intitulado *Unlocking Credit*, o BID sustenta que embora exista “alguma evidência em apoio à ideia de que os bancos públicos não são alocadores ótimos de crédito, (...) os resultados, demonstrando que a propriedade estatal inibe o crescimento e desenvolvimento financeiro, são menos robustos do que se pensava”.⁵

A despeito da polêmica em curso, a literatura econômica recente sobre bancos públicos apresenta grandes limitações, particularmente no que diz respeito aos bancos de desenvolvimento. Normalmente, os autores não distinguem os bancos públicos comerciais dos de longo prazo, nem aqueles com atuação universal dos voltados para segmentos específicos, como agricultura, habitação, pequenas empresas etc. São todos tratados como se fossem instituições indistintas.

¹ Neste texto, são considerados bancos públicos todas as instituições controladas por governos que originem operações de crédito, independentemente de serem organizados como bancos, agências, corporações, fundos etc.

² Apesar de, em alguns países, existirem bancos públicos que só oferecem créditos a outros bancos; são os chamados “bancos de segunda linha”.

³ Para uma resenha dessa literatura, ver Castellar (2007) e Novaes (2007), publicados em *Anbid* (2007).

⁴ “(...) state ownership of banks tends to stunt financial sector development, thereby contributing to slower growth” [*Banco Mundial* (2001, p. 123), citado em *BID* (2004, p. 156)].

⁵ “Although the chapter finds some evidence in support of the idea that state-owned banks do not allocate credit optimally, it also shows that the results demonstrating that state ownership inhibits financial development and growth are less robust than previously thought.” [*BID* (2004, p. 156)].

Do mesmo modo, as análises de experiências nacionais de bancos públicos normalmente não levam em conta o fato de que, em cada país, a escolha entre os mecanismos de direcionamento de crédito varia em função das condições históricas, institucionais e do tamanho relativo e profundidade dos mercados financeiros nacionais. Nos Estados Unidos, por exemplo, onde o mercado de capitais tem uma posição mais dominante, o direcionamento é feito basicamente por meio de instrumentos de garantia para empréstimos concedidos pelo setor privado. No Japão, diferentemente, onde o mercado bancário tem mais relevância, os bancos públicos são instrumentos de alocação importantes, respondendo por 20% do mercado bancário em 2005.⁶

Diante desse cenário, o objetivo desse trabalho é analisar o papel dos bancos de desenvolvimento no direcionamento do crédito e, em particular, a experiência recente do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Para tanto, o texto foi dividido em cinco partes, incluindo esta introdução e as conclusões. Na segunda, propõe-se uma taxonomia para lidar com os mecanismos de direcionamento mais comumente utilizados. O intuito é apontar as especificidades e as limitações existentes nos diferentes instrumentos de alocação de crédito, bem como marcar as particularidades dos bancos de desenvolvimento neste contexto. A terceira parte propõe uma conceituação para analisar bancos de desenvolvimento e a quarta trata da experiência brasileira recente de direcionamento de crédito através do BNDES. Finalmente, nas conclusões, abordam-se perspectivas para a instituição, no contexto das mudanças no curso do mercado financeiro brasileiro.

⁶ Ver OCDE (2006).

2. Mecanismos de Direcionamento de Crédito

O crédito é uma mercadoria muito diferente das que são retratadas nos modelos dos livros-textos de microeconomia.⁷ Entre suas especificidades, está o fato de sua disponibilidade poder provocar impactos sistêmicos relevantes sobre o restante da economia.⁸ De fato, as condições do crédito podem afetar tanto o nível de atividade e de emprego correntes, como também a taxa de investimento e a trajetória de crescimento.

Além de ter importância macroeconômica, o crédito é um dos determinantes dos gastos dos assalariados bem como da distribuição da riqueza entre os diferentes grupos da sociedade. Um exemplo disso é o financiamento imobiliário. A possibilidade ou não de adquirir a prazo uma residência afeta diretamente o nível de renda real, a qualidade de vida e a capacidade de acumulação de patrimônio da maior parte das famílias menos abastadas.⁹

O crédito é, ainda, um instrumento eficaz de política industrial, ou seja, de promoção de investimentos, geração de emprego, renda, exportações ou tecnologia. A existência de mecanismos financeiros adequados é, por exemplo, condição para a instalação ou para a continuidade de indústrias importantes.

No Brasil, dois exemplos ilustrativos são os setores de aeronáutica e de bens de capital. Os aviões da Embraer, além dos atrativos de projeto, engenharia e montagem, precisam também do financiamento do BNDES para concorrer, em um mercado em que as empresas produtoras de aeronaves gozam de condições especiais oferecidas

⁷ De acordo com Stiglitz e Greenwald (2003), "it is remarkably difficult to incorporate credit within the standard general equilibrium model" (é muito difícil incorporar o crédito dentro de um modelo de equilíbrio geral).

⁸ Outros exemplos de mercadorias que requerem um tipo de tratamento diferenciado por apresentarem importância sistêmica são o dinheiro e o petróleo. Para uma visão do petróleo, ver Torres (2004).

⁹ Outro exemplo são os microcréditos e os financiados voltados para inclusão social, que, ademais dos benefícios em termos de renda e acumulação patrimonial, buscam também estender a seus beneficiários as vantagens dos direitos da cidadania.

por mecanismos públicos de direcionamento de crédito. É o caso da parceria entre a Boeing e o Eximbank norte-americano, entre a Airbus e as agências de comércio exterior europeias e entre a Bombardier e a Export Development Canada (ECD). Do mesmo modo, as empresas brasileiras de máquinas e equipamentos precisam do suporte financeiro do BNDES para enfrentar, mesmo no mercado brasileiro, a concorrência dos produtos estrangeiros financiados no longo prazo pelos respectivos Eximbanks.

O direcionamento do crédito é, assim, um dos principais meios de que os governos dispõem para atender a diferentes demandas da sociedade. Tem ainda a vantagem de, em muitos casos, poder prescindir ou substituir o uso de recursos fiscais, sem grande perda de eficácia. Os instrumentos existentes são ainda variados, flexíveis e podem ser mesclados de diferentes formas.

De acordo com a origem da operação, os mecanismos de alocação de crédito podem ser reunidos em dois grupos: os diretos e os indiretos. Nos mecanismos diretos, os governos, através de bancos públicos, concedem diretamente o crédito ao devedor final. Nos mecanismos indiretos, o empréstimo é feito pelo setor privado, que, para isso, conta com benefícios financeiros oferecidos pelo governo.

Mecanismos Diretos

Os bancos públicos são, por excelência, mecanismos diretos de alocação pública de crédito. Nesses casos, o governo origina um financiamento, estabelecendo uma relação direta com o credor, sem a participação de um ente privado. É sua a responsabilidade pela avaliação, pela contratação e pela administração do crédito.

Para tanto, os bancos públicos podem se financiar junto ao governo ou ao mercado. No caso de os recursos terem origem tributária ou serem provenientes da gestão do patrimônio público, os créditos são gerados sem que o Estado precise captar recursos junto ao mercado.

Exemplos de mecanismos de financiamento com recursos públicos são encontrados em vários países. No Japão, existe o Fiscal

Investment Loan Program (FILP).¹⁰ Trata-se de um fundo do Ministério das Finanças do Japão voltado para o financiamento de investimentos de longo prazo de entidades públicas, como empresas, bancos e governos municipais, em áreas consideradas prioritárias. Uma parte importante dos recursos do FILP se origina das reservas dos fundos de pensão dos funcionários públicos (recursos parafiscais). Os ativos totais do FILP em 2006 montavam a US\$ 3 trilhões (¥ 300 trilhões) e seus desembolsos foram de US\$ 185 bilhões (¥ 18,5 trilhões).¹¹

Cingapura e México são outros exemplos de países que contam com mecanismos diretos: o Central Provident Fund e o Infonavit, respectivamente. Ambos são voltados para o financiamento do setor habitacional e fazem parte do sistema de seguridade social. Guardam uma grande semelhança com o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) brasileiro.

No Brasil, ademais do FGTS, outro importante mecanismo direto de alocação de recursos do setor público é o sistema FAT/BNDES. O Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) tem por objetivo financiar as despesas com o seguro-desemprego. Sua principal fonte é uma contribuição fiscal feita pelas empresas – o Programa de Integração Social (PIS). A esses recursos se somam os ganhos financeiros obtidos com as aplicações dos excedentes de arrecadação acumulados em exercícios anteriores. Desde sua criação em 1988, as receitas com o PIS superaram os gastos correntes do FAT, o que permitiu que o fundo acumulasse, até dezembro de 2007, um patrimônio de R\$ 189 bilhões, ou seja, mais de US\$ 108 bilhões. Desse montante, a quase totalidade está aplicada em bancos públicos, particularmente no BNDES.

A grande vantagem dos mecanismos diretos que usam recursos públicos é a autonomia decisória do Estado na fixação das condições financeiras desses empréstimos. Por serem desvinculados de uma captação em mercado, os critérios de destinação, avaliação de risco e de fixação de taxas de juros não precisam ter correspondência di-

¹⁰ A tradução possível seria “Programa Fiscal de Empréstimos para Investimentos”. O FILP, na prática, é um mecanismo direto misto porque tanto mobiliza recursos fiscais quanto se alavanca junto ao mercado privado.

¹¹ Ver Torres (2006) e FILP (2007).

reta com os parâmetros praticados pelo setor privado. Por isso, são instrumentos muito eficazes em termos de atuação anticíclica e de ação focada em segmentos não atendidos pelo crédito corrente, como as operações de prazos mais longos¹² e as destinadas a micro, pequenas e médias empresas. A principal desvantagem desse tipo de mecanismo é a necessidade de mobilizar elevadas somas de recursos de origem fiscal ou parafiscal para atividades de financiamento.

A atividade dos bancos públicos não se limita, no entanto, ao gerenciamento de fundos do governo. Pelo contrário, a maior parte de suas operações é financiada com recursos captados junto ao mercado. A mobilização de recursos públicos nesse caso se limita ao capital do banco.¹³ A mobilização de recursos junto a depositantes, ao mercado interbancário ou de capitais impõe ao banco público limitações em termos de taxas de juros, prazos e da avaliação do crédito de seus clientes.

Entre os países desenvolvidos, há importantes bancos públicos que captam recursos junto ao público. O Banco Postal do Japão, a maior instituição bancária do mundo, é um deles. Na Alemanha, de acordo com a Associação dos Bancos Alemães,

os bancos públicos detêm a maior parcela do mercado em termos de ativos totais. Os *savings banks* (bancos públicos municipais) e o *Landesbanks* (bancos públicos estaduais), juntos, respondem por 34%. Se os bancos públicos de propósito específico, os hipotecários e as associações de empréstimo e construção forem incluídos (nessa conta), ao redor de 45% do mercado bancário alemão está nas mãos do setor público.¹⁴

No Brasil, o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal são exemplos da importância dos mecanismos diretos que alavancam recur-

¹² Por exemplo, o crédito imobiliário de longo prazo no Brasil.

¹³ Em países como o Brasil, os bancos públicos contam com uma garantia legal do Estado para suas captações, mas na Alemanha, por exemplo, essa garantia foi recentemente suspensa por determinação da Comissão Europeia.

¹⁴ "The public-sector banks have the largest market share measured in terms of total assets. The savings banks and Landesbanks together hold over 34%. If the public special purpose banks, mortgage banks and building and loan associations are also included, around 45% of the German banking market is in the hands of the public sector". Disponível em: <http://www.germanbanks.org/html/12_banks_in_facts_figures/sub_01 Markt/ban_0511.asp>.

sos no mercado. O BB e a CEF ocupam duas entre as cinco maiores posições entre os bancos comerciais brasileiros com ativos que, em meados de 2007, somavam, respectivamente, R\$ 358 bilhões (US\$ 204 bilhões) e R\$ 250 bilhões (US\$ 142 bilhões).

Mecanismos Indiretos

Os mecanismos indiretos têm como característica essencial o fato de a originação do crédito ser privada. O direcionamento do Estado, nesses casos, é feito através de incentivos ao mercado. Graças a esse benefício, os bancos ou os investidores decidem conceder um empréstimo em condições de taxas de juros, de prazos ou de exigência de garantias melhores do que as que praticariam normalmente. Em contrapartida, o beneficiário do crédito tem de pertencer a um grupo prioritário específico – por exemplo, ser agricultor familiar de baixa renda –, uma classe de empresas – pequenas e médias – ou estar realizando uma operação prioritária – por exemplo, exportando aviões.

Os mecanismos indiretos mais comuns estão associados à redução do custo final do crédito. É o caso das garantias públicas. Por meio de um aval ou de um seguro de crédito, o governo assume, em determinadas condições, todo ou parte do risco de uma operação. Em troca, o custo do financiamento para o tomador final deveria ficar pouco acima das taxas praticadas para a dívida pública – normalmente, os Tesouros Nacionais são os devedores de mais baixo custo em suas próprias moedas.¹⁵ Os mecanismos de garantia são muito eficientes do ponto de vista fiscal porque, ademais de poderem gerar receitas – por meio de taxas ou prêmios de seguro sobre o valor da operação –, as despesas só ocorrem no futuro e apenas em casos de inadimplemento.

¹⁵ Nos Estados Unidos, essa margem adicional normalmente é de 5 a 15 pontos básicos, ou seja, de 0,05 a 0,15% a.a., mas esse diferencial pode aumentar muito em situações de baixa liquidez de mercado; no caso da chamada crise do subprime, chegou a atingir quase 1% ao ano.

Nos Estados Unidos, a garantia pública para créditos privados é muito utilizada. É, por exemplo, responsável por quase metade do crédito imobiliário. Instituições como National Mortgage Association (Fannie Mae), Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) e Federal Home Loan Banks (FHLBs), que gozam de garantias do governo federal americano, dominam o financiamento de residências nos EUA. Reúnem, em conjunto, hipotecas no valor de mais de US\$ 4 trilhões, o que as situa entre as maiores instituições financeiras do mundo.¹⁶

Nos países menos desenvolvidos, as condições dos mercados financeiros locais tornam pouco eficazes os instrumentos de garantia. Isso porque o crédito ao governo é muitas vezes caro e de curto prazo, o que limita a capacidade de a garantia pública reduzir o custo dos empréstimos privados. Além disso, os mercados financeiros em moeda nacional são limitados e instáveis, o que torna proibitivos os custos dos financiamentos, particularmente os de prazos mais longos.¹⁷ O Brasil é um exemplo disso. As limitações ao crédito público afetam as condições em que a dívida pública é financiada pelo mercado: prazos e *duration*¹⁸ curtos e juros reais elevadas.

Outro mecanismo indireto é o subsídio ou equalização de taxa de juros. Neste caso, o governo paga diretamente ao financiador parte do custo da operação. Com isso, o governo consegue fazer com que a taxa de juros para o tomador final seja inferior à que seria cobrada, com base nos parâmetros de mercado. O custo fiscal corrente desse tipo de instrumento é, no entanto, maior que o resultante do uso de

¹⁶ De acordo com Holtz-Eaken (2003), “a garantia implícita (da Fannie Mae e da Freddie Mac) é comunicada aos investidores em mercados importantes através de várias provisões legais que criam uma percepção da melhor qualidade do crédito para as empresas em consequência de sua afiliação com o governo. Essas provisões incluem uma linha de crédito do Tesouro dos Estados Unidos; a isenção das exigências do registro e abertura de informações à Securities and Exchange Commission; isenção de impostos de renda estadual e local; e a nomeação de alguns diretores pelo presidente dos Estados Unidos”; ver também Greenspan (2004). Em 2008, Fannie Mae e Freddie Mac foram formalmente estatizados pelo governo americano.

¹⁷ Ver BID (2004).

¹⁸ A *duration* mede a sensibilidade do valor presente de um fluxo de caixa a variações da taxa de juros. Com isso, um título indexado a uma taxa de juros que flutua diariamente tem seu valor presente variando a cada dia independentemente do seu prazo total.

garantias, mas, em compensação, o governo deixa de ter ônus de pagar a dívida em caso de inadimplemento.

Esse mecanismo pode também ser utilizado como instrumento de *hedge* de taxa de juros, quando, por exemplo, a captação de recursos para o financiamento é baseada em taxas flexíveis e o governo deseja que o devedor se beneficie de uma taxa fixa.¹⁹ Nesse caso, perdas decorrentes de descasamentos entre as duas taxas são cobertas com recursos públicos.²⁰

No passado, a equalização chegou a ser largamente utilizada por agências de crédito à exportação (ECA), principalmente de origem europeia.²¹ No Brasil, esse instrumento é atualmente usado associado a financiamentos para exportação e a alguns créditos do BNDES direcionados para investimentos no setor agrícola. Nesse último caso, o mecanismo serve para o governo federal garantir que o crédito seja realizado a juros fixos para o tomador final, enquanto os recursos da instituição são captados a uma taxa que flutua trimestralmente – a taxa de juros de longo prazo (TJLP).

Outra forma de o governo incentivar a originação voluntária de créditos é por intermédio da provisão aos bancos de fundos públicos direcionados. Nesse caso, essas instituições tornam-se repassadores desses recursos, assumindo o risco e o gerenciamento das operações. Trata-se de um mecanismo importante em países – como os latino-americanos – em que são escassos os mercados de longo prazo para financiamento em moeda nacional.²² Em contrapartida, esse instrumento demanda muito intensamente o uso de recursos fiscais ou parafiscais. No Brasil, esse modelo serve de base às operações indiretas do BNDES com os bancos comerciais.

Alguns mecanismos indiretos, como o redesconto seletivo do Banco Central, são atualmente pouco utilizados. Nesse caso, a Autoridade Monetária utiliza seu poder de emissão de moeda para direcionar o

¹⁹ Nesse caso, a equalização é variável conforme a flutuação que venha a ocorrer nas taxas de mercado.

²⁰ Na situação reversa, o Tesouro pode até obter ganhos com a operação.

²¹ Ver Torres e Esteves (2006) e Ball e Knight (1989).

²² Ver BID (2004).

crédito doméstico, oferecendo condições vantajosas de desconto para operações específicas. Até os anos 1980, era comum que bancos centrais, até mesmo de países desenvolvidos, oferecessem “janelas de desconto” para, por exemplo, capital de giro para a exportação. No Brasil, durante a crise de 2002, o Banco Central chegou a oferecer, ao mercado, descontos de financiamento de curto prazo para empréstimos à exportação como forma de reduzir o impacto negativo decorrente do cancelamento inesperado das linhas dos bancos internacionais. Esse mecanismo também foi largamente utilizado pelo Banco Central do Japão, ao longo da década de 1960, para estimular os bancos comerciais a financiar projetos de investimento de longo prazo, a partir de captações de mais curta duração, em geral de até dois anos.²³

Todos os mecanismos indiretos até agora descritos têm em comum o fato de serem voluntários. Assim, os bancos privados não são obrigados a atender os credores, tidos como prioritários pelo governo. Entretanto, caso decidam fazê-lo, podem se beneficiar de vantagens concedidas pelo governo a essas operações. Diferentemente dos mecanismos voluntários, há instrumentos indiretos que, em lugar de oferecerem prêmios, impõem penalizações aos bancos que não cumprirem metas específicas de origemação de créditos para grupos prioritários. Esses mecanismos compulsórios são atualmente pouco utilizados no mundo. No Brasil, são encontrados nas normas do Banco Central que obrigam os bancos comerciais a observar um percentual mínimo de aplicações na agricultura, na habitação ou no microcrédito, sob pena de incorrerem em perdas de rendimento e pagamento de multas.

Tendências do Direcionamento de Crédito e Panorama Atual

Nos países desenvolvidos, os mecanismos de direcionamento de crédito foram uma importante resposta política dos governos à Crise de 1929. A experiência dos Estados Unidos é particularmente ilus-

²³ Ver Torres (1983).

trativa. Praticamente todo o sistema americano de direcionamento de crédito hoje existente foi implantado na década de 1930, a partir de uma instituição financeira federal, a Reconstruction Finance Corporation (RFC).

O propósito original da RFC era realizar empréstimos emergenciais para bancos, ferrovias e companhias de seguro. Em seguida, passou também a operar com governos municipais e a agricultura. Poucos anos depois, a exportação foi incluída nesse cardápio. A Commodity Credit Corporation, agência norte-americana até hoje voltada para o financiamento agrícola e a administração de estoques reguladores, foi criada em 1933 como uma subsidiária da RFC. O mesmo aconteceu com o Eximbank em 1938, constituído para financiar as exportações americanas.

No caso do investimento residencial, foi estabelecido em 1932 o Federal Home Loan Bank System para oferecer ao sistema bancário crédito direcionado para hipotecas residenciais. Diante da baixa liquidez desses empréstimos, o RFC montou, em 1938, uma subsidiária, a Federal National Mortgage Association (Fannie Mae), que, como vimos anteriormente, até hoje tem um papel de destaque nesse mercado.

A entrada dos Estados Unidos na Segunda Guerra Mundial mobilizou o sistema de direcionamento de crédito para o esforço de guerra. Com o final do conflito, algumas dessas instituições perderam importância. A RFC foi extinta na década de 1950, dando lugar à Small Business Administration (SBA), agência voltada para pequenas e médias empresas. Entretanto, muitas de suas antigas subsidiárias continuam até hoje sendo muito atuantes no mercado americano.

Na maior parte dos países desenvolvidos da Europa e no Japão, os sistemas de direcionamento de crédito implantados após a Segunda Guerra Mundial seguiram, em linhas gerais, o modelo americano dos anos 1930. Foram criados bancos públicos para a reconstrução e para segmentos específicos. Desde então, o fortalecimento das instituições privadas e dos mercados de capitais em moeda local fez com que os instrumentos diretos de direcionamento – a exemplo do que ocorreu no EUA – perdessem importância relativa para os instrumentos indiretos, como garantias e seguro de crédito.

No mundo em desenvolvimento, a experiência foi distinta. O problema central desses países após a Segunda Guerra era a superação do subdesenvolvimento e não a reconstrução. Mesmo assim, o modelo americano serviu de base à criação de várias instituições de direcionamento de crédito. A grande diferença frente à experiência dos países ricos está no fato de que, até hoje, os mecanismos indiretos tiveram, na maior parte dessas economias, pouco sucesso por causa do custo elevado do crédito público. O baixo desenvolvimento dos mercados financeiros locais, ademais de fatores históricos e institucionais, faz com que os bancos públicos sejam o mecanismo básico de direcionamento de crédito utilizado nesses países.

Um exemplo de insucesso de mecanismo indireto em países em desenvolvimento é o atual mecanismo brasileiro de seguro de crédito à exportação. Seu modelo foi baseado na experiência francesa em que uma seguradora privada é contratada para administrar o mecanismo, mas as receitas com prêmios e o pagamento de sinistros permanecem de responsabilidade direta do governo.

Ora, as condições de risco de crédito do Tesouro Nacional do Brasil sempre foram muito piores que as francesas. Por isso, sabia-se, desde o início, que a capacidade de a garantia do governo brasileiro, por si só, conseguir atrair os bancos comerciais para o financiamento de longo prazo às exportações era praticamente nula. Para contornar essa dificuldade, foi adicionado ao seguro brasileiro um mecanismo – inexistente nos países desenvolvidos – de garantia de liquidez, consubstanciado em um fundo específico de participações acionárias do governo em empresas que gozassem de elevada liquidez no mercado acionário.²⁴

A despeito da existência de uma dupla garantia para o financiador – seguro acoplado a uma garantia de liquidez –, o seguro de crédito à exportação jamais conseguiu atrair bancos privados. Apenas as instituições públicas – BNDES e o Banco do Brasil (BB) – utilizaram-se do mecanismo (Tabela 1). Mesmo assim, o BB, a partir de 2002, deixou de fazê-lo, permanecendo o BNDES como único usuário.

²⁴ *Para uma análise do seguro de crédito à exportação brasileiro, ver Torres e Esteves (2006).*

Ora, mecanismos indiretos só têm sentido quando redirecionam a atuação do mercado. Para atender um único banco público, existem soluções mais simples e de menor custo operacional, como um simples aval do Tesouro Nacional.

3. Bancos de Desenvolvimento

Uma Proposta de Conceituação

Definir bancos de desenvolvimento (BD) não é uma tarefa fácil. Isso faz com que coexistam na literatura conceitos que possuem focos muito distintos. A definição recentemente proposta pelas Nações Unidas é tão ampla que chega a incluir, nesse universo, instituições privadas e aquelas focadas em projetos de natureza social. Uma abrangência tão elástica, apesar de poder ser relevante para determinadas finalidades, não é de muita utilidade para a análise dos bancos de desenvolvimento como instrumento particular de direcionamento de crédito.²⁵

Tabela 1

Evolução do Seguro de Crédito à Exportação

(Em US\$ Milhões)

ITENS	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Valores Segurados Total	57	209	1.337	956	577	647	1.070	1.513
Valores Segurados BNDES	43	199	1.335	953	571	644	1.036	1.509
Participação do BNDES (em %)	75	95	99	99	99	100	97	100

Fonte: SBCE.

²⁵ De acordo com as Nações Unidas (2006, p. 9), “national development banks can be defined as financial institutions set up to foster economic development, often taking into account objectives of social development and regional integration, mainly by providing long-term financing to, or facilitating the financing of, projects generating positive externalities”.

Outra definição recente, que foi aceita pelo BID (2004) e serviu de base para o conceito formulado pela ONU (2006), foi a de Panizza (2004): “(...) development banks are (...) financial institutions that are primarily concerned with offering long-term capital finance to projects that are deemed to generate positive externalities and hence would be underfinanced by private creditors”.²⁶

Panizza atribui, corretamente, como característica fundamental dos bancos de desenvolvimento o fato de serem instituições voltadas para o financiamento de investimentos de longa maturação. Nesse sentido, são “descendentes” de um tipo específico de banco – o de longo prazo – que surgiu a partir da segunda metade do século XIX e que teve um papel importante na arrancada da industrialização da Europa Continental e do Japão. Esses bancos foram responsáveis pela provisão de elevadas somas de recursos financeiros para projetos de implantação de indústrias pesadas e de infraestrutura, particularmente as ferrovias.

Essa experiência contrasta com os mecanismos de financiamento do investimento utilizados, por exemplo, na Inglaterra. Na então principal potência econômica do mundo, o papel de reunir e alocar fundos de longo prazo a projetos de investimento foi feito por meio das bolsas de valores regionais. Os bancos comerciais ingleses – os *merchants banks* – não tiveram interesse nessa atividade. Sua atividade principal era o financiamento do crédito corrente de curto prazo e da dívida soberana de países estrangeiros.

Gerschenkron (1970) identifica nessa “inovação institucional” – ou seja, na criação dos bancos de longo prazo – um dos elementos relevantes que explicam o sucesso das respostas nacionais alemã, francesa e de outros países europeus continentais em reduzir o “atraso econômico” frente à industrialização inglesa.

Outra origem dos bancos de desenvolvimento, vistos como instituições financeiras voltadas para crédito de longo prazo, é o princípio da segmentação dos mercados financeiros, adotado nos EUA a partir

²⁶ “(...) bancos de desenvolvimento são (...) instituições financeiras dedicadas principalmente a oferecer financiamentos de capital de longo prazo para projetos de longo prazo que gerariam externalidades positivas e que, portanto, receberiam financiamento insuficiente por parte dos credores privados.”

da década de 1930 e que foi incorporado à regulação de vários países após a Segunda Guerra Mundial. De acordo com esse preceito, o crédito de curto prazo é exclusividade de bancos comerciais; o de longo prazo, de bancos de investimento; e as atividades de compra e venda de títulos, das corretoras. Exige-se, ademais, que os controladores de um tipo dessas instituições – por exemplo, bancos comerciais – não possam deter participações em outro tipo de instituições financeiras – como os bancos de investimento e as corretoras. Esse tipo de regulação difere radicalmente do princípio do banco universal – que pode atuar em qualquer segmento do mercado de crédito –, e que caracterizou historicamente a experiência de países da Europa Continental, como a Alemanha.

O conceito de Panizza se, de um lado, aponta a importância do financiamento de longo prazo na caracterização dos bancos de desenvolvimento, de outro, deixa de relacionar o foco dessas instituições com a industrialização ou com a reconstrução. Privilegia, em seu lugar, aspectos como a externalidade positiva de projetos e o subfinanciamento por parte do setor privado. Essa opção, em lugar de aprofundar a especificidade dos bancos de desenvolvimento, como mecanismos de direcionamento de crédito, volta a aproximá-los a um banco público qualquer, a partir de uma perspectiva da teoria das falhas de mercado.

Na Europa Continental e no Japão, tanto no século XIX como no pós-guerra, a questão do financiamento de projetos industriais e de infraestrutura pesada não pode ser reduzida a falhas do mercado de crédito. Na prática, esses Estados Nacionais, diretamente ou através de capitais privados, estavam construindo instituições que, muitas vezes, tinham como função mudar as estruturas de mercado existentes de forma a permitir o financiamento de projetos que, às condições correntes de mercado, não se viabilizariam. Nesse cenário, os objetivos políticos de desenvolvimento, industrialização, reconstrução ou enfrentamento externo eram, do ponto de vista do Estado, mais importantes do que a subordinação aos interesses imediatos dos bancos privados.

Um exemplo desse conflito de interesses entre o Estado e o sistema bancário é descrito por Gerschenkron (1970) quando aborda a expe-

riência de um dos mais importantes bancos de longo prazo da segunda metade do século XIX, o Credit Mobilier francês, instituição privada com fortes ligações com o governo. De acordo com Gerschenkron, “desde o princípio, o Credit Mobilier se meteu em uma violenta pugna com os representantes da ‘velha riqueza’ da banca francesa, especialmente com os Rothschild. Foi precisamente este conflito o que, inicialmente, minou a força da instituição e foi responsável pelo colapso eventual que sofreu em 1867”.

Com base nessa perspectiva, uma alternativa ao conceito de Panizza é a definição proposta por Aghion (1999): “Development banks are government-sponsored financial institutions concerned primarily with the provision of long-term capital to industry”.²⁷ Além de explicitar a natureza pública dessas instituições, Aghion ressalta a especificidade dos bancos de desenvolvimento como provedores de crédito de longo prazo para investimento na indústria pesada e na infraestrutura. Desse ponto de vista, uma das características essenciais dos bancos de desenvolvimento é ser instrumento de direcionamento de crédito para a formação bruta de capital fixo.

Para fins deste trabalho, seria necessário adicionar ao conceito de Aghion duas qualificações. A primeira diz respeito ao *funding* dessas instituições. Um banco de desenvolvimento, para poder ser um instrumento efetivo de direcionamento de crédito, não pode depender excessivamente de recursos captados no exterior, inclusive junto a agências multilaterais. Instituições que têm essa característica perdem sua autonomia decisória frente às limitações impostas pelo mercado – custos, *rating* etc. – ou pelos organismos internacionais – políticas de alocação. Assim, instituições, como a Corporación de Fomento (CORFO) chilena, que são em grande medida repassadoras de recursos do BID e do Banco Mundial, não deveriam, por esse critério, ser consideradas bancos de desenvolvimento.

A segunda qualificação é que sejam bancos que possam originar operações de crédito. Essa capacidade é fundamental para que o BD, quando necessário, atue arbitrando ou formando preços em segmen-

²⁷ “Bancos de desenvolvimento são instituições financeiras mantidas pelos governos, voltadas basicamente para a disponibilização de capital de longo prazo para a indústria.”

tos do mercado financeiro, associados ao investimento. Na América Latina, nas últimas décadas, muitos dos tradicionais bancos de desenvolvimento da região, como o Cofide peruano, tiveram sua atuação limitada ao provimento de recursos de longo prazo para o sistema bancário. Passaram a atuar exclusivamente como *bancos de segundo piso*, ou seja, como bancos de bancos.

O BNDES, como será aprofundado mais adiante, atende plenamente ao conceito formulado por Aghion, com as duas qualificações propostas. Trata-se de um banco controlado pelo governo federal, voltado basicamente para atender projetos de investimento de longo prazo, particularmente na indústria e na infraestrutura. Os recursos de longo prazo administrados pela instituição têm origem doméstica e são denominados em moeda nacional. Metade de suas operações correntes é originada diretamente. Além disso, o BNDES tem capacidade de influenciar a determinação dos preços e das quantidades de crédito nos mercados em que atua.

Bancos de Desenvolvimento, Organismos Multilaterais e BNDES: Um Panorama Recente

A Tabela 2 reúne algumas informações financeiras e operacionais recentes de alguns dos principais bancos de desenvolvimento existentes no mundo – BNDES, KDB e KfW – e, para fins de comparação, de organismos multilaterais – BID e Banco Mundial. Os indicadores de natureza financeira estão expressos em dólares americanos e, por isso, estão sujeitos a variações das taxas de câmbio. Por esse motivo, são, na prática, relevantes apenas como elementos para comparar ordens de grandeza.

De acordo com esses dados, o BNDES tem, *grosso modo*, um porte semelhante ao do Banco de Desenvolvimento da Coreia (KDB). Em termos de ativos, o KfW é de longe a maior das instituições pesquisadas, com US\$ 556 bilhões, seguida do Banco Mundial, com

US\$ 212 bilhões. O KDB e o BNDES têm cerca de US\$ 110 bilhões de ativos e o BID pouco mais da metade desse valor, US\$ 66 bilhões. O BNDES, entre todas, é a instituição com menor patrimônio líquido, mas a mais lucrativa, tanto em termos do lucro líquido apurado quanto do rendimento sobre o capital. O número de empregados é muito semelhante entre o BNDES, o BID e o KDB: cerca de 2 mil funcionários. O KfW tem quase o dobro desse contingente e o Banco Mundial, cinco vezes mais.

Tabela 2

Indicadores de Bancos de Desenvolvimento e Multilaterais Selecionados

(Em US\$ Bilhões)

ITENS	BNDES	BID	BANCO MUNDIAL	KDB	KfW
Ativos Totais	108,0	66,5	212,3	110,0	555,7
Patrimônio Líquido	13,3	19,8	36,5	18,0	23,7
Lucro	4,1	0,2	(2,4)	2,2	1,5
Desembolsos	35,2	6,4	11,8	n.a.	n.a.
Número de Empregados	1.932	1.852	>10.000	2.036	3.946

Fonte: BNDES (2007), BID (2007), Banco Mundial (2007), KDB (2007) e KfW (2007).

O principal destaque do BNDES nesse contexto é o valor elevado de seus desembolsos anuais: US\$ 35 bilhões em 2007. Trata-se de um montante seis vezes maior que o realizado pelo BID e três vezes maior que o do Banco Mundial. Não foi possível obter dados semelhantes para o KfW e o KDB.

Essa especificidade do BNDES deve-se ao fato de a instituição responder no mercado brasileiro por quase todo o *funding* destinado ao financiamento das aquisições de máquinas e equipamentos produzidos no país e a obras civis industriais de menor porte. Esse tipo de demanda, por ser normalmente de menor valor unitário, pode ser atendido com financiamento de prazo de 5 a 7 anos, enquanto projetos de instalação de plantas ou de obras de infraestrutura precisam,

normalmente, de 15 a 25 anos. Isso faz com que o prazo médio das operações do BNDES seja de 4 anos, muito inferior ao de instituições congêneres. Permite também que a instituição consiga gerar um volume de desembolsos anual maior, frente a um mesmo valor de ativo de crédito.

Esse mecanismo, voltado ao atendimento de operações de menor porte, foi criado em meados da década de 1960, com base em sugestão de uma agência do governo americano (USAID). Era, à época, visto como um meio de permitir que a incipiente indústria brasileira de bens de capital, então em crise, pudesse fazer frente, no mercado interno, à concorrência de produtos importados, que normalmente contavam com financiamentos de longo prazo das agências de crédito à exportação de seus países de origem. Nenhuma das outras instituições listadas na Tabela 2 desempenha funções semelhantes a esta. Restringem-se a financiar operações relacionadas a projetos de investimento de longa maturação na indústria e na infraestrutura que também são funções desempenhadas pelo BNDES. As instituições multilaterais e o KfW também têm uma carteira importante de empréstimos a governos. Isso faz com que o prazo médio de suas operações seja muito mais elevado, superior a 15 anos.

O elevado volume anual de desembolsos do BNDES está, assim, diretamente ligado a três fatores. O primeiro é a importância desses financiamentos para um país que detém uma indústria importante de equipamentos, principalmente nas áreas de transporte e de equipamentos agrícolas. O segundo consiste na dimensão continental e na importância da produção agrícola para a economia brasileira. O terceiro são os níveis elevados de taxas de juros e os prazos curtos praticados no mercado financeiro brasileiro.

4. O Mercado de Crédito Brasileiro e o BNDES: Características e Desempenho Recente

Como se pode ver na Tabela 3, a proporção entre o estoque de crédito privado do setor bancário e o PIB no Brasil em 2006 chegou a 33% do PIB, frente a 29,2% em média nos anos 1990. Mesmo assim, o crédito bancário brasileiro ainda era muito inferior ao de países em desenvolvimento – como a Índia, 41%, e o Chile, 75% – e aos desenvolvidos, que em geral superam 100% do PIB.

Tabela 3
Crédito Privado de Bancos Comerciais e Outras Instituições Financeiras

(Em % do PIB)

PAÍSES SELECIONADOS	1990	1997	2006
Desenvolvidos			
Estados Unidos	117	143	194
Reino Unido	116	120	164
Alemanha	89	110	108
Japão	196	192	97
BRICs			
Brasil	24	29	33
Rússia	n.d.	9	23
Índia	25	24	41
China	88	98	115
Latino-Americanos			
Chile	47	56	75
México	15	21	20

Fonte: Banco Mundial, *Financial Structure Data Base*, 2007.

De acordo com o BID (2004), o quadro brasileiro não é muito diferente da situação verificada nos demais países latino-americanos, uma vez que,

em grande medida, o tamanho e a volatilidade dos mercados de crédito na América Latina e no Caribe podem ser associados a choques macroeconômicos. (...) Muitas das crises bancárias mais recentes podem ser associadas a fatores externos que levaram a restrições de liquidez e ao contágio dos mercados de capitais. Paradas súbitas nos fluxos de capital, especificamente cortes inesperados no financiamento do déficit em conta corrente, tiveram efeitos profundos na América Latina e no Caribe.²⁸

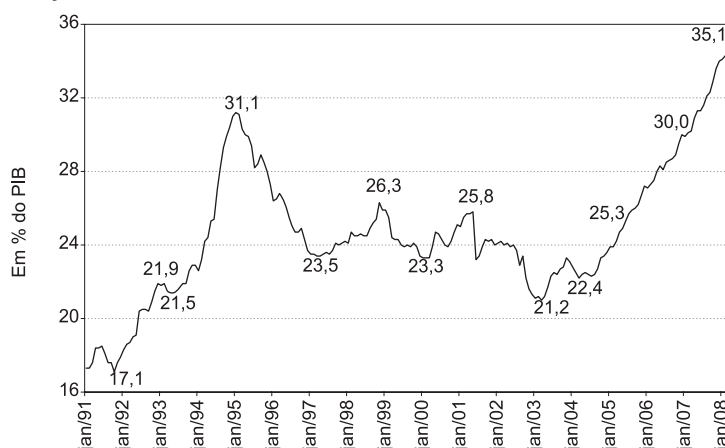
De fato, a despeito de o nosso mercado bancário nos anos 1990 ter evitado a dolarização e ter seguido normas mais rígidas de prudência bancária que outros países da região, o crédito brasileiro ao setor privado, nesse período, foi muito volátil, oscilando entre um mínimo de 17,1%, em outubro de 1991, e um máximo de 35,1%, em março de 2008 (Gráfico 1).

As desacelerações de 1994/1995, 1996/1997 e 1998/1999 refletiram sucessivamente as crises do México, da Ásia e da Rússia-Brasil, que igualmente afetaram os demais países latino-americanos. A contração de 2002/2003, diferentemente, foi específica do Brasil e esteve relacionada à redução da liquidez externa, motivada pelas eleições presidenciais. Já a aceleração verificada nos anos seguintes – o crédito doméstico ao setor privado passou de 22,9%, em março de 2003, para 35,1%, em março de 2008 – foi decorrente do cenário externo benigno que se traduziu na redução do risco de crédito de quase toda a América Latina. No primeiro semestre de 2008, dois países sul-americanos, o Peru e o Brasil, alcançaram o *investment grade* junto às agências internacionais de classificação de risco.

Nesse cenário, o BNDES seguiu uma trajetória diferente do restante do mercado. Como se pode ver no Gráfico 2, ao longo de 2000-2008, os ativos de crédito da instituição apresentaram uma tendência firme de expansão frente ao PIB, passando de 4,3%, em junho de 2000, para 6,1%, em abril de 2008.

²⁸ Ver Torres e Esteves (2006).

Gráfico 1
Evolução do Crédito ao Setor Privado

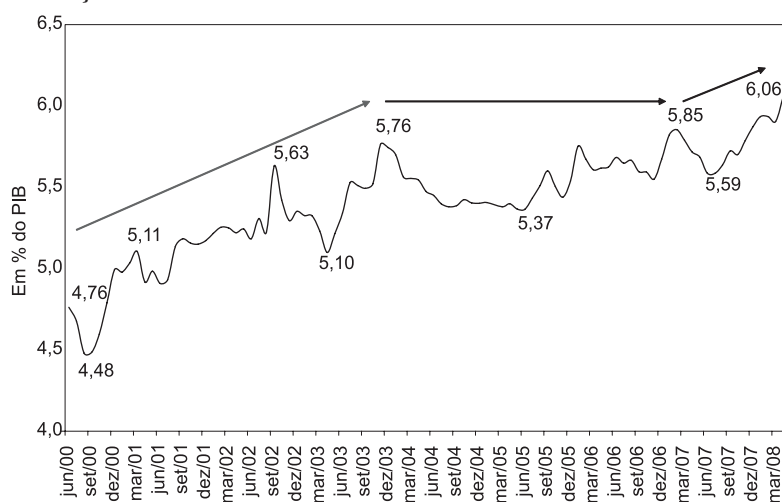


Fonte: Banco Central do Brasil.

Esse crescimento foi mais intenso entre 2000 e 2003 – ganho de 1 ponto percentual do PIB –, exatamente no momento em que a crise econômica e, conseqüentemente, a retração do mercado financeiro tornavam-se mais agudas. Entre 2003 e 2007, quando houve uma nova fase expansionista, o crédito do BNDES frente ao PIB apresentou relativa estabilidade. Entretanto, a partir de junho daquele último ano, novamente seu ativo de crédito voltou a crescer acima do PIB, atingindo 6,06% em abril de 2008 – um ganho de 0,5 ponto percentual desde então.

Como resultado da trajetória de crescimento do seu ativo de crédito, a participação do BNDES no mercado bancário sofreu intensa oscilação no período. O Gráfico 3 mostra que, durante a fase mais contracionista do crédito bancário, o BNDES aumentou sua participação de 18,7%, em setembro de 2000, para 25,5%, em janeiro de 2003. Desde então, esse percentual vem se reduzindo, em consequência da rápida recomposição do crédito dos bancos comerciais, atingindo 17,1% em abril de 2008. Esses dados evidenciam que o crédito do BNDES não acompanhou a tendência do restante do mercado tanto nas fases de descenso quanto de ascensão do ciclo.

Gráfico 2
Evolução do Crédito do BNDES frente ao PIB



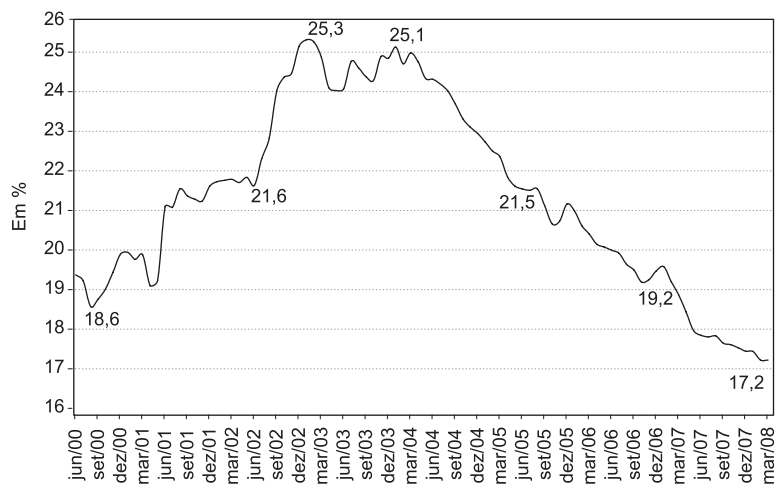
Fonte: Banco Central do Brasil.

De acordo com a literatura sobre bancos públicos,²⁹ esse comportamento anticíclico deveria ser esperado e decorreria, entre outros motivos: da existência de uma função objetivo anticíclica do Estado, que atribui essa missão a seu banco de desenvolvimento; e da aversão a risco dos depositantes, que, em momento de crise, procurariam abrigar suas aplicações em bancos, como os do governo, que não estão sujeitos a falência.³⁰ Para avaliar a relevância dessas hipóteses para o caso do BNDES, torna-se necessário analisar os determinantes da demanda e da oferta de recursos financeiros da instituição nos últimos anos.

²⁹ De acordo com o BID (2004, p. 23), “no caso da América Latina, o crédito fornecido por bancos públicos é menos pró-cíclico do que o crédito fornecido por bancos privados”. Ver também Castellar (2007) e Novaes (2007).

³⁰ Ver Micco e Panizza (2004).

Gráfico 3
Participação do Crédito do BNDES no Crédito ao Setor Privado



Fonte: Banco Central do Brasil.

A Evolução da Demanda de Recursos do BNDES: 1997–2007

Como um típico banco de desenvolvimento, o BNDES atua em segmentos específicos do mercado de crédito: investimentos de longo prazo, particularmente na indústria e na infraestrutura; exportações de bens de elevado valor agregado; e, em menor escala, operações de mercado de capitais. Como se pode ver na Tabela 4, desde 2003, metade das liberações destina-se a operações de grande porte, que envolvem menos de mil contratos, cada um de valor superior a R\$10 milhões. O restante é composto por financiamentos de menor porte – mais de 180 mil contratos em 2007 (90% do total) – que são, em sua quase totalidade, originados por bancos comerciais – as chamadas operações indiretas.

Tabela 4
Composição dos Desembolsos do BNDES por Modalidade e Originação

(Em % dos Desembolsos)

ITENS	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Modalidade								
Projetos de Grande Porte	41,4	41,8	40,0	27,5	32,9	32,3	33,7	41,8
Projetos de Menor Porte	24,8	30,3	26,2	33,9	37,5	33,4	32,5	40,3
Exportação	24,9	23,8	31,5	35,5	27,9	29,8	27,0	12,4
Mercado de Capitais	8,6	3,9	2,2	2,9	1,5	4,4	6,6	5,7
Outros	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,1
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Originação								
Operações Diretas	47,7	46,9	58,7	45,7	44,6	47,0	43,1	41,5
Operações Indiretas	52,3	53,1	41,3	54,3	55,4	53,0	56,9	58,5
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: BNDES, elaboração da APE.

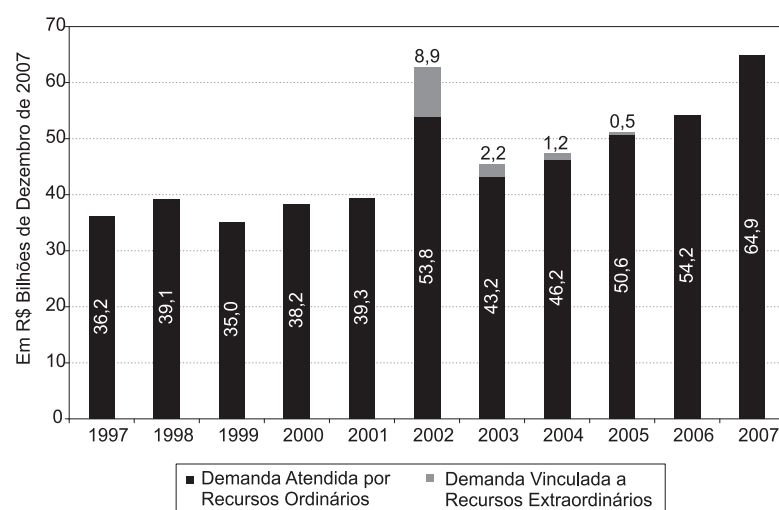
O Gráfico 4 mostra a evolução dos desembolsos do BNDES em moeda constante entre 1997 e 2007. Os dados referentes à parte inferior das barras correspondem a uma estimativa da demanda corrente pelos recursos do Banco e a parte superior identifica o valor das operações extraordinárias, que contaram com recursos vinculados do governo.

Percebe-se que, em todo o período de contração do crédito bancário brasileiro – de 1997 a 2002 –, à exceção do último ano, os desembolsos do BNDES se mantiveram estáveis em termos reais. Entre 1997 e 2001, os desembolsos a valores de dezembro de 2007 foram, em média, de R\$ 37,6 bilhões, oscilando entre uma máxima de R\$ 39,3 bilhões, em 1998, e uma mínima de R\$ 35 bilhões, em 2000. Em 2002, ano em que a crise econômica foi muito intensa por causa da escassez de energia elétrica de 2001 e das eleições presidenciais, houve um salto nas liberações totais para R\$ 62,3 bilhões. Se, desse

valor, forem retiradas as operações extraordinárias, relacionadas ao Programa Emergencial de Energia Elétrica que contou com recursos vinculados do Tesouro Nacional, mesmo assim, as liberações atingiram R\$ 53,8 bilhões, um valor de 43% superior à média dos quatro anos anteriores. De qualquer maneira, um crescimento considerável.

Gráfico 4

Desembolsos do BNDES em Moeda Constante*



Fonte: BNDES, elaboração da APE.

* Os dados foram atualizados pela evolução do IPCA no período e a parcela destacada na parte superior das colunas referentes aos anos de 2002 a 2005 corresponde a desembolsos feitos com recursos extraordinários especificamente destinados.

A partir de 2003, a situação mudou de figura. As liberações, depois de uma queda inicial, apresentaram uma trajetória firme de crescimento. Os créditos ordinários passaram de R\$ 43,2 bilhões, em 2003, para R\$ 64,5 bilhões, em 2007, um aumento de quase 50% em termos reais, o que equivale a uma taxa de crescimento de mais de 10% ao ano. Claramente as liberações do BNDES, entre 2003 e 2007, tiveram uma forte aderência à trajetória ascendente do crédito global.

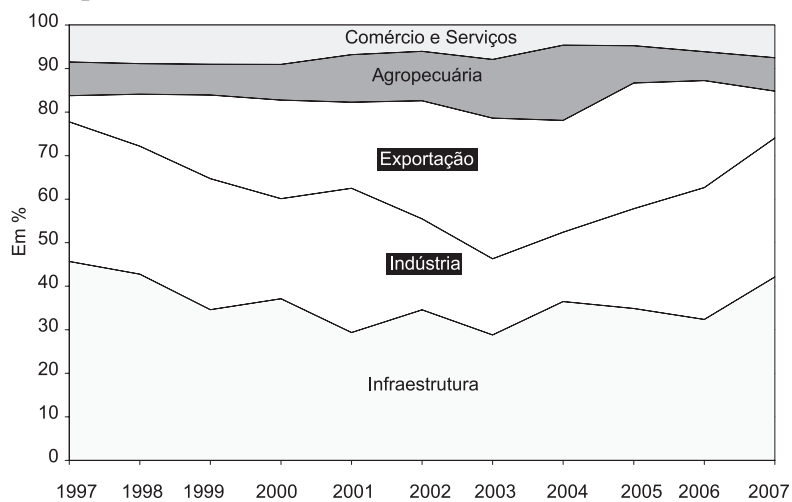
O Gráfico 5 mostra a composição dos desembolsos do BNDES entre 1997 e 2007 por principais setores. Percebe-se que três segmentos – infraestrutura, indústria e exportação – responderam, ao longo de todo o período, por mais de 80% das liberações.

Os investimentos na indústria e na infraestrutura são voltados para o mercado interno e responderam, historicamente, pela maior parte da demanda por recursos do BNDES. Sua participação conjunta sofreu intenso declínio no início do período, variando de um máximo de 78% do total, em 1997, a um mínimo de 46%, em 2002. Desde então, essa participação vem aumentando rapidamente, atingindo 74% em 2007, tanto pelo crescimento dos financiamentos para a indústria – que se verifica desde 2003 – quanto para a infraestrutura –, que passou a crescer mais fortemente a partir de 2006.

A demanda de recursos pela indústria e pela infraestrutura depende do nível da taxa de investimento da economia, mas principalmente de sua aceleração. O aumento sustentado da taxa de investimento normalmente está relacionado à implantação de um conjunto relevante de projetos novos ou *greenfield*, enquanto, em um período de intensa volatilidade, os investimentos estão mais associados à manutenção, à eliminação de gargalos ou à expansão incremental da plantas existentes. O impacto dos projetos *greenfield* sobre a demanda de recursos do BNDES tende a ser maior que o do investimento corrente, pelo fato de os prazos e os montantes envolvidos serem maiores.³¹ O Gráfico 6 mostra o crescimento da taxa de investimento no período. Pode-se identificar que, a partir de 2003, houve um aumento relevante e sustentado da formação bruta de capital fixo, que repercutiu imediatamente na liberação de recursos do BNDES para esses setores.

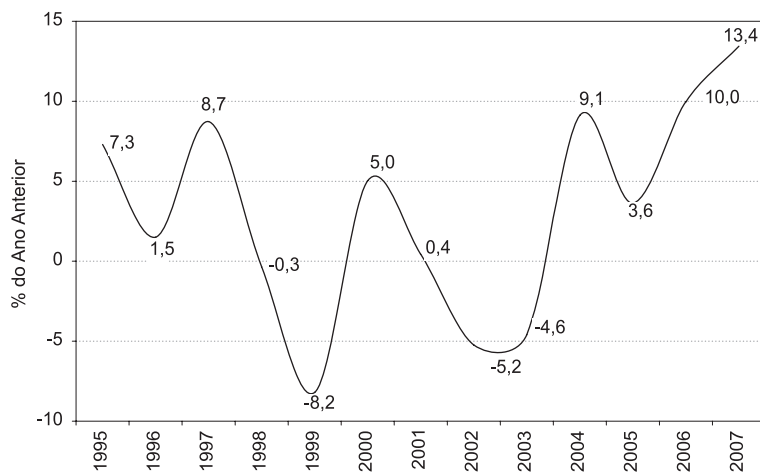
³¹ Para uma análise das características do investimento brasileiro no período, ver Torres e Puga (2006).

Gráfico 5
Composição dos Desembolsos do BNDES por
Principais Setores Demandantes



Fonte: BNDES, elaboração da APE.

Gráfico 6
Taxa de Crescimento da Formação Bruta de Capital Fixo



Fonte: IBGE, elaboração do BNDES/APE.

O financiamento à exportação é um segmento do mercado de crédito no qual o BNDES só começou a atuar no início dos anos 1990. Até então, os financiamentos do governo para essa área eram feitos exclusivamente pelo Banco do Brasil, por meio de sua Carteira de Comércio Exterior (Cacex). Em 1997, apenas 6% do total dos desembolsos do BNDES tinham como destino as exportações. Em 2003, esse percentual atingiu um máximo de 32%, recuando daí em diante até atingir 11% em 2007 (Gráfico 5). Dois fatores são relevantes para explicar essa trajetória. De um lado, está a taxa de câmbio, que flutuou entre pouco mais de R\$ 1,00 no início do período para um máximo de R\$ 3,90 em setembro de 2002, retornando a uma média mensal de R\$ 1,68 em abril de 2008.³² De outro lado – e mais importante –, houve um aumento na demanda de recursos para financiamento das exportações brasileiras de máquinas e equipamentos, em particular para aviões. Assim, os dados mostram que, ao longo da última década, o BNDES teve uma atuação anticíclica frente ao restante do mercado de crédito. Houve aumento de participação do mercado durante a fase de retração e perda na retomada.

No período de desaceleração do crédito – 1997 a 2001 –, não se observou um crescimento da atuação do BNDES, como resposta à retração do restante do mercado. De fato, a redução da demanda decorrente de investimentos da indústria e da infraestrutura impactou diretamente a instituição. A manutenção dos níveis reais de desembolso nesses cinco anos refletiu o aumento da demanda por crédito às exportações, principalmente de indústrias novas e que envolviam montantes elevados de financiamento. A exportação funcionou, assim, como um estabilizador automático endógeno.

Essa missão anticíclica ficou explícita no crescimento das operações verificado em 2002, quando o processo de contração do crédito interno chegou a seu momento crítico. Nessa oportunidade, o BNDES foi chamado a ocupar o vazio deixado pelo mercado, particularmente em duas áreas consideradas estratégicas pelo governo federal: crédito corrente para exportações e refinanciamento das distribuidoras do setor elétrico.

³² Os percentuais do Gráfico 5 foram calculados com base no valor corrente em reais das liberações.

Ao longo de 2002, o aumento do risco Brasil levou os bancos internacionais a suspender unilateralmente linhas de crédito para o capital de giro dos exportadores – os chamados Adiantamentos de Contrato de Câmbio (ACC). Isso criou dificuldades para essas empresas continuarem operando e efetivando suas vendas externas. Outro exemplo foi no setor elétrico. O BNDES foi chamado a ampliar suas operações com várias distribuidoras, que estavam em situação financeira crítica junto aos bancos nacionais, por causa da crise de oferta de energia do ano anterior. Várias dessas empresas contaram com novos financiamentos do BNDES, com taxas de juros inferiores às praticadas pelo mercado à época, mas sujeitos a conversão em ações, a critério do Banco. Isso permitiu que, quando a conversão foi efetuada nos anos seguintes, o Banco, por ter assumido os riscos da atuação anticíclica, obtivesse ganhos de capital elevados.

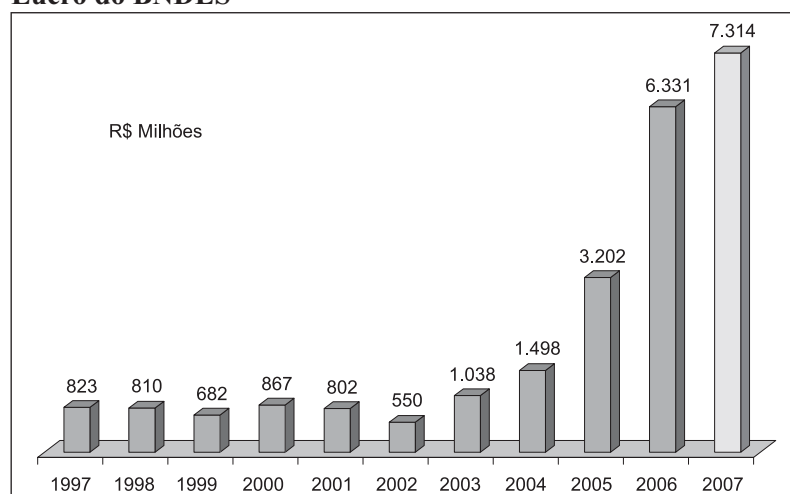
Finalmente, não há sinais de que a atuação anticíclica do BNDES tenha levado a uma deterioração dos seus indicadores financeiros. Pelo contrário, os resultados da instituição desde 1997 foram positivos (Gráfico 7). Além disso, desde 2003, vêm alcançando cifras muito elevadas, que atingiram um máximo de R\$ 7,3 bilhões em 2007. Esses valores refletem, em boa medida, a estratégia operacional adotada nos anos anteriores. Os níveis elevados de lucros decorrem basicamente da reversão de provisões de créditos e de ganhos obtidos com a carteira de renda variável, que se valorizou muito com o quadro econômico mais estável.

A Evolução das Fontes de Recursos do BNDES: 1997–2007

Para que um banco público atue anticíclicamente, não basta que passe a atender uma demanda insatisfeita pela retração do setor privado ou que desenvolva novos segmentos de mercado. É preciso também que tenha recursos em condições adequadas. De acordo com Micco e Panizza (2004), os bancos públicos seriam favorecidos na crise pelo fato de os depositantes, pelo aumento da aversão ao risco, bus-

carem abrigar suas aplicações em bancos, como os do governo, que não estão sujeitos a falência.

Gráfico 7
Lucro do BNDES



Fonte: BNDES.

Esse motivo, no caso do BNDES, pode ser descartado pelo simples fato de que não se trata de um banco que capte depósitos do público. Como se pode ver no Gráfico 8, a maior parte do *funding* da instituição tem origem em fundos fiscais ou parafiscais – cerca de 80% do total. Destes, o FAT é o mais importante. As captações em mercado respondem por uma pequena proporção do total, menos de 10%.³³ Isso decorre do fato de os fundos disponibilizados pelo sistema bancário e pelo mercado de capitais brasileiros serem basicamente de prazo e de *duration* curtas e de taxas de juros muito elevadas.

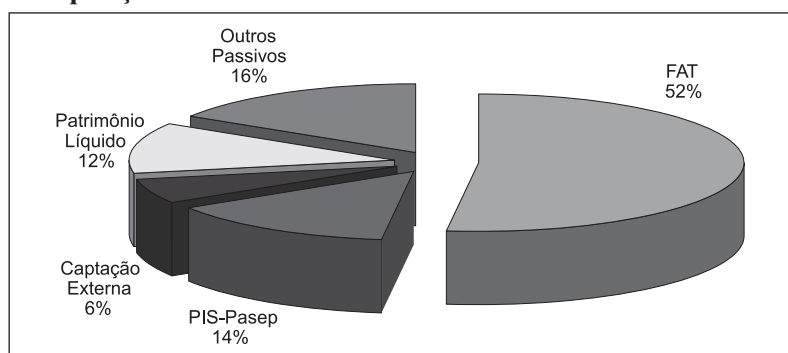
Do restante, as captações externas compõem o segundo grupo mais importante de fontes de recursos, com 8%. Esses passivos são basi-

³³ A primeira captação de recursos junto ao público brasileiro foi realizada em dezembro de 2006 através da emissão pública de debêntures simples de sua subsidiária BNDESPAR, que montou a R\$ 540 milhões. A amortização desses títulos está prevista para ser feita em parcela única ao final de seis anos.

amente provenientes de organismos internacionais, como o Banco Mundial e o BID ou bancos de desenvolvimento estrangeiros, como o JBIC japonês e o KfW alemão. O BNDES, no passado, chegou, em diversas oportunidades, a colocar títulos de dívida corporativa diretamente no mercado internacional, sempre a taxas pouco superiores às pagas pela República. Esses fundos externos, a despeito do prazo adequado para financiar investimentos de longo prazo, têm, no entanto, o inconveniente de serem denominados em moeda estrangeira, ou seja, têm seu custo efetivo em moeda nacional sujeito à volatilidade da taxa de câmbio. Por esse motivo, sempre tiveram uma participação menor no passivo total da instituição.

Gráfico 8

Composição das Fontes de Recursos do BNDES em 2007



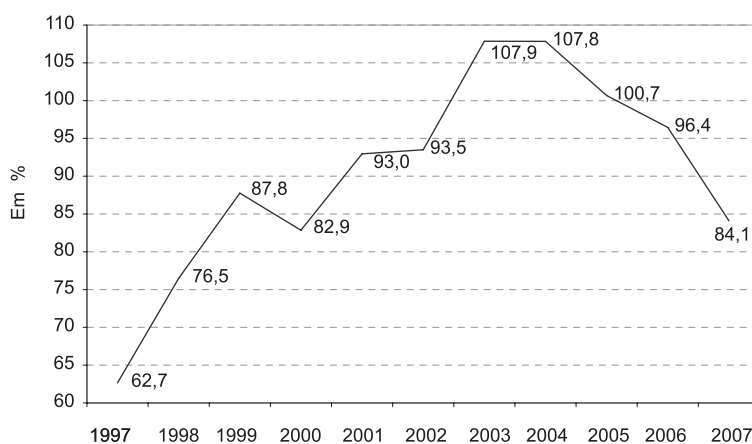
Fonte: Elaboração da Área Financeira.

A estrutura de *funding* mostrou-se, na prática, inelástica aos ciclos do crédito bancário dos últimos anos. Assim, pelo lado da oferta de fundos, inexistem mecanismos que transmitam automaticamente ao BNDES os movimentos de expansão e contração da oferta de fundos do restante do mercado bancário.

O mesmo acontece com o nível de liquidez corrente da instituição. Como pode ser visto no Gráfico 9, o dinheiro proveniente de retornos – ou seja, receitas de juros e de amortizações – e da venda de ativos – monetização de títulos e valores mobiliários – respondeu,

em média, por 84% dos desembolsos da instituição entre 1997 e 2002 e por 97% entre 2003 e 2007.³⁴ As vendas líquidas de valores mobiliários constituem um mecanismo de transmissão entre o mercado e o BNDES, mas até hoje os montantes envolvidos nessas operações foram, em geral, pequenos frente aos desembolsos correntes da instituição.

Gráfico 9
Participação dos Retornos e da Monetização de Ativos nos Desembolsos do BNDES



Fonte: BNDES, elaboração da APE.

Esse resultado reflete também a qualidade e a liquidez elevada da carteira do BNDES. Quase 40% dos ativos do BNDES em 2007 são dívidas de bancos comerciais, o que, por si só, lhe proporciona uma característica de risco diferenciada. Entretanto, a boa qualidade do crédito diretamente originado pelo BNDES – que reflete os critérios de seleção de propostas e de análise de risco da instituição – é superior à média dos bancos comerciais, como se pode ver na Tabela 5. Em consequência, os níveis de inadimplimentos enfrentados pelo

³⁴ A liquidez gerada pelas demais fontes, de forma global, foi suficiente para fazer frente às demais despesas correntes da instituição, a exemplo do serviço da sua dívida, pagamentos de dividendos etc.

Banco ao longo do tempo também são relativamente baixos, quando comparados ao restante do sistema bancário brasileiro (Gráfico 10).

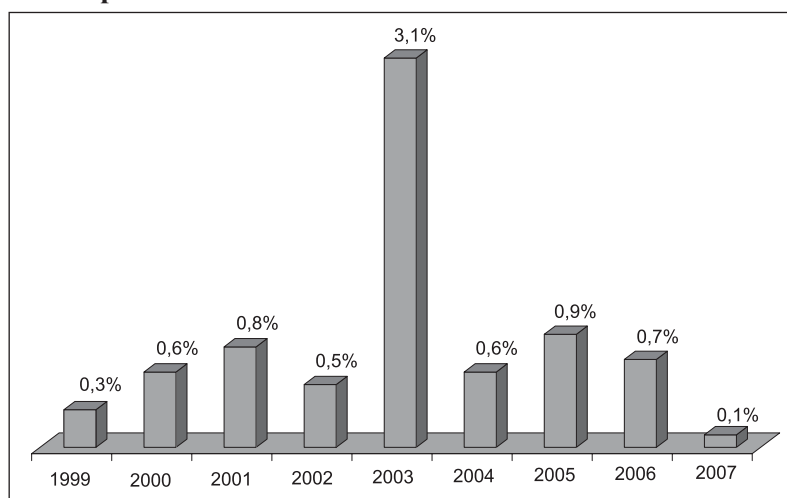
Tabela 5
Classificação de Risco da Carteira do BNDES em 2007

RISCO	SISTEMA BNDES	SFN ¹	INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS PRIVADAS	INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS PÚBLICAS ¹
AA-C	96,5	92,0	93,0	90,3
D-G	2,1	5,1	4,4	6,3
H	1,4	2,9	2,6	3,4
Total	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Banco Central do Brasil.

¹ SFN = Sistema Financeiro Nacional, incluindo o BNDES.

Gráfico 10
Inadimplência sobre a Carteira Total do BNDES



Fonte: BNDES, elaboração da Área Financeira.

Assim, diferentemente do que preconiza a literatura, a atuação anticíclica do BNDES não foi financiada pelo desfinanciamento dos bancos privados, ou seja, por uma captação líquida de depósitos junto a um público em busca de garantia do governo para suas aplicações. A robustez financeira da instituição nesse período decorreu basicamente de três fatores. O primeiro é estabilidade de suas fontes de financiamento em termos de prazo e custo, o que permite o insulamento da instituição em momentos de crise econômica. O segundo é a qualidade de sua carteira. Metade dos credores são instituições financeiras e o restante é composto basicamente pelos grandes investidores na indústria e na infraestrutura, empresas que, em sua maioria, têm, há muitas décadas, relacionamento estável com o BNDES. O terceiro é o tamanho relativo da instituição. Com sua elevada participação no mercado, o BNDES consegue ter uma atuação relevante em alguns segmentos do mercado de crédito, particularmente no financiamento do investimento de longo prazo.

5. Conclusões e Perspectivas

O crédito não é uma mercadoria usual. Sua disponibilidade afeta não só o nível de atividade econômica como a distribuição da renda e da riqueza no interior da sociedade. Em particular, recursos financeiros são fundamentais para a determinação do nível de investimento e, por consequência, para a trajetória de crescimento tanto de empresas quanto da economia como um todo.

Por esse motivo, a ação do governo sobre a alocação de crédito é uma prática relativamente comum, no mundo desenvolvido e no mundo em desenvolvimento. Entretanto, o conjunto de mecanismos de intervenção adotados em cada país varia bastante.

Nesse cenário, os bancos de desenvolvimento constituem um mecanismo específico de direcionamento de crédito. Suas características dominantes são: o controle público de suas decisões; o foco no financiamento de investimentos de longo prazo na indústria e na infraestrutura; a disponibilidade de fundos em moeda nacional; e a

capacidade de originar crédito diretamente junto ao público. São instituições que, em sua maioria, foram criadas nos anos que se seguiram à Segunda Guerra Mundial, com o intuito de promover a reconstrução das economias destruídas pelo conflito ou a industrialização dos países subdesenvolvidos. Sua concepção levou em conta a experiência dos bancos de longo prazo europeus da segunda metade do século XIX e o princípio norte-americano de segmentação das operações bancárias de curto e de longo prazos.

O BNDES é uma experiência que se destaca entre os grandes bancos de desenvolvimento existentes no mundo. Uma diferença marcante é o desembolso anual da instituição ser quatro vezes maior que o valor apresentado pelo BID e duas vezes mais que o Banco Mundial.

Essa especificidade está diretamente relacionada ao fato de o BNDES responder no mercado brasileiro pelos recursos do “crédito direto ao consumidor” de equipamentos e de obras civis de pequena monta, associado ao ativo fixo das empresas. Essas atividades são, em outros países, desempenhadas por bancos privados ou por bancos estrangeiros, normalmente apoiados por agências de crédito à exportação. No Brasil, o BNDES foi pensado como uma forma de não só estimular o investimento doméstico, mas também dar suporte a uma indústria de bens de capital ainda incipiente. O desenvolvimento de importantes segmentos de máquinas e equipamentos – como ônibus, caminhões e tratores – é consequência do sucesso e da dimensão alcançada por esse mecanismo de direcionamento de crédito.

As demais atividades desempenhadas pelo BNDES – financiamento de longo prazo a investimento e a exportações – são segmentos de mercado em que, em todo o mundo, o direcionamento do Estado se faz presente. A característica específica da experiência brasileira está relacionada a dois aspectos.

O primeiro é uso de um mecanismo direto não alavancado, ou seja, de um banco público de desenvolvimento financiado basicamente por recursos de origem fiscal ou parafiscal. Essa opção, como vimos anteriormente, está relacionada às históricas limitações do mercado de crédito brasileiro e à opção por evitar a dolarização, mesmo do

crédito de longo prazo, a exemplo do que ocorreu em outros países latino-americanos.

O segundo aspecto está diretamente relacionado à importância que a industrialização³⁵ teve para o desenvolvimento brasileiro. Desse ponto de vista, o BNDES foi um mecanismo criado nos anos 1950 e aperfeiçoado nas décadas seguintes para assegurar uma fonte estável para investimentos produtivos de longo prazo em moeda local, mesmo em cenários macroeconômicos desfavoráveis. A liquidez de fundos parafiscais de porte permitiu que se consolidasse uma oferta estável de recursos de longo prazo, que não ficou sujeita às condições do restante do mercado de crédito brasileiro, ou seja, escassez e volatilidade de fundos e taxas de juros elevadas frente a parâmetros internacionais.

Diante desse cenário, a atuação anticíclica do BNDES pode ser dividida em duas partes. A primeira parte está relacionada à função que a instituição cumpre na economia: garantir fundos em moeda nacional para investimentos de longo prazo. Dado sua autonomia de *funding* e sua elevada liquidez frente ao mercado, a capacidade de financiamentos do BNDES é pouco afetada pelas flutuações do mercado de crédito.³⁶

O maior impacto do ciclo sobre o BNDES faz-se, portanto, sentir pelo lado da demanda. Flutuações relevantes na economia afetam os níveis de investimento desejados pelas empresas e, em consequência, a demanda oriunda de projetos. A ação do Banco, nesse particular, é basicamente dar continuidade aos projetos em curso e, principalmente, evitar que uma escassez de fundos de longo prazo venha a se tornar um elemento adicional de desaceleração do investimento. Na década passada, o financiamento às exportações cumpriu um papel importante e estabilizador da demanda de recursos.

³⁵ A industrialização é entendida como um processo de montagem e sustentação do investimento na indústria e na infraestrutura econômica.

³⁶ Alguma transmissão é feita através da TJLP, que é flutuante e fixada a cada quatro meses, mas, como sua regra de formação leva em conta parâmetros internacionais, essa passagem não é integral nem automática.

A segunda parte da análise do BNDES no ciclo de crédito diz respeito ao curto prazo. Diante de relativa inelasticidade de suas fontes de recursos e de liquidez, o BNDES pode ter um papel focadamente anticíclico, particularmente nas fases descendentes. Um exemplo foram as medidas tomadas no segundo semestre de 2002. Durante o período eleitoral daquele ano, houve uma crise de confiança do mercado financeiro internacional sobre o Brasil, que chegou a comprometer as linhas de crédito dos bancos estrangeiros que sustentavam o financiamento corrente das exportações brasileiras. Naquele momento, para evitar que ocorresse um colapso de crédito semelhante ao que havia ocorrido na Coreia do Sul poucos anos antes, o BNDES, juntamente com o Banco Central, atuou de forma a recompor o *funding* dos bancos brasileiros.

Como buscamos mostrar, a literatura econômica atual sobre bancos públicos em geral – e de desenvolvimento, em particular – pouco contribui para o entendimento da experiência brasileira. Em geral, os analistas partem de uma perspectiva teórica limitada – por exemplo, falhas de mercado – ou se centram em dicotomias maniqueístas que buscam apontar os bancos públicos como instituições ineficientes, por motivos genéticos, e que, ademais, inibem o desenvolvimento de um sistema financeiro privado.

A experiência brasileira recente mostra que, o mecanismo formado pelo FAT e pelo BNDES constitui-se em um sistema de financiamento relativamente autônomo com relação ao restante do mercado. Suas fontes de captação de recursos e as áreas em que atua são complementares às dos bancos comerciais e de outras instituições financeiras.

Os canais de integração com o restante do mercado são limitados – por exemplo, bolsa de valores e lançamento de debêntures – e não chegam a impactar a atuação do BNDES ou do próprio mercado. Na prática, a interação mais importante é de natureza operacional, na área das operações indiretas. O BNDES repassa recursos para os bancos comerciais atenderem diretamente as necessidades de financiamento dos investimentos de seus clientes. Essas atividades nos bancos comerciais acompanham o desempenho do BNDES e não o do mercado.

Diante desse cenário, não é fácil apontar perspectivas para o BNDES. Essa resposta tem de ser buscada dentro de algum cenário de longo prazo para o sistema financeiro nacional. Até hoje, como se buscou mostrar, a atuação entre o sistema FAT/BNDES e os bancos comerciais foi claramente complementar, com segmentações nítidas entre as atividades de crédito de curto e de longo prazos, e com divisão de mercado no atendimento às grandes e às pequenas e médias operações.

Cabe indagar se, a exemplo do que vem ocorrendo no mercado internacional, haverá uma redução nos limites dessa segmentação e, conseqüentemente, uma redefinição de papéis entre o BNDES e os bancos comerciais. Uma segunda questão diz respeito ao aprofundamento do mercado de capitais e, em consequência, a possibilidade de os mecanismos de direcionamento de crédito tornarem-se instrumentos eficazes. Será que esse mercado tende a substituir o Banco em algumas das áreas onde hoje atua?

Não há respostas fáceis nem definitivas para essas perguntas. Qualquer cenário que venha a ser traçado depende da trajetória de crescimento da economia e das condições de juros e prazos que venham a ser praticadas no mercado. Mudanças mais substantivas dependerão basicamente de uma redução mais rápida das taxas de juros e de um maior alongamento de prazos e do *duration* do crédito ao governo e, conseqüentemente, às empresas. Dependem também da trajetória da política monetária nos próximos anos.

Caso isso venha a ocorrer, é possível que os bancos, aos poucos, passem a atender com seus próprios recursos à demanda de investimento de prazo inferior a cinco ou sete anos. Incluem-se nessa atividade o financiamento à aquisição de ônibus, caminhões e maquinário agrícola, além de obras civis de pequeno porte. Nesse caso, o BNDES tenderia a ter uma participação relativa decrescente nessas atividades, o que levaria a instituição a se assemelhar mais com o perfil de outras grandes instituições de desenvolvimento (Tabela 2). Seus desembolsos anuais tenderiam, em termos reais, a cair, na medida em que as operações de prazos mais longos passassem a compor uma proporção muito maior da carteira.

Do mesmo modo, a consolidação de um mercado de capitais mais amplo e profundo pode atrair uma fatia dos investimentos financiados pelo BNDES e, como resultado, tornar mais atrativo o uso, por parte do governo, de instrumentos indiretos, como garantias. Caso o investimento produtivo venha a crescer muito rapidamente, a demanda pelos fundos à disposição do BNDES pode superar a capacidade de resposta do sistema, o que permitiria uma ação mais compartilhada entre o Banco e outros financiadores de longo prazo.

Uma questão importante nesse cenário é se o comando desse novo mercado seria feito por investidores nacionais ou estrangeiros. A experiência canadense mostra que, diante da ausência de instituições originadoras nacionais, o governo pode decidir manter uma posição estratégica nesses mercados com instituições originadoras estatais atuantes, mesmo quando os mecanismos de garantias públicas tenham grande aceitação.

Mudanças estruturais dessa natureza dificilmente ocorrerão de forma abrupta. O mais provável é que se processem aos poucos, acelerando-se ou desacelerando-se conforme caminhem as condições de liquidez interna e externa da economia brasileira.

No curto prazo, o *boom* de investimentos em curso promoverá o crescimento mais acelerado dos ativos do BNDES. O aumento da pressão de demanda nos últimos meses tende a impactar fortemente as liberações e, conseqüentemente, as fontes tradicionais de liquidez da instituição, particularmente os mecanismos públicos de financiamento e poupança. Depois de ter se recuperado das crises dos anos 1990, o FAT – assim como o FGTS – acumulou grande volume de recursos líquidos que, nos últimos três anos, viabilizaram investimentos para indústria e infraestrutura. Seu fortalecimento e continuidade são muito importantes.

Mesmo assim, será inevitável o aumento do volume de captações do BNDES em mercado. É preciso diversificar fontes de recursos, ampliar prazos e dar maior liquidez aos mercados privados. Essa perspectiva poderá servir de base para a criação de novos instrumentos de captação, eventualmente baseados em índices de preços, e não na taxa de juros do mercado monetário. Esse avanço, no entanto, preci-

sará ser construído por meio de uma estratégia que envolva os principais atores públicos e privados relevantes. Mudanças no mercado de capitais requerem tempo para dar resultado. Não existem medidas fáceis nem de rápida implementação.

Referências

AGHION, B. “Development banking”. *Journal of Development Economics*, v. 58, 1999.

BALL, L. & KNIGHT, M. (ed.). *The guide to export finance 1989*. Londres: Euromoney Publications, 1989.

BANCO MUNDIAL. *Finance for growth: policy choices in a volatile world*. Oxford: Oxford University Press, 2001.

_____. *Financial Structure Dataset*. Banco Mundial, 2006. Disponível em: <<http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTRESEARCH/0,,contentMDK:20696167~pagePK:64214825~piPK:64214943~theSitePK:469382,00.html>>.

_____. *Annual Report 2006*. Banco Mundial, 2007.

BID – BANCO INTERAMERICANO DE DESENVOLVIMENTO. *Unlocking credit: the quest for deep and stable bank lending*. Banco Interamericano de Desenvolvimento, 2004.

_____. *Relatório Anual de 2006*. Banco Interamericano de Desenvolvimento, 2007.

BUTKIEWICZ, J. *Reconstruction finance corporation*. EH. Net Encyclopedia, 2006. Disponível em: <<http://eh.net/encyclopedia/article/butkiewicz.finance.corp.reconstruction>>.

_____. “The reconstruction finance corporation, the gold standard, and the banking panic of 1933”. *Southern Economic Journal*, out. 1999.

CASTELLAR, A. *Bancos públicos no Brasil: para onde ir?* Versão preliminar, 2006.

DODD, R. *Lessons from the US for national development banks*. Foro Regional ONU-Alide, Financial Policy Forum, jun. 2006.

FILP. FISCAL INVESTMENT LOAN PROGRAM. *FILP Report 2006*, Ministério da Fazenda do Japão, 2007. Disponível em: <http://www.mof.go.jp/english/zaito/zaito2007_e/Za2007-04-09.html>

GERSCHENKRON, A. *El atraso económico en su perspectiva histórica*. Atraso Económico e Industrialización. Barcelona: Ariel, 1970.

GREENSPAN, A. *Government-sponsored enterprises*. Testimony before Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, US Senate, 24 de fevereiro de 2004. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/testimony/2004/20040224/default.htm>>.

HOLTZ-EAKIN, D. Testimony before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs of the United States Senate, 23 de outubro de 2003. Disponível em: <<http://www.cbo.gov/showdoc.cfm?index=6303&sequence=0>>.

KDB – KOREAN DEVELOPMENT BANK. *Annual Report 2006*. Korean Development Bank, 2007.

KfW – KREDINTALTANLT FUR WEIDARUFBAN. *Annual Report 2006*. Kredintaltanlt fur Weidarufban, 2007.

LA PORTA, R. et al. “Government ownership of banks”. *Journal of Finance*, 57: 265-301. 2002.

MICCO, A. & PANIZZA, U. *Bank ownership and lending behavior*. Washington, DC: Inter-American Development Bank, nov. 2004 (Working Paper, 520).

NOVAES, A. *Intermediação financeira, bancos estatais e o mercado de capitais – A experiência internacional*, 2006, mimeo.

OCDE – ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. *Economic Surveys, Brazil*. OCDE, 2005.

_____. *Economic Surveys, Japan*. OCDE, 2006.

ONU – ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS. *Rethinking the role of national development banks – Revised background document*. ONU,

Department of Economic and Social Affairs, Financing for Development Office, 2006. Disponível em: <<http://www.un.org/esa/ffd/Multi-StakeholderConsultations/FFDO/NDB/NDBs-DOCUMENT-REV-E-020606.pdf>>.

PANIZZA, U. et al. *Should the government be in the banking business? The role of state-owned and development banks*. Inter-American Development Bank, Research Department, 2004 (Working Papers, 1.014).

TITELMAN, D. *La banca de desarrollo y el financiamiento productivo*. Santiago: Cepal, 2003 (Serie Financiamiento del Desarrollo, 137).

TORRES, E. *O mito do sucesso: uma análise da economia japonesa no pós-guerra, 1945-1973*. Rio de Janeiro: Instituto de Economia Industrial-UFRJ, 1983 (Textos para Discussão, 37).

_____. “O papel do petróleo na geopolítica americana”. In: FIORI, José Luiz (org.). *O poder americano*. Petrópolis: Vozes, 2004.

_____. “Crédito direcionado e direcionamento do crédito: situação atual e perspectivas”. *Revista do BNDES*, v. 13, n. 25, p. 35-50, jun. 2006.

_____. *Direcionamento do crédito: o papel dos bancos de desenvolvimento e a experiência recente do BNDES*. In: PINHEIRO, Armando Castelar & OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de (org.). *Mercado de capitais e bancos públicos*. Rio de Janeiro: Contracapa, 2007.

TORRES, E. & ESTEVES, M. “Financiamento às exportações: instrumentos de apoio e de mitigação de riscos”. In: VASCONCELLOS, M. et al. *Gestão de negócios internacionais*. São Paulo: Saraiva, 2006.

TORRES, E. & PUGA, F. “Horizontes de investimentos 2007-2010: uma síntese”. In: TORRES, E. & PUGA, F. (ed.) *Perspectivas do investimento no Brasil*. Rio de Janeiro: BNDES, 2007.

STIGLITZ, J. E. & GREENWALD, B. *Towards a new paradigm in monetary economics*. Cambridge: Cambridge University Press, 2003.

ZYSMAN, J. *Government, markets and growth*. Cornell University Press, 1983.

Capítulo 2

Crédito Público e Desenvolvimento Econômico: A Experiência Brasileira¹

Marcos Antonio Macedo Cintra*

¹ *Este estudo está associado com a pesquisa O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento, realizada no Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/Unicamp), sob a coordenação do professor Ricardo Carneiro, com o apoio do BNDES.*

* *Professor do IE/Unicamp e pesquisador do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq).*

1. Introdução

Este artigo procura discutir o papel desempenhado pelas instituições financeiras públicas (em especial, as instituições financeiras de desenvolvimento) e a importância dos fundos de poupança compulsória no fomento ao desenvolvimento econômico brasileiro. O artigo está organizado em seis seções, incluindo esta breve introdução. Na segunda, identificam-se aspectos conceituais e históricos sobre os bancos de desenvolvimento e a poupança compulsória, os quais auxiliam na construção do argumento central, qual seja, a mobilização de recursos de fomento é uma função pública para desenvolver setores ou atividades consideradas *prioritárias*. Esses aspectos representam parâmetros relevantes para compreender a atuação do Estado brasileiro como agente fomentador do desenvolvimento por meio de instituições especializadas e de fundos de poupança compulsória.

Na terceira seção, procura-se identificar o modelo de crédito brasileiro, com forte participação do Estado, não apenas no que diz respeito à administração de taxas de juros e condições de crédito, mas também no fornecimento direto de financiamento, uma vez que o mercado de capitais pouco se desenvolveu e as relações entre o sistema bancário e as empresas tampouco se constituíram em uma base relevante de financiamento do investimento. Na quarta, realiza-se uma caracterização dos principais fundos compulsórios brasileiros, arrolando sua institucionalidade, natureza e funções. Esses fundos constituem *funding* para instituições financeiras públicas, fornecedoras do crédito de longo prazo. Na quinta, efetua-se um resumo das principais questões levantadas pelos opositores do crédito direcionado e da poupança compulsória no país, bem como o debate crítico. Nas considerações finais, reafirma-se o papel imprescindível das instituições financeiras públicas de fomento e dos fundos de poupança compulsórios na oferta de crédito de longo prazo no país. Sugere-se ainda que a expansão dos investimentos requer a configuração de um novo padrão de financiamento doméstico.

2. Aspectos Conceituais e Históricos sobre as Instituições Financeiras Especializadas e a Poupança Compulsória

Além da função pública de regular e supervisionar os mercados financeiros, cabe ao Estado, como agente mobilizador de recursos, fomentar setores ou atividades considerados *prioritários*, em países industrializados e em desenvolvimento, por meio de *funding* próprio, dada a própria dinâmica da concorrência bancária.² Submetidos à lógica da valorização da riqueza e da preferência pela liquidez em um mundo de incerteza e irreversibilidade, as instituições financeiras privadas dificilmente atendem à demanda por financiamento daqueles setores ou atividades de alto risco, longo prazo de maturação, elevado retorno social e relativamente baixo retorno econômico.³ Assim, o crédito dirigido e a poupança compulsória são atividades que se relacionam com as próprias funções alocativas e distributivas do Estado.

Há razoável consenso na literatura e na experiência histórica que os recursos mobilizados pelo setor público devem ser destinados a pelo menos três grandes grupos:

1. *Investimentos sociais*, tais como projetos de geração de emprego e renda (financiamento de micro, pequenas e médias empresas, agricultura familiar, crédito popular para trabalhadores autônomos etc.), projetos de infraestrutura urbana, saneamento básico (água e esgoto) e habitações populares;
2. *Investimentos em alta tecnologia*, dado o caráter de bem público do conhecimento aplicado, em função de suas externalidades positivas, como os aumentos da produtividade e do bem-estar social. (...);

² *Sobre o papel do crédito em uma "economia monetária de produção" e a dinâmica da concorrência bancária, ver Minsky (1986), Freitas (1997) e Belluzzo e Almeida (2002).*

³ *O retorno social não deve ser confundido com o retorno microeconômico privado (maximização de ganhos financeiros). Os ganhos sociais podem ser medidos pelo aumento nos padrões de saúde e educação, habitação popular, saneamento básico, bem como em geração de empregos [Pinheiro (1999, p. 153)].*

e 3. *Investimentos em setores voltados à exportação*, dado o caráter estratégico do setor exportador para a manutenção da estabilidade de longo prazo (evitar crises cambiais) e o crescimento fundado na competitividade da indústria. Além disso, como os mercados externos são, em geral, mais competitivos que os domésticos, o risco associado à produção para a exportação é maior, o que pode levar os bancos privados a subfinanciarem essa atividade [Pinheiro (1999, p. 154)].

O Estado pode utilizar diferentes meios e/ou instrumentos para mobilizar recursos a fim de prover o crédito direcionado. Em primeiro lugar, pode canalizar a poupança pública, o que requer a geração de receita disponível para financiar o investimento público e/ou privado, mediante um ajuste fiscal consistente e sustentado. O ajuste fiscal e a consequente recuperação da poupança pública deveriam ser calcados nos cortes dos gastos públicos supérfluos e na redução dos desperdícios, a fim de diminuir os impactos sobre a atividade econômica de aumentos recorrentes na carga tributária.

Em segundo lugar, o Estado pode criar instituições financeiras de fomento e/ou de desenvolvimento para direcionar o crédito. Historicamente, essas instituições assumiram diferentes formas – bancos de desenvolvimento, caixas econômicas e agências financeiras voltadas para o financiamento de determinados setores e atividades prioritários. A experiência mostra também que essas instituições especializadas tendem a ser de propriedade do Estado (há exceções nos Estados Unidos (EUA), no Japão e na Alemanha).⁴ Em terceiro lugar, o Estado pode instituir um mecanismo especial de captação de recursos (fiscal ou parafiscal) para essas instituições. “Apesar de ser complexa a estrutura do *funding* dessas instituições, os recursos mobilizados por meio dos grandes fundos públicos de poupança compulsória, seja de natureza fiscal seja parafiscal, são fontes privilegiadas de recursos para o financiamento de fomento” [Pinheiro (1999, p. 155)]. Isso porque o caráter compulsório da extração dos recursos – garantido legalmente pela vinculação de receitas fiscais ou parafiscais – assegura certa estabilidade aos fluxos de captação, bene-

⁴ *A própria escolha do agente financeiro – público ou privado – da intervenção governamental está associada às diferentes motivações e critérios de alocação de recursos [Aronovich e Fernandes (2006)]. Para um panorama sobre o papel dos bancos públicos e de desenvolvimento na Alemanha, Japão, Coreia e Índia, ver Cintra (2007a).*

ficiando o financiamento das atividades-alvo do crédito de fomento.

Ademais, a mobilização de recursos por meio de fundos públicos de poupança compulsória gera outro efeito indireto sobre o *funding* das instituições de fomento e/ou de desenvolvimento. A vinculação de receitas fiscais e parafiscais implica um aval do Tesouro e/ou das autoridades monetárias à captação de recursos por essas instituições. Isso tende a reduzir seus riscos, colocando-as em posições favoráveis para captar recursos nos mercados interno e externo.

Em suma, a estabilidade potencial do fluxo de recursos e o aval do governo são importantes não apenas para os tomadores finais do crédito de fomento (necessidade de um fluxo estável e relativamente volumoso de capital, devido à natureza das atividades a serem financiadas), mas também para a própria instituição gestora dos recursos. Nesse último aspecto, a redução do risco da instituição pode transformá-la em uma importante unidade captadora e repassadora de recursos externos em condições favoráveis para o financiamento do investimento privado [Pinheiro (1999, p. 155)].

Dessa forma, os bancos públicos tendem a desempenhar um papel estabilizador do volume de crédito durante o ciclo econômico. O comportamento anticíclico do crédito ofertado por instituições financeiras públicas tem sido comprovado por diversos trabalhos empíricos.⁵ Outro papel relevante desempenhado pelos bancos públicos e de desenvolvimento é a coordenação dos projetos de investimento, reduzindo seus riscos [Unctad (2008, p. 92)].

⁵ Micco e Panizza (2004), por exemplo, encontraram evidências de que os empréstimos realizados por bancos públicos são 84% menos procíclicos do que o dos bancos privados e que não há diferenças significativas no comportamento de bancos privados nacionais e estrangeiros. Ou seja, os bancos públicos contraem menos os empréstimos durante os períodos recessivos, garantindo a oferta de crédito no momento em que os bancos privados ampliam a preferência pela liquidez, e aumentam menos durante os períodos expansivos. Com isso, estabilizam o volume de crédito, desempenhando um papel contracíclico. Para diferentes visões sobre o papel das instituições financeiras públicas, ver BID (2004), Yeyati et al. (2004 e 2007), Caprio et al. (2004) e Novaes (2007).

Pinheiro (1999, p. 155-156) salienta ainda que

o crédito público de fomento aportado via fundos de poupança compulsória não deve ser confundido com qualquer linha de crédito de longo prazo. Os mercados financeiros privados são capazes de mobilizar recursos de longo prazo para um enorme espectro de investimentos. Um dos objetivos do crédito público de fomento é melhorar a alocação de recursos, pela sua canalização àqueles setores não assistidos pelo crédito privado. Em resumo, não deve haver substituição do crédito privado pelo público, mas tão-somente certa complementaridade.

No mesmo sentido, defendem Aronovich e Fernandes (2006, p. 9):

As instituições financeiras de desenvolvimento costumam ter como foco empréstimos a projetos de longo prazo de maturação, os quais tendem a não receber recursos suficientes das tradicionais fontes de mercado, atuando de forma complementar ao mercado. As instituições financeiras de desenvolvimento são instrumentos de política econômica cuja *performance* deve ser avaliada predominantemente pelos benefícios sociais e econômicos que propiciam.

O Quadro 1 procura resumir as diferentes características das poupanças compulsória e contratual (fundos de pensão, fundos de investimento, companhias de seguro etc.), com repercussões tanto no perfil de financiamento das instituições públicas de fomento como na remuneração dos recursos. A poupança compulsória tem uma vantagem sobre a contratual: o menor risco que oferece às atividades de fomento, por intermédio das instituições públicas de desenvolvimento, em virtude do fluxo relativamente estável de recursos, uma vez que é associado à arrecadação fiscal ou parafiscal. O aval do setor público funciona como fator adicional na redução desse risco, pois somente o setor público tem a prerrogativa de criar receitas por meio de impostos e contribuições, além de poder emitir moeda [Pinheiro (1999, p. 156)].

Assim, a poupança compulsória, como mecanismo de extração e destinação de recursos para investimentos, desempenha papel relevante no financiamento do desenvolvimento econômico e social, por

meio da intervenção do Estado como elemento fornecedor e direcionador de crédito. Os fundos públicos de poupança compulsória são, portanto, do ponto de vista do financiamento da economia, mecanismos de mobilização de crédito de fomento. Sua atuação, se bem conduzida, pode melhorar a alocação de recursos da sociedade, provendo crédito subsidiado a certos setores e atividades com elevado retorno social, mas para os quais tende a ser escasso o financiamento privado [Pinheiro (1999, p. 172)].

Quadro 1

Características das Poupanças Contratual e Compulsória

MODALIDADE DE POUPANÇA	CONTRATUAL*	COMPULSÓRIA
Natureza	<i>Voluntária</i> : decisão de aplicação da riqueza do agente privado (racionalidade microeconômica).	<i>Compulsória</i> : similar ao imposto; provoca redução da renda disponível dos agentes privados.
Estabilidade do Fluxo de Captação de Recursos	Depende das <i>expectativas</i> de longo prazo dos agentes privados (instabilidade potencial).	Garantida legalmente, pela <i>vinculação</i> de uma receita fiscal ou parafiscal; aval do Tesouro (estabilidade potencial).
<i>Funding</i> e Risco da Instituição de Fomento	Maior risco, devido à <i>instabilidade</i> relativa do fluxo de recursos de longo prazo.	Menor risco, devido à maior <i>estabilidade</i> relativa do fluxo de recursos de longo prazo.

Fonte: Pinheiro (1999, p. 156).

* Formada com base na livre escolha dos agentes econômicos. Em geral, assume a forma de aplicações financeiras (fundos de pensão, fundos de investimento, fundos de ações, companhias de seguro, hedge funds etc.).

Dessa forma, a razão de ordem geral para a criação e a preservação de instituições financeiras especializadas, bem como fundos de poupança compulsória, de diferentes naturezas, decorre da própria dinâmica concorrencial da economia capitalista. Como as instituições privadas não financiam certos setores e/ou atividades que, embora sejam essenciais para o desenvolvimento social e econômico, apresentam altos riscos, exigem a conformação de arranjos institucionais

específicos e/ou políticas governamentais de crédito seletivo, tanto nos países desenvolvidos como nos países em desenvolvimento.

Em geral, os principais instrumentos de política de crédito seletivo são os seguintes: taxas de juros subsidiadas para empréstimos aos setores prioritários; refinanciamento por meio de redesconto no banco central; fixação de uma proporção mínima dos empréstimos totais (ou dos depósitos) que devem ser direcionados para tomadores específicos; tetos para empréstimos aos setores não prioritários; destinação obrigatória de percentual definido do *funding* bancário para aplicação em determinados setores ou atividades; utilização de instituições especiais de crédito [Freitas e Schwartz (1992, p. 29)].

As razões para apoiar setores e segmentos específicos podem também apresentar conteúdos de cunho político. Trata-se de amparar setores mais frágeis do ponto de vista financeiro, como no caso de segmentos de preços flexíveis que se defrontam com compromissos fixos (isto é, regidos pela taxa de juros) derivados de operações de financiamento. Esse seria o caso do financiamento à agricultura, setor para o qual mesmo os países industrializados organizaram instituições especializadas. Outros exemplos seriam as pequenas e médias empresas, com papel relevante na geração de emprego; o desenvolvimento regional; o financiamento habitacional, tecnológico, das exportações e a proteção ambiental. Em conjunto, as instituições financeiras especializadas tendem a ser caracterizadas, de uma forma ou de outra, por suprirem necessidades específicas de financiamento, seja em função de prazo, de taxas de juros, ou do risco assumido.

3. O Papel e a Origem das Instituições Financeiras Especializadas e dos Fundos Compulsórios no Brasil

É sabido que o modelo geral de estruturação financeira por meio do mercado de capitais pouco se desenvolveu no país. As relações entre

o sistema bancário e as empresas tampouco se constituíram em uma base relevante de financiamento do investimento. Desenvolveu-se um modelo de crédito, com forte participação do Estado, não apenas no que diz respeito à administração de taxas de juros e condições de crédito, mas também no fornecimento direto de financiamento.⁶ A participação do Estado foi muito além da presença de instituições especializadas (Banco do Nordeste do Brasil, Banco da Amazônia, Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico, Banco Nacional da Habitação e bancos estaduais de desenvolvimento). Antes mesmo da criação dessas instituições especializadas, os governos constituíram bancos comerciais e instituições de poupança, que desempenharam papéis relevantes, seja para a disseminação da moeda bancária e o fomento da atividade bancária em geral (caso do Banco do Brasil, criado em 1808), o desenvolvimento dos instrumentos para a captação da poupança popular (Caixa Econômica Federal e Estaduais), ou ainda o financiamento à industrialização, um papel que o Banco do Brasil e os diversos bancos comerciais estaduais exerceram no plano nacional ou local.

Ademais, os bancos estaduais desempenharam papel importante na implementação da estratégia nacional de desenvolvimento, principalmente por meio da canalização de recursos públicos para oportunidades de negócios articuladas regionalmente [Costa (1988), Lopreato (2002) e Costa Neto (2004)]. “Garantiu-se, assim, capilaridade no que se refere ao acesso a recursos provenientes da poupança compulsória, facilitando-se a implementação de políticas de redução de desigualdades inter-regionais” [Pinto et al. (2007, p. 145)]. Para um panorama da evolução do sistema público de fomento – federal e estadual –, ver Quadro 2.

⁶ Além dos fundos parafiscais e fiscais, alguns segmentos (a agricultura, em particular) contaram ainda com recursos do orçamento monetário, por intermédio do Banco do Brasil (contamovimento) ou do próprio Banco Central (programas específicos do orçamento monetário).

Quadro 2

Evolução do Sistema Público de Fomento Federal e Estadual (1861–1992)

CRIAÇÃO	BANCOS FEDERAIS
1861	Caixa Econômica e Monte de Socorro do Rio de Janeiro (Caixa Econômica Federal)
1905	Banco do Brasil (1808) (1853)
1942-1966	Banco de Crédito da Borracha, depois Banco de Crédito da Amazônia e, finalmente, Banco da Amazônia (Basa)
1952	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE)
1952	Banco Nacional de Crédito Cooperativo (BNCC) – com origem da Caixa de Crédito Cooperativo (1943)
1954	Banco do Nordeste do Brasil (BNB)
1964	Banco Nacional da Habitação (BNH) – extinto em 1986
1967	Banco de Roraima – Banco do Estado de Roraima (Banroraima) – 1990
1985	Banco Meridional do Brasil – origem Banco Sul Brasileiro (1972) –, adquirido pelo Bozano Simonsen em 1997 e pelo Santander em 1999
Caixas Econômicas e Bancos de Desenvolvimento Estaduais	
1896	Caixa Econômica do Estado de Minas Gerais (MinasCaixa)
1916	Caixa Econômica do Estado de São Paulo (Banco Nossa Caixa)
1960	Caixa Econômica do Estado do Rio Grande do Sul (CEERS)
1962	Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul (BRDE)
1962	Banco de Desenvolvimento de Minas Gerais (BDMG)
1962	Caixa Econômica do Estado de Goiás (Caixego)
1966	Banco de Desenvolvimento do Estado da Bahia (Desenbanco)
1968	Banco de Desenvolvimento do Paraná (Badep)
1969	Banco de Desenvolvimento do Espírito Santo (Bandes)
1969	Caixa Econômica do Estado de Santa Catarina (CEESC)
1970	Banco de Desenvolvimento do Estado do Maranhão (BDM)
1970	Banco de Desenvolvimento do Estado Ceará (Bandece)
1970	Banco de Desenvolvimento do Estado de São Paulo (Badesp)
1970	Banco de Desenvolvimento do Rio Grande do Norte (BDRN)

Continua

Quadro 2

Evolução do Sistema Público de Fomento Federal e Estadual (1861–1992)

1974	Banco de Desenvolvimento do Estado do Rio Grande do Sul (Badesul)
1975	Banco de Desenvolvimento do Estado do Rio de Janeiro (BD-Rio)
1977	Banco de Desenvolvimento do Estado de Goiás (BDGoiás)
1977	Banco de Desenvolvimento do Estado de Santa Catarina (Badesc)
Bancos Estaduais	
1919	Banco de Credireal de Minas Gerais (Credireal) – origem Banco de Crédito Real de Minas Gerias (1889)
1919	Banco do Espírito Santo – origem Banco Hipotecário e Agrícola do Espírito Santo (1911)
1926	Banco do Estado de São Paulo (Banespa) – origem Banco de Crédito Hipotecário e Agrícola do Estado de São Paulo (1909)
1928	Banco do Rio Grande do Sul (Banrisul)
1928	Banco do Estado do Paraná (Banestado)
1930	Banco do Estado da Paraíba (Paraiban)
1934	Banco Mineiro do Café (Bemge)
1936	Banco do Rio Grande do Norte (Bandern) – origem Banco do Natal (1906)
1937	Banco de Crédito Rural e Agrícola do Espírito Santo (Banestes) – origem Instituto de Crédito Agrícola do Espírito Santo (1935)
1934	Banco do Estado do Maranhão (BEM)
1944	Banco Hipotecário e Agrícola de Minas Gerais (1911) – (Bemge)
1945	Banco da Prefeitura do Distrito Federal (Banerj)
1950	Banco de Crédito do Estado do Rio (Banerj)
1955	Banco do Estado de Goiás (BEG)
1958	Banco do Estado do Amazonas (BEA)
1958	Banco Comercial e Agrícola do Piauí (BEP)
1960	Banco de Fomento do Estado da Bahia (Baneb) – origem Instituto Central de Fomento Econômico da Bahia (1937)
1961	Banco do Estado do Pará (Banpara)
1962	Banco de Desenvolvimento do Estado de Santa Catarina (Besc)
1962	Banco de Desenvolvimento do Estado de Pernambuco (Bandepe) – origem Caixa de Crédito Mobiliário (1939)
1963	Banco da Produção do Estado de Alagoas (Produban)

Continua

Quadro 2
Evolução do Sistema Público de Fomento Federal e Estadual (1861–1992)

1963	Banco de Fomento Econômico do Estado de Sergipe (Banese)
1963	Banco do Estado de Mato Grosso (BEMAT)
1964	Banco do Estado do Ceará (BEC)
1964	Banco da Produção e Fomento do Estado do Acre (Banacre)
1966	Banco Regional de Brasília (BRB)
1983	Banco do Estado de Rondônia (Beron)
1990	Banco do Estado de Roraima (Banroraima)
1992	Banco do Estado de Amapá (Banap)

Fonte: Elaboração própria, com base em Costa Neto (2004, p. 52-54).

Em meados dos anos 1960, defendia-se que os baixos patamares de financiamento privado ao investimento decorriam de uma ineficiente geração e alocação de poupança no país, por causa dos elevados índices inflacionários e da limitação das taxas de juros (a Lei de Usura limitava os juros a 12% ao ano). Esses fatores determinavam taxas de retorno reais de ativos financeiros de longo prazo baixas ou negativas, o que desestimulava a formação de poupança financeira.⁷ Esse diagnóstico ancorou a primeira grande transformação do sistema financeiro brasileiro: a Lei 4.380, de agosto de 1964, instituiu a correção monetária nos contratos imobiliários de interesse social, criou o Banco Nacional da Habitação (BNH) e institucionalizou o Sistema Financeiro da Habitação (SFH); a Lei 4.595, de dezembro de 1964, estabeleceu as bases para a segmentação do sistema financeiro, nos moldes do sistema americano, onde supostamente

⁷ *O papel do sistema financeiro no financiamento da acumulação é mais complexo e essencial do que a mera intermediação entre investidores e poupadores. Na verdade, os bancos podem criar moeda ex-nihilo e administrar dinamicamente ativos e passivos, fazendo com que o financiamento do investimento não guarde uma dependência única e exclusiva da poupança. Em outras palavras, a poupança existente é um entre outros fatores condicionantes do financiamento do investimento. Todavia, a poupança (no sentido de renda pretérita acumulada, cujo gasto foi diferido no tempo) pode desempenhar um papel relevante na consolidação financeira (funding) dos passivos de curto prazo das empresas inversoras e dos bancos. Assim, a disponibilidade de poupança, como lastro de um processo de funding, pode ser um fator importante na redução da fragilidade financeira. Ver Cintra (1999), Cardim de Carvalho (2005a) e Keynes (1930).*

o investimento produtivo privado de longo prazo era financiado pelos bancos de investimento com apoio dos mercados de capitais. Os bancos de investimento foram autorizados a emitir títulos de longo prazo com correção monetária no mercado interno e captações no mercado externo (Resolução 63/1967); foram ainda definidos incentivos fiscais para as operações no mercado de capitais e no mercado aberto (títulos públicos indexados).⁸

A despeito dessas reformas institucionais, que estimularam a diversificação e a segmentação, a operacionalidade do sistema financeiro pouco mudou. O financiamento de longo prazo não passou a ser efetuado pelo mercado de capitais doméstico e os bancos de investimentos aprofundaram a captação em moeda estrangeira, ampliando o endividamento externo. De um lado, o mecanismo da correção monetária – inicialmente aceita apenas para títulos públicos – passou a ser adotado indistintamente para ativos de curto e de longo prazos, reduzindo as vantagens para as aplicações longas. De outro lado, pressões políticas limitaram as restrições impostas aos bancos de investimento, permitindo-lhes operar em mercados de curto prazo.

Essa flexibilização provocou uma alteração significativa na estrutura patrimonial dos bancos de investimento, ou seja, um encurtamento de seu passivo. Como resposta à emissão de obrigações com prazos menores, os bancos procuraram compatibilizar temporalmente os seus ativos, por meio da emissão de créditos com prazos mais curtos, um segmento destinado às financeiras e aos bancos comerciais [Crocco e Santos (2006, p. 48)]. Os bancos comerciais e de investimento tinham melhores condições de competição nesse mercado em relação às financeiras, uma vez que, além de captarem recursos no mercado interno em igualdade de condições com aquele segmento, também eram autorizados a captar no mercado externo, que operava com taxas mais baixas que as domésticas [Almeida (1980)].

De forma semelhante, os incentivos ao desenvolvimento do mercado de capitais não foram capazes de torná-lo um mecanismo de financiamento do investimento de longo prazo. O *crash* de 1971 afetou

⁸ Sobre as reformas financeiras da década de 1960, ver Sochaczewski (1993) e Tavares (1983).

sua credibilidade, transformando-o basicamente num mercado especulativo, pela negociação de ações no mercado secundário [Tavares (1973)]. Em 1976, o governo efetuou nova tentativa para estimular o desenvolvimento do mercado de capitais com a promulgação da Lei das Sociedades por Ações e a criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). O financiamento de longo prazo da economia persistiu, em grande medida, apoiado em capitais estrangeiros e nos recursos do BNDE. Nesse contexto, o financiamento brasileiro nas décadas de 1960 e 1970 se manteve centrado no setor público e no capital externo [Studart (1993)]. As condições macroeconômicas externas favoráveis permitiram que esse modelo se sustentasse e garantisse significativas taxas de crescimento da economia, substanciadas no chamado “milagre brasileiro” e na expansão econômica impulsionada pelo II Plano Nacional de Desenvolvimento (1974-1979).

A década de 1980 foi caracterizada por uma ampla transformação no ambiente macroeconômico, deflagrada pela redução significativa da liquidez internacional, com a política de dólar forte implementada por Paul Volcker, ex-presidente do Federal Reserve. A elevação dos juros americanos resultou na crise da dívida externa, no colapso das contas públicas e na renitente elevação das taxas de inflação [Belluzzo e Almeida (2002)]. Esse quadro minou as fontes de financiamento vigentes: o aporte de capitais externos e o financiamento público. Além disso, a deterioração das expectativas dos agentes fez com que a demanda por financiamento fosse contraída, configurando um cenário de baixo crescimento econômico, liderado pelas exportações, com alta inflação, que foi denominado estagflação.

Contudo, o sistema financeiro brasileiro encontrou mecanismos para continuar operando com lucratividade crescente. As necessidades de financiamento do setor público condicionaram a adoção de uma política monetária apoiada na emissão de títulos de curta maturação e altas taxas de juros. Para ampliar a liquidez desses ativos, foi instituído o mecanismo de “zeragem automática”, em que o Banco Central se comprometia a recomprar diariamente os papéis do governo em mãos dos agentes do sistema financeiro, caso apresentassem eventuais déficits de reserva. As transações com títulos públicos

tornavam-se uma atividade sem risco e os bancos foram capazes de manter a rentabilidade, por meio de alterações na composição de seus portfólios, nas quais a redução da oferta de crédito era compensada com aplicações financeiras em títulos públicos, de baixo risco, alta lucratividade e elevada liquidez.

Consolidou-se, assim, um sistema financeiro pouco funcional do ponto de vista de sua capacidade de canalizar recursos para o setor produtivo da economia, mas bastante ágil na gestão da moeda indexada (fundos de curto prazo ancorados na dívida pública).⁹ A generalização do mecanismo da correção monetária – instrumento de indexação de contratos – permitiu a convivência com taxas de inflação elevadas sem que a moeda perdesse completamente suas funções, num processo de hiperinflação aberta. Com a indexação dos contratos, a moeda perdeu sua função de unidade de conta, sem deixar de exercer as funções de meio de pagamento e reserva de valor [Belluzzo e Almeida (2002)]. Isso possibilitou que o sistema financeiro mantivesse o principal componente do seu passivo: os depósitos à vista. Vale dizer, não houve uma fuga generalizada para outras moedas (o dólar, em particular), permitindo que os bancos continuassem a operar o sistema de pagamentos em moeda local. Como os agentes econômicos continuaram a deter depósitos remunerados (moeda indexada) e não remunerados em moeda local, os bancos puderam consolidar estratégias altamente lucrativas (inclusive ganhos sobre o *floating* de recursos, depósitos à vista e recursos destinados ao pagamento de tributos que foram canalizados para a compra de títulos públicos com remuneração superior à variação dos preços), garantindo sua sobrevivência em contexto de alta inflação.

Em 1988, a Constituição Federal legitimou um movimento que estava ocorrendo na prática, a formação dos conglomerados, sob a liderança dos bancos comerciais, permitindo a reconfiguração do sistema financeiro doméstico (foi eliminada também a necessidade de carta-patente para a abertura de agências). A criação do banco múltiplo reduziu a especialização de funções e a vinculação de operações dentro dos grupos financeiros. O direcionamento do crédito e,

⁹ Sobre a dinâmica da moeda indexada, ver Tavares (1983), Belluzzo e Almeida (1990), Barros (1993), Belluzzo e Almeida (2002), Franco (2006) e Arida (2006).

particularmente, os subsídios creditícios (em termos de taxas de juros de operações, sistematicamente negativas em termos reais, e subsídios como o da aplicação da correção monetária parcial) tiveram sua abrangência bastante reduzida. Cabe salientar que em uma economia submetida à alta inflação, o crédito subsidiado não resultava necessariamente de uma opção deliberada de política creditícia, mas de variações imprevistas na taxa de inflação e consequente descompasso entre as taxas de juros nominais prefixadas e a taxa de inflação, resultando em taxas de juros reais negativas.

Após esse período, seguindo a tendência em vigor na economia mundial, deflagrou-se um processo de desregulamentação e liberalização do sistema financeiro. Foram alteradas as regras para as operações de não residentes no mercado de capitais doméstico e a atuação dos fundos estrangeiros de capitais, autorizadas as emissões de ações, bônus e *commercial papers* de empresas e bancos brasileiros no mercado externo etc. [Freitas e Prates (2001)]. Os cenários macroeconômicos – doméstico e internacional – propiciaram um ambiente favorável à atividade financeira. No âmbito externo, o aumento da liquidez possibilitou o acesso de instituições financeiras e não financeiras domésticas aos mercados de capitais internacionais. No âmbito interno, a estabilização monetária promovida pelo Plano Real (1994) e a retomada do crescimento permitiram o aumento das operações de crédito e a redução das transações com títulos públicos.

Com a estabilização monetária, imaginou-se que os bancos e o mercado de capitais mais integrados ao sistema financeiro internacional pudessem financiar a atividade produtiva, enquanto se reorganizavam as finanças públicas (inclusive mediante a privatização de empresas e bancos estaduais). A estabilização da moeda também concorreu para minimizar o crédito favorecido, sobretudo no que diz respeito à ocorrência de taxas de juros reais negativas, que desapareceram das operações de instituições financeiras públicas e privadas.

A recuperação das operações de crédito, no entanto, foi logo abortada pela crise mexicana e, posteriormente, pelo contágio das economias emergentes [Freitas (2000)]. Reinstalou-se a política monetária de juros elevados para evitar a saída de capitais, fato que voltou a proporcionar aos bancos uma aplicação financeira mais rentável e

menos arriscada (operações com títulos da dívida pública) do que a concessão de crédito. Todavia, a subida das taxas de juros e o aumento da inadimplência tornaram os bancos mais seletivos, dificultando o refinanciamento dos devedores não financeiros e das instituições bancárias mais dependentes do interbancário.

Esse movimento resultou em graves dificuldades para algumas instituições. Inicialmente, os pequenos bancos e aqueles criados a partir de instituições financeiras não bancárias foram os mais atingidos. Não tinham estrutura para operar em um ambiente não inflacionário. A insegurança do público na solidez do setor bancário e no mercado interbancário provocou aumento na aversão ao risco, desencadeando um “empoçamento da liquidez”, com bancos deficitários encontrando restrições para obter financiamentos. Em agosto de 1995, o Banco Central interveio no Banco Econômico e, em novembro, no Banco Nacional. Em março de 1997, o controle do Banco Bamerindus foi passado para o Hong Kong Shanghai Banking Corporation (HSBC).

Para impedir a eclosão de uma crise bancária sistêmica, o governo implementou, em 1995, um conjunto de medidas: criou-se o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (Proer – Medida Provisória 1.179, de 3 de novembro de 1995, e Resolução do CMN 2.208, da mesma data);¹⁰ regulamentou-se o Fundo Garantidor de Créditos (Resolução do CMN 2.211, de 16 de novembro de 1995); e aumentou-se o capital mínimo para abertura de novos bancos (Resolução do CMN 2.212, de 16 de novembro de 1995). Em 1997, foram ampliados ainda os poderes de intervenção do Banco Central em instituições com problemas de insolvência e iliquidez por meio da Medida Provisória 1.812/1995 (Lei 9.447, de 14 de março de 1997). Essa medida permitiu à autoridade monetária exigir das instituições com problemas de iliquidez, previamente à decretação da intervenção e da liquidação extrajudicial, a realização de aportes de capital ou a transferên-

¹⁰ *Trata-se de uma linha especial de assistência financeira com o objetivo de financiar reorganizações administrativas, operacionais e societárias de instituições financeiras envolvidas em fusões e aquisições dos agentes financeiros, sobretudo daqueles incapazes de operar em ambiente não inflacionário. As operações sob o amparo do Proer somaram R\$ 20,36 bilhões, entre 1995 e 1997 [Vidotto (2002)]. Ver também Maia (2003).*

cia do controle acionário e/ou a reorganização societária mediante fusões, incorporações e cisões.

O Banco Central passou a implementar também as regras do Acordo de Basileia I, definidas pelo International Basle Committee on Banking Regulations and Supervisory Practices (Comitê de Basileia, 1988). Pela Resolução 2.099, de 26 de agosto de 1994, foi exigido um índice de Basileia – capital sobre ativos ponderados pelos riscos – de 8%, tal como sugerido no acordo, mas posteriormente elevado para 11% (Resolução 2.399, de 25 de junho de 1997). A Resolução 2.682, de 21 de dezembro de 1999, introduziu um sistema de classificação das exposições de crédito em nove níveis, sendo cada nível de risco associado a um percentual de provisão.¹¹

Além disso, o governo procurou estimular o ingresso de instituições estrangeiras no setor bancário nacional. Legalmente, a entrada de bancos estrangeiros estava vedada pelo Artigo 192 da Constituição Federal de 1988. O Executivo, no entanto, passou a utilizar brechas da legislação (Artigo 52 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias) para reconhecer como de “interesse do governo brasileiro” o aumento da participação estrangeira no capital de instituições financeiras específicas (Exposição de Motivos 311/1995). Esperava-se maior competição no setor, maior eficiência e um aumento das operações de crédito. O setor bancário nacional não apenas mostrou-se capaz de concorrer com os estrangeiros no mercado doméstico, como também esses bancos rapidamente se adaptaram às condições internas, reproduzindo as mesmas práticas predominantes.¹²

Os bancos estaduais enfrentaram grave crise ao longo da primeira metade dos anos 1990, sobretudo em decorrência dos financiamentos concedidos aos estados e empresas estatais e, subsidiariamente, de uma acumulação de ativos não recuperáveis junto a empresas

¹¹ *Sobre a implementação do Acordo de Basileia no Brasil, ver Maia (2003), Prado e Monteiro Filha (2005), Mendonça (2006), Chianamea (2006), Gotschalki e Sodré (2006) e Cintra e Prates (2007).*

¹² *Para diferentes avaliações sobre os impactos da entrada dos bancos estrangeiros no mercado financeiro doméstico, ver Freitas (1999), Vidotto (2002), Carvalho et al. (2002), Belaisch (2003) e Fucidji e Vasconcelos (2003).*

privadas, os quais não foram compensados, seja por meio de capitalização, seja pelo direcionamento do crédito para operações de maior segurança e rentabilidade.¹³ A reestruturação dos bancos estaduais foi realizada mediante o Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (Proes – Circular 2.742, de 1997), pela qual o Banco Central definiu as instituições financeiras, sob controle dos estados, que poderiam solicitar o apoio financeiro e as condições de acesso aos recursos.

Dos bancos estaduais existentes em 1996, dez foram extintos, sete privatizados pelos governos estaduais, seis federalizados e, posteriormente, privatizados, cinco reestruturados com recursos do Proes e três não participaram. Foi ainda autorizada a instalação de 14 agências de desenvolvimento (que não aceitam depósito do público, portanto não são consideradas bancos).¹⁴ A Resolução CMN 2.347/1996 regulamentou as agências de fomento e estabeleceu operação limitada a repasse de recursos de instituições financeiras oficiais ou de fundos de natureza fiscal. As agências foram impelidas a manter com recursos próprios um fundo de liquidez que limitava a alavancagem a 71,5% do capital, sendo vedado o acesso à conta de reservas bancárias, ao redesconto de liquidez ou aos depósitos interfinanceiros. Após negociação entre o governo federal, os governos estaduais e a Associação Brasileira de Instituições Financeiras de Desenvolvimento (ABDE), realizada em 2001, as agências de fomento foram reconhecidas como instituições financeiras, o que lhes permitiu utilizar o instituto da alienação fiduciária em garantia, as cédulas de crédito industrial e comercial, bem como a cobrança de encargos nos empréstimos (antes limitado a 6% ao ano) [Pinto et al. (2007, p. 150)].

Por sua vez, as instituições financeiras públicas federais foram capitalizadas por meio da Medida Provisória 2.196, de 28 de junho de

¹³ *Esse diagnóstico era reconhecido pela equipe econômica, cf. Barros et al. (1998): “o problema dos bancos estaduais tem origem de natureza muito mais fiscal do que propriamente bancária, mas as suas dimensões não permitem outro tipo de solução”. Ver também Almeida (1998).*

¹⁴ *O custo do Proes foi estimado em US\$ 50,6 bilhões [Salviano Junior (2004)]. Os bancos dos Estados do Piauí, de Santa Catarina e de Brasília devem ser incorporados pelo Banco do Brasil (como ocorreu com a Nossa Caixa).*

2001, que instituiu o Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais, o qual procurou adequar os bancos públicos a uma forma de regulamentação bancária semelhante à dos bancos privados.¹⁵ O objetivo dessa legislação era refletir “padrões internacionais estabelecidos pelo Acordo de Basileia”, tornando-os “mais fortes, mais competitivos e, sobretudo, mais transparentes”. Alegava-se a necessidade de impor aos bancos públicos federais “a mesma disciplina a que estão submetidos os bancos privados”. A ênfase na lógica empresarial privada foi colocada no mesmo nível da suposta “missão” de cada instituição.

Essa breve retrospectiva das transformações no sistema financeiro brasileiro procurou explicitar seu fortalecimento institucional e, simultaneamente, sua incapacidade de fornecer os recursos necessários ao financiamento do desenvolvimento, em geral, e ao investimento produtivo, em particular [Goldfajn et al. (2003) e Cardim de Carvalho (2005b)].¹⁶ Como diagnosticado por diferentes estudos sobre a estrutura de capital das empresas não financeiras brasileiras, a participação dos empréstimos em reais no financiamento de médio e longo prazos persistiu bastante limitada. A contribuição do mercado de capitais brasileiro também permaneceu pouco expressiva. O autofinanciamento das corporações, por sua vez, ficou limitado pelo porte relativamente reduzido das empresas nacionais e pelo baixo grau de internacionalização [Puga e Nascimento (2008), Torres

¹⁵ Na verdade, o Banco do Brasil foi capitalizado em 1996, com a inadimplência do setor rural. Houve um aporte de capital mediante a emissão de novas ações no valor de R\$ 8 bilhões, sendo R\$ 6 bilhões do Tesouro Nacional e R\$ 2 bilhões da Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (Previ). As novas medidas implicaram uma emissão líquida de R\$ 29,8 bilhões em títulos de dívida pública federal. Para a reestruturação dos bancos federais, ver Vidotto (2005).

¹⁶ No auge do ciclo de crédito entre 2003 e 2008, houve uma expansão dos empréstimos para pessoas jurídicas com recursos livres. O crédito empresarial – suprido, fundamentalmente, pelas linhas de capital de giro (40% do total), de prazo relativamente longo (média de 441 dias) para os padrões brasileiros – viabilizou compras de matérias-primas, financiamento de vendas, mas também inversões menores, tais como aquisição de máquinas, equipamentos e instalações, em um contexto de aquecimento econômico que resultou em excesso de demanda sobre o BNDES. Essa ativação do crédito doméstico para as empresas esteve associada também com maiores dificuldades de acesso a fontes alternativas de financiamento privado no mercado de capitais doméstico e externo. Sobre as transformações no sistema financeiro brasileiro após o Plano Real e seus impactos no crédito, ver Freitas (2007), Barros e Miguel (2007), Cintra (2006) e Oliveira e Carvalho (2004). Para uma discussão sobre o mercado de capitais doméstico durante o ciclo expansivo, ver Biancareli (2007).

Filho et al. (2008), Jacob (2006) e Iedi (2005)]. A combinação desses fatores significou a existência de sérias restrições ao crescimento das empresas – que seriam *financially-constrained* –, limitadas pelas dificuldades de acesso a recursos financeiros [Crocco e Santos (2006, p. 50) e Fazzari et al. (1988)]. Não fosse pelo papel central desempenhado pelo setor público na mobilização e na alocação de recursos de poupança e investimento na economia brasileira, a situação seria evidentemente ainda mais grave.¹⁷

Nesse “modelo brasileiro”, houve diferentes associações entre participação estatal mediante instituições especializadas e sua influência por meio da regulação do crédito concedido pelos sistemas bancários público e privado. Em alguns momentos, ambas as formas de intervenção estiveram presentes – nos anos 1970 e 1980, por exemplo, em que até o Banco Central participou ativamente da regulação e do direcionamento do crédito. Essa última forma de intervenção tendeu a declinar, a partir do final dos anos 1980, resultando em menor ingerência dos governos na regulação das taxas de juros e no direcionamento do crédito por parte do sistema bancário e das aplicações dos fundos de investimento e das instituições não bancárias [Almeida (1998, p. 11)].

Persistiu o crédito dirigido associado com as exigibilidades sobre os depósitos bancários (depósito à vista e caderneta de poupança), com taxas de juros reguladas. As instituições financeiras deveriam alocar 25% dos depósitos à vista e 40% da poupança rural para o crédito rural. Em 2008, as taxas de juros nas operações de custeio e comercialização das safras agrícolas giravam em torno de 6,25% ao ano. Deveriam também emprestar 65% dos depósitos da caderneta de poupança para o financiamento habitacional.¹⁸ As taxas de juros são fixadas em, no máximo, 12% ao ano (mais variação da TR) e o prazo

¹⁷ Ver também Stallings e Studart (2006, p. 286): “o setor financeiro privado brasileiro continuou sendo uma fonte de financiamento relativamente pobre, tanto para as empresas como para as famílias. O financiamento de longo prazo e o acesso das pequenas e médias empresas eram escassos e a maior parte do financiamento provinha dos bancos públicos.”

¹⁸ De acordo com as determinações do Conselho Monetário Nacional (CMN), as instituições que não cumprirem as exigências do crédito imobiliário serão punidas com o recolhimento dos depósitos ao Banco Central com remuneração de 80% da variação da TR (2% ao ano), menor do que a remuneração dos correntistas (TR, mais 6% ao ano).

pode variar entre cinco e vinte anos. A Lei 10.735, de 11 de setembro de 2003, instituiu ainda as bases para as operações de microfinanças, determinando a obrigação de destinar no mínimo 2% dos depósitos à vista ao microcrédito, ou seja, empréstimos de até R\$ 500 para pessoas físicas e de até R\$ 1 mil para microempresas, com taxas de juros não superiores a 2% ao mês e prazo mínimo de pagamento de quatro meses.

Enfim, reduziu-se a regulação via preços ou, de forma mais geral, por meio da “administração de preços” das condições do crédito, de forma que a tendência tem sido a persistência da intervenção estatal pela ação das instituições especializadas e a separação das atividades de fomento dentro dos bancos oficiais, com funções comerciais (CEF, Banco do Brasil, BNB e Basa). Persistiu ainda o direcionamento de crédito em termos de prazo mais amplo e taxas de juros menores do que as praticadas no mercado, favorecendo determinados setores (industrial, agrícola e habitacional). O direcionamento não ocorre apenas entre instituições oficiais, mas também no segmento privado do sistema financeiro, induzido pela regulamentação, como no financiamento habitacional, em que ainda são predefinidos os prazos (longos) e as taxas (tanto de captação – depósitos de poupança – como de aplicação). O segmento de instituições especializadas do setor público foi alterado em termos das instituições existentes e suas funções com a extinção do BNH,¹⁹ do Banco Nacional de Crédito Cooperativo²⁰ e da maioria dos bancos estaduais (comerciais e de desenvolvimento).

O desequilíbrio patrimonial dos bancos estaduais afastou-os da possibilidade de apoiar o desenvolvimento local, de forma que o cami-

¹⁹ Em 1986, o SFH foi reestruturado pelo Decreto-Lei 2.291/1986, que extinguiu o BNH e distribuiu suas atribuições entre o Ministério de Desenvolvimento Urbano e Meio Ambiente (MDU), o CMN, o Banco Central e a CEF. Ao MDU, coube a formulação de propostas de política habitacional e de desenvolvimento urbano; ao CMN, as funções de órgão central do Sistema, orientando, disciplinando e controlando o SFH; ao Banco Central, foram transferidas as atividades de fiscalização das instituições que integravam o SFH e a elaboração de normas pertinentes aos depósitos de poupança; e à CEF, coube a administração do passivo, do ativo, do pessoal e dos bens móveis e imóveis do BNH, bem como a gestão do FGTS.

²⁰ O BNCC foi extinto pela Lei 8.029, de 12 de abril de 1990 (http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L8029cons.htm). Posteriormente, o Decreto 1.260, de 29 de setembro de 1994, outorgou poderes ao Banco do Brasil para administrar e cobrar os créditos bancários do BNCC (<http://www.planalto.gov.br/ccivil/decreto/1990-1994/D1260.htm>).

nho delineado para essas instituições foi um programa de ajuste, fechamento e privatização incentivado pelo Banco Central (Proes). Restaram, para apoio ao desenvolvimento regional, os bancos federais de desenvolvimento – Basa e BNB – e as agências de fomento, originadas no ajuste dos bancos estaduais. O crédito à agricultura e ao comércio exterior continuou sendo majoritariamente concedido pelo Banco do Brasil; o crédito à infraestrutura urbana, especialmente no tocante à política habitacional e de saneamento básico, pela Caixa Econômica Federal; o crédito para desenvolvimento tecnológico, pela Financiadora de Estudos e Projetos (Finep); e o crédito de longo prazo para apoio ao setor industrial, além de operações de mercado de capitais e exportações, pelo BNDES²¹ e suas subsidiárias, a Agência Especial de Financiamento Industrial (FINAME), a BNDES Participações S.A. (BNDESPAR) e o BNDES-*Exim*.

4. A Caracterização dos Principais Fundos de Poupança Compulsória

Os principais instrumentos de poupança compulsória existentes no país são o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), gerido pela CEF e destinado ao financiamento imobiliário e ao saneamento urbano; o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), gerido pelo BNDES, com destinação predominante ao investimento em máquinas e equipamentos industriais e em infraestrutura econômica; os fundos constitucionais de financiamento, voltados para o desenvolvimento regional (o Fundo Constitucional do Nordeste, administrado pelo BNB, o Fundo Constitucional da Amazônia, gerido pelo Basa, e o Fundo Constitucional do Centro-Oeste, administrado pelo Banco do Brasil). Contribuem de forma significativa para o financiamento de setores e atividades geradores de emprego e bem-estar so-

²¹ Essa inclusão do termo “Social” foi motivada pela incumbência de administrar os recursos do Fundo de Investimento Social (Finsocial), destinados à aplicação em projetos definidos pelo presidente da República. O Finsocial consistia na arrecadação de contribuição social de 0,5% sobre a receita bruta de empresas que efetuassem a venda de mercadorias, bem como de instituições financeiras e seguradoras. No entanto, apenas uma pequena parcela desses recursos foi efetivamente destinada ao BNDES [Bernardino (2005, p. 59)].

cial. São, portanto, instrumentos públicos de fomento ao desenvolvimento econômico e social.

O *Fundo de Garantia do Tempo de Serviço* é um fundo contábil, de natureza financeira e privada, formado pelo conjunto de contas vinculadas e individuais, abertas pelos empregadores em nome de seus empregados (8% sobre a folha de salário), sob gestão pública.²² Os recursos somente podem ser utilizados pelos empregados em situações específicas, como aquisição de casa própria, falecimento etc. Os recursos em nome dos trabalhadores depositados nas contas vinculadas são remunerados com juros de 3% ao ano, mais a inflação mensal (Taxa Referencial – TR).²³ Enquanto não sacados, os recursos são destinados a lastrear financiamentos aos estados e municípios para obras de infraestrutura urbana e empréstimos hipotecários a famílias de baixa renda. Dessa forma, o FGTS constitui uma fonte de poupança compulsória para financiar investimentos em habitação popular, saneamento básico e infraestrutura urbana. Essa característica justifica a tese de que o fundo deve remunerar os depósitos com juros reais, mas compatíveis com a destinação dos recursos para áreas e atividades não atendidas pela iniciativa privada, gerando empregos e bens de valor social.

No final dos anos 1980, emergiu um conjunto de iniciativas desencadeadas pelo Congresso Nacional que visava reformular o FGTS. Nesse processo, foram adotadas três medidas. A primeira instituiu o Conselho Curador do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (CC/FGTS), como instância central na gestão do fundo. Essa competên-

²² *Têm direito ao FGTS os trabalhadores urbanos e rurais, regidos pela Consolidação das Leis do Trabalho (CLT), e os trabalhadores avulsos. A regulamentação do contrato de trabalho por tempo determinado (Lei 9.601, de 21 de janeiro de 1998) estabeleceu o recolhimento de FGTS de 2%, sem a multa de 40%, facultando-se ao empregador a realização de depósitos bancários adicionais para os empregados. A Lei 10.208, de 23 de março de 2001, facultou a inclusão de empregado doméstico no sistema FGTS, de acordo com a vontade do empregador.*

²³ *A correção monetária do FGTS foi trimestral até 1969, semestral de 1969 a 1972, anual entre 1972 e 1975, trimestral de 1975 a 1989 e, finalmente, mensal a partir de 1989. A Lei 8.177, de 1º de março de 1991, estabeleceu que o parâmetro de atualização dos saldos da caderneta de poupança seria a taxa referencial (TR), que também passou a corrigir os saldos das contas individuais do FGTS [Dieese (2007, p. 9)]. A TR é calculada com base na rentabilidade média dos CDB/RDB de prazo de 30 a 35 dias corridos, emitidos por uma amostra composta pelas trinta instituições financeiras com maior volume de captação desses papéis.*

cia estava prevista na lei que instituiu o FGTS, mas nunca havia sido implementada. A segunda determinou a centralização, na CEF, da arrecadação de recursos do FGTS²⁴ antes dispersos na rede bancária privada. A terceira, a Lei 7.839/1989 (regulamentada pelo Decreto 98.813, de 10 de janeiro de 1990), definiu o novo marco legal do FGTS. Pelos novos dispositivos, a gestão do FGTS passou a ser efetuada pela CEF, de acordo com as normas gerais e planejamento elaborado pelo Conselho Curador do Fundo.²⁵ Eles também definiram as competências do Conselho Curador do FGTS e da CEF, como órgão gestor. Da mesma forma, foram estabelecidos os critérios para as aplicações de recursos do FGTS.

A CEF, como agente gestor e operador do FGTS, centraliza os recursos, regulamenta as rotinas administrativas e operacionais junto aos agentes financeiros e tomadores de recursos, analisa projetos, concede créditos, formaliza convênios e contratos e fornece relatórios gerenciais ao Conselho Curador. Os riscos das operações de crédito com os mutuários são integralmente assumidos pela CEF-agente operador. Isto é, o FGTS não pode incorrer em perdas patrimoniais decorrentes da inadimplência de qualquer operação de crédito. A Lei 8.036/1990, que define as diretrizes básicas das aplicações (operações de crédito), protege o FGTS deste tipo de descapitalização. Para a CEF, os recursos do FGTS constituem um elemento importante de seu *funding*.

A despeito dessas iniciativas, a partir de meados dos anos 1990 as possibilidades de utilização de recursos do FGTS para aplicações nos setores de habitação e saneamento têm sido limitadas por uma

²⁴ Essas medidas foram introduzidas pelo Decreto-Lei 2.408, de 5 de janeiro de 1988. Posteriormente, a Medida Provisória 90, de 26 de setembro de 1989, fixou prazo para a transferência, pelos bancos privados em favor da CEF, dos recursos depositados em conta do FGTS. Segundo o art. 1º, “os depósitos feitos na rede bancária, a partir de 1º de outubro de 1989, relativos ao FGTS (Lei 5.107, de 13 de setembro de 1966, art. 2º), serão transferidos à CEF no 2º (segundo) dia útil subsequente à data em que tenham sido efetuados”. A partir desse momento, os serviços prestados pela rede privada na arrecadação dos depósitos do FGTS passaram a ser remunerados segundo critérios estabelecidos pelo CMN (art. 2º).

²⁵ Conselho integrado por três representantes da categoria dos trabalhadores, três representantes da categoria dos empregadores e um representante de cada uma das seguintes entidades: Ministério da Fazenda, Ministério do Interior, Ministério do Trabalho, Seplan-PR, CEF e Banco Central do Brasil. A presidência do CC/FGTS é exercida pelo representante do Ministério do Trabalho.

série de restrições decorrentes da condução da política macroeconômica. Algumas resoluções do Senado Federal e do Conselho Monetário Nacional (CMN) restringiram o gasto público, tendo em vista a necessidade de atender às metas de superávit primário.²⁶ Na mesma perspectiva, se colocaram o Programa de Apoio à Reestruturação e ao Ajuste Fiscal dos Estados (Proes, 1997), a Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar 101, de 4 de maio de 2000) e a Lei de Crimes Fiscais (Lei 10.028, de 19 de outubro de 2000). Houve ainda a limitação das possibilidades das entidades financeiras públicas de concederem financiamentos a órgãos do setor público.

As operações de crédito ao setor público ofertadas pela CEF (e demais instituições do sistema financeiro nacional) foram limitadas a 45% do seu patrimônio líquido. Isso significou o afastamento do setor público – administração direta e indireta federal, bem como de estados e municípios – do sistema de crédito doméstico. Assim, os bancos públicos se encontravam proibidos de emprestar aos controladores, embora o fizessem indiretamente pelo carregamento da dívida mobiliária federal [Vidotto (2005)].

Além do contingenciamento do crédito ao setor público, as políticas habitacionais ficaram sujeitas à fragmentação, à descontinuidade e à desarticulação nas três esferas de governo, com pulverização de recursos entre diversos programas – cenário agravado por problemas de gestão das Companhias de Habitação (Cohab), que levaram muitas a serem extintas ou reestruturadas em secretarias ou departamentos. Assim, critérios conservadores na análise de risco de crédito (em face do elevado risco das Cohab e da baixa capacidade de pagamento dos mutuários) e uma restrita política de subsídios para compatibilizar o custo do imóvel à capacidade de renda da população mais pobre resultaram em queda dos financiamentos com recursos do FGTS, dificultando a expansão dos investimentos em moradia popu-

²⁶ Em termos objetivos, esses limites foram fixados pela Resolução 78, de 1º de julho de 1998, do Senado Federal, e pela Resolução 2.653, de 23 de setembro de 1999, do CMN, posteriormente alterados pelas Resoluções do CMN 2.668/1999, 2.727/2000 e 2.748/2000. As Resoluções do CMN 2.461, de 26 de dezembro de 1997, e 2.521, de 8 de julho de 1998, com vistas ao combate do déficit público, estabeleceram um limite de R\$ 800 milhões para os desembolsos anuais com recursos do FGTS, para as operações contratadas pela CEF após 12 de novembro de 1997.

lar. Entre as Companhias Estaduais de Saneamento Básico (Cesb), principais agentes de implementação da política de saneamento, prevaleceu, com raras exceções, uma débil governança corporativa: precária transparência contábil e gerencial, com cronogramas financeiros e físicos deficientes, elevado endividamento e perdas operacionais altíssimas.²⁷ Ausência de capacidade técnica de preparação e apresentação de projetos financiados com recursos onerosos (mesmo com juros baixos como o FGTS). A complexidade desse cenário aumenta ainda mais quando se considera a baixa capacidade de pagamento das tarifas dos usuários mais pobres. De um lado, compromete a geração interna de recursos e, portanto, de expansão das redes. De outro lado, requer transferências dos tesouros estaduais e municipais, dificultando o controle social sobre o desempenho e as aplicações das concessionárias.²⁸

Em suma, o baixo desempenho gerencial e econômico-financeiro das Cesb, com elevado endividamento e a falta de transparência em relação aos usuários e ao poder concedente, resultou em uma desorganização do sistema de articulação dos interesses do setor de saneamento e queda nos financiamentos concedidos, inviabilizando a expansão setorial. Dessa forma, o nível de contratações tem estado muito abaixo do programado, sobrando recursos do FGTS, na medida em que grande parte dos municípios e estados brasileiros não dispõe de capacidade de endividamento (e/ou gerencial) e, portanto, não acessa os recursos do FGTS, configurando uma situação paradoxal, na qual existiam recursos disponíveis no FGTS e faltavam to-

²⁷ Segundo o Ministério das Cidades (2006, p. 104-105): “o valor médio das perdas de faturamento para todo o conjunto de prestadores de serviços presentes no Sistema Nacional de Informações sobre Saneamento (SNIS) foi de 39%. (...) nove prestadores apresentaram índices superiores a 50% (Roraima, Rondônia, Amapá, Amazonas, Acre, Maranhão, Alagoas, Pernambuco e Rio de Janeiro)”.

²⁸ Salienta-se que os gestores do FGTS estão desenhando um novo modelo de operação, visando assegurar a expansão dos serviços de água e esgoto. O programa prevê a participação do FGTS não apenas como agente financiador, mas também como investidor direto nas companhias estaduais, seja com participação minoritária no capital, seja por meio de outros instrumentos de mercado, como a aquisição de debêntures, de certificados de recebíveis imobiliários, de direitos creditórios etc. Esses últimos seriam destinados às companhias com estrutura de capital, governança corporativa e gestão operacional adequados. A aquisição de participações acionárias seria voltada para as empresas com precários níveis de receita, de gestão operacional e de governança corporativa. A recapitalização estaria condicionada à implementação de um plano de reestruturação e de regras de gestão (Valor Setorial, Saneamento, dezembro de 2008, São Paulo).

madores de empréstimos.²⁹ Em 2006, o patrimônio líquido do fundo, após grandes oscilações na segunda metade da década de 1990, alcançou R\$ 21,8 bilhões.

O *Fundo de Amparo ao Trabalhador*, por sua vez, consolidou as contribuições provenientes do Programa de Integração Social (PIS)³⁰ e do Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (Pasep),³¹ alterando significativamente o propósito das referidas contribuições sociais (Constituição Federal, em 5 de outubro de 1988, art. 239). Passou a constituir um fundo especial, de natureza contábil-financeira, vinculado ao Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), destinado ao custeio do Programa do Seguro-Desemprego, do Abono Salarial³² e pelo menos 40% ao financiamento de programas de desenvolvimento econômico a cargo do BNDES, sem prazo definido para o retorno do principal. Dada essa característica, o retorno dos projetos passou a realimentar os novos desembolsos, tornando-se o principal *funding* do BNDES.

A Lei 7.998, de 11 de janeiro de 1990, que regulamentou o FAT, instituiu também o Conselho Deliberativo do Fundo de Amparo ao Trabalhador (Codefat), órgão colegiado, de caráter tripartite e paritário, composto de representantes dos trabalhadores, dos empregadores e do governo, como gestor do fundo.³³ Entre as funções mais importantes do órgão, estão as de elaborar diretrizes para programas e alocação de recursos, de acompanhar e avaliar seu impacto social e de propor o aperfeiçoamento da legislação referente às políticas públicas de emprego e renda, bem como de fiscalização da administração do FAT.

²⁹ Para uma discussão do desempenho das principais contas e dos programas do FGTS (1995-2006), ver Cintra (2007b) e Carvalho e Pinheiro (2000).

³⁰ Criado por meio da Lei Complementar 7, de 7 de setembro de 1970.

³¹ Instituído pela Lei Complementar 8, de 3 de dezembro de 1970.

³² De acordo com a Lei 7.998, de 11 de janeiro de 1990, tem direito ao abono salarial (um salário mínimo) o trabalhador que esteja cadastrado no PIS há pelo menos cinco anos (desde 2001); tenha recebido a média de até dois salários mínimos mensais no ano anterior; tenha trabalhado pelo menos 30 dias com registro no ano anterior; tenha os dados informados pelo empregador na Relação Anual de Informações Sociais (Rais).

³³ A presidência do Codefat é rotativa entre os representantes do governo, empresários e trabalhadores, mudando a cada dois anos. O Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) exerce a Secretaria-Executiva. O governo é representado pelo MTE, pelo Ministério da Previdência Social, pelo BNDES e pelo Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento.

A partir da década de 1990, o FAT acabou se transformando no “núcleo organizador das políticas de emprego” implementadas no país. Apesar da insuficiência dos programas e do desempenho do mercado de trabalho, a magnitude do *funding* possibilitou a gestação de um modelo integrado de políticas públicas para o mercado de trabalho, visando ao amparo do trabalhador mediante os programas de seguro-desemprego, formação profissional, intermediação de mão-de-obra, garantias de renda, geração de emprego urbano e rural etc. As principais ações de emprego financiadas com recursos do FAT foram estruturadas em torno de dois programas: o Programa do Seguro-Desemprego (com as ações de pagamento do benefício do seguro-desemprego, que promove a assistência financeira temporária ao trabalhador desempregado, em virtude de dispensa sem justa causa; de qualificação e requalificação profissional e de orientação e intermediação de mão de obra) e os Programas de Geração de Emprego e Renda (com a execução de programas de estímulo à geração de empregos e fortalecimento de micro e pequenos empreendimentos, cooperativas e associações de trabalhadores, profissionais liberais), cujos recursos são alocados por meio dos depósitos especiais, criados pela Lei 8.352, de 28 de dezembro de 1991.³⁴

Como sugerido, para o BNDES é destinado pelo menos 40% do FAT ao financiamento de programas de desenvolvimento econômico, complementados por aplicações das disponibilidades financeiras, sob a forma de depósitos especiais. Esses recursos têm sido utilizados para financiar programas específicos, aprovados pelo Codefat, com base em proposta elaborada pelo BNDES, em consonância com critérios gerais estabelecidos pelo referido conselho. Dessa forma, os recursos do FAT no Sistema BNDES somam o saldo de recursos ordinários (correspondente aos 40%) e o de depósitos especiais. Os recursos ordinários são remunerados pela Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP).³⁵ Conforme a Resolução 320, emitida pelo Codefat, em 29 de abril de 2003, uma parcela de até 50% dos recursos ordi-

³⁴ Os depósitos especiais são efetuados nas instituições federais (Banco do Brasil, BNB, Basa, CEF e BNDES) e na Financiadora de Estudos e Projetos (Finep), que funcionam como agentes financeiros dos programas.

³⁵ A TJLP, definida como o custo básico dos financiamentos concedidos pelo BNDES, tem período de vigência de um trimestre-calendário. É calculada de acordo com os seguintes parâmetros: 1 – meta de inflação calculada pro rata para os 12 meses seguintes ao primeiro mês

nários do FAT pode ser utilizada para financiamento a empreendimentos e projetos visando à produção e à comercialização de bens com reconhecida inserção internacional. Para essa parcela de recursos, que integrarão o programa FAT – Cambial, bem como os saldos devedores dos financiamentos com eles concedidos, seu contravalor em reais será determinado com base na taxa do dólar americano e remunerado pela Libor (London Interbank Offered Rate – Taxa Interbancária de Oferta no Mercado de Londres). Semestralmente, nos meses de janeiro e julho, o BNDES transfere ao FAT o valor correspondente à remuneração dos recursos ordinários, relativos à TJLP e à Libor, sendo a variação da TJLP limitada a 6% ao ano. A diferença entre a TJLP e o limite de 6% ao ano é capitalizada no saldo devedor.

Os depósitos especiais do FAT são remunerados pela TJLP a partir da liberação dos empréstimos aos beneficiários finais. Os recursos ainda não utilizados são remunerados pelos mesmos critérios aplicados às disponibilidades de caixa do Tesouro Nacional (taxa Selic – Sistema Especial de Liquidação e de Custódia). A Resolução 439/2005, do Codefat, de 2 junho de 2005, alterou a forma de reembolso dos recursos alocados em depósitos especiais ao FAT. Desde então, passou a existir o Reembolso Automático apurado e devido mensalmente por programa ou linha de crédito (modificada pela Resolução 489, de 28 de abril de 2006).³⁶

Em 2006, o patrimônio do FAT atingiu R\$ 129,6 bilhões. A maior parte desses recursos estava concentrada no BNDES. O estoque de empréstimos constitucionais concedidos ao Banco para o financiamento de programas de desenvolvimento econômico somava R\$ 72,8 bilhões, representando 56,1% do total. Já o volume de aplicações em depósitos especiais nas instituições financeiras federais totalizava R\$ 48,5 bilhões, representando 37,4% do seu patrimônio, sendo R\$ 25,1 bilhões geridos pelo BNDES, R\$ 18,2 bilhões pelo Banco do Brasil e R\$ 3,7 bilhões pela CEF.

de vigência da taxa, inclusive, baseada nas metas anuais fixadas pelo CMN; II – prêmio de risco. Entre julho de 2007 e dezembro de 2008, o CMN manteve a TJLP em 6,25% ao ano.

³⁶ *Para um panorama do desempenho das principais contas e dos programas do FAT (1995-2006), ver Prochnik e Machado (2008), Cintra (2007b), Machado (2006) e Prochnik (1995).*

Finalmente, os fundos constitucionais de desenvolvimento regional – *Fundos Constitucionais de Financiamento do Norte (FNO)*, *do Nordeste (FNE)* e *do Centro-Oeste (FCO)* – foram criados pela Constituição de 1988 (artigo 159, inciso I, alínea “c” e artigo 34 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias), que assegurou 3% da arrecadação do Imposto sobre Renda e proventos de qualquer natureza (IR) e do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) para aplicação em programas de financiamento aos setores produtivos destas regiões. A Lei 7.827, de 27 de setembro de 1989, fixou as normas e os critérios de rateio dos recursos: 0,6% para o FNO, 0,6% para o FCO e 1,8% para o FNE (pelo menos metade dos recursos sendo destinada para o semiárido).³⁷ Fixou também que a administração de cada um dos fundos seria distinta e autônoma. Cada fundo teria contabilidade própria, valendo-se do sistema contábil da respectiva instituição financeira federal de caráter regional, no qual deverão ser criados e mantidos subtítulos específicos para esta finalidade, com apuração de resultados (artigo 18). As instituições financeiras federais de caráter regional deverão publicar semestralmente os balanços dos respectivos fundos, devidamente auditados (artigo 19). Relatórios semestrais sobre as atividades desenvolvidas e os resultados obtidos serão apresentados ao Conselho Deliberativo da superintendência de desenvolvimento de sua respectiva região (artigo 20). Os relatórios de gestão dos Fundos Constitucionais de Financiamento (FCO, FNO, FNE) são remetidos ao Ministério da Integração Nacional e à Controladoria Geral da União.

Os Fundos Constitucionais de Financiamento podem financiar produtores e empresas, pessoas físicas e jurídicas, além de associações e cooperativas de produção que desenvolvam atividades produtivas nos setores agropecuário, mineral, industrial e agroindustrial das Regiões Norte, Nordeste e Centro-Oeste. Os empreendimentos comerciais e de serviços podem ser financiados até o limite de 10%

³⁷ Além dos 3% provenientes da arrecadação do IR e do IPI, os fundos constitucionais de financiamento possuem como fontes de recursos: “II – os retornos e resultados de suas aplicações; III – o resultado da remuneração dos recursos momentaneamente não aplicados, calculado com base em indexador oficial; IV – contribuições, doações, financiamentos e recursos de outras origens, concedidos por entidades de direito público ou privado, nacionais ou estrangeiras; V – dotações orçamentárias ou outros recursos previstos em lei” (Lei 7.827/1989, artigo 6).

dos recursos previstos, em cada ano, para os respectivos fundos (Lei 10.177, de 12 de janeiro de 2001). Empreendimentos de infraestrutura econômica, inclusive os de iniciativa de empresas públicas não dependentes de transferências financeiras do Poder Público, também podem ser financiados, tais como energia, telecomunicações, transporte, abastecimento de água, produção de gás, instalação de gasodutos e esgotamento sanitário (Lei Complementar 124/125, de 3 de janeiro de 2007).

Para fins de enquadramento nos programas, os beneficiários (produtores rurais, firmas individuais, pessoas jurídicas e associações e cooperativas de produção) são classificados segundo o porte de acordo com seu setor de atividade. Com base nessa classificação e na tipologia da região (se baixa renda, estagnada de média renda, dinâmica de média e baixa renda ou de alta renda) estabelecida pela Política Nacional de Desenvolvimento Regional, a Secretaria de Desenvolvimento Regional do Ministério da Integração Nacional define limites de financiamento, destinando mais recursos para as áreas de menor renda, de menor dinamismo e de menor porte do beneficiário.

A gestão dos recursos do FNO foi atribuída ao Banco da Amazônia (Basa), sob a supervisão do Conselho Deliberativo da Superintendência de Desenvolvimento da Amazônia (Sudam); do FNE, ao Banco do Nordeste do Brasil (BNB), sob a supervisão do Conselho Deliberativo da Superintendência de Desenvolvimento do Nordeste (Sudene); e do FCO, ao Banco do Brasil, à falta de um banco federal dedicado a essa região, sob supervisão do Conselho Deliberativo do Fundo Constitucional de Financiamento do Centro-Oeste (artigos 13 e 16). Posteriormente, a Lei 10.177, de 12 de janeiro de 2001, introduziu o Ministério da Integração Nacional na gestão dos Fundos Constitucionais.

Originalmente, os riscos das operações eram assumidos pelos bancos gestores. Todavia, a elevada taxa de inadimplência dos empréstimos lastreados nos recursos dos fundos, constatada pelas inspeções do Banco Central do final da década de 1990, levou a uma redistribuição dos riscos [Freitas (2005, p. 43)]. A Lei 10.177/2001, artigo 6, estabeleceu o risco compartilhado das operações (50% para as instituições financeiras gestoras e 50% para os fundos). Ademais, a

Medida Provisória 2.155, de 22 de junho de 2001, que instituiu o Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais (e criou a Empresa Gestora de Ativos – Emgea), atribuiu aos fundos os riscos de todas as operações realizadas até 30 de novembro de 1998 (artigo 13). O artigo 14 possibilitou a alternativa de os recursos dos fundos serem repassados aos bancos administradores, para que realizassem empréstimos em nome próprio, com seu risco exclusivo, embora sempre se pautando pelas regras e orientações da legislação (Lei 7.827/1989 e Lei 10.177/2001). O *del credere*, no entanto, passa de 3% ao ano (Lei 10.177/2001, artigo 1º, § 2º), quando o risco é compartilhado, para 6% ao ano. Nesse caso, não há pagamento de taxa de administração ao banco gestor.³⁸ Os recursos não estão sujeitos, por definição legal, a injunções de políticas conjunturais de contingenciamento de crédito, tendo em vista a conveniência e a necessidade de assegurar a continuidade das inversões de desenvolvimento regional. Em 2006, o patrimônio líquido dos fundos constitucionais era o seguinte: FNE, R\$ 19,8 bilhões; FNO, R\$ 6,6 bilhões; FCO, R\$ 7,6 bilhões.³⁹

5. O Debate e a Crítica aos Mecanismos de Crédito Dirigido e de Poupança Compulsória

Há um amplo debate em torno do papel desempenhado pelo crédito dirigido e pelos fundos de poupança compulsória no país. Estudos do Banco Central, por exemplo, responsabilizam as linhas de crédito dirigido para a habitação e a agricultura com taxas diferenciadas

³⁸ *Pela gestão operacional dos recursos, as instituições financeiras tinham assegurado uma taxa de administração de 2% sobre o patrimônio líquido do fundo respectivo e apropriada mensalmente (Lei 7.827/1989, artigo 17). Como o patrimônio dos fundos cresceu, a sistemática de cálculo e apropriação da taxa de administração foi modificada de 2% para 3% do patrimônio líquido, a partir de 1995 (Lei 9.126, de 10 de novembro de 1995), mas limitada a 20% dos repasses efetuados pela Secretaria do Tesouro Nacional, a partir da Medida Provisória 2.199-14, de 24 de agosto de 2001 (artigo 13).*

³⁹ *Para um panorama dos fluxos e estoque dos fundos constitucionais (1995-2006), ver Cintra (2008), Deos (2007), Almeida et al. (2006), Matos (2006a e 2006b) e Carvalho (2002).*

pelos elevados patamares de juros predominantes na economia brasileira e por ineficiências alocativas de recursos. O argumento central pode ser resumido da seguinte forma: como o crédito direcionado apresenta taxa de juros menor, os bancos teriam de compensar esta “perda relativa”, onerando o crédito livre. Assim, uma parcela relevante do *spread* dos empréstimos bancários desse segmento seria explicada pela existência de operações obrigatórias – “efetuadas com taxas de juros inferiores à taxa de equilíbrio” –, que implicariam perdas, as quais deveriam ser recompostas por meio de maiores taxas de juros nas operações da carteira livre, em que os bancos têm capacidade de formar preços. Segundo Costa e Nakane (2005, p. 41): “a componente de subsídio cruzado responde, em 2001, por 7,57% do *spread* das operações livres (créditos não direcionados), dos quais 5,02% são relativos às operações obrigatórias de crédito imobiliário e 2,55% são referentes às operações com crédito rural obrigatório”.⁴⁰

Para Arida (2005, p. 208), haveria “quatro áreas em que se pode buscar mais eficiência nos mecanismos compulsórios: governança, gestão estatal, precificação e eliminação de distorções alocativas”. Resumidamente, tais fundos, sobretudo os maiores, FAT e FGTS, são administrados por conselhos curadores tripartites, compostos por representantes dos trabalhadores, dos empregadores e do governo. “A composição desses conselhos, de inspiração getulista, deveria ser modificada” [Arida (2005, p. 208)]. Os recursos são geridos por instituições financeiras controladas pela União,

mas o sistema poderia ser aprimorado se assegurasse ao trabalhador liberdade para escolher o administrador de seu FGTS e instituisse leilões em que instituições financeiras privadas competiriam pela aplicação dos recursos do FAT ou do FGTS em setores ou atividades pré-selecionados. Essas modificações atenuariam os efeitos do monopólio exercido pela CEF e pelo BNDES e reduziriam o escopo de pressão dos grupos de interesse [Arida (2005, p. 209)].

⁴⁰ Em 10 de novembro de 2004, o presidente do Banco Central, Henrique Meirelles, reproduziu esses mesmos argumentos em uma apresentação no Conselho de Desenvolvimento Econômico e Social, sugerindo que a existência de taxas de juros diferenciadas nos créditos direcionados limitava a operacionalidade da política monetária.

Sobre a precificação, afirma:

Não temos hoje coerência nos custos de financiamentos de longo prazo lastreados pelos mecanismos compulsórios. Dois empréstimos de mesmo prazo feitos pelo BNDES e pela CEF para tomadores de risco de crédito estritamente equivalentes têm custos diferentes, mesmo que o ganho no bem-estar da sociedade deles resultante seja o mesmo. É que um desses empréstimos é regido pela TJLP e o outro pela TR, e não há regra que compatibilize os dois índices. Além da falta de coerência, ambos os índices têm sido fixados em valores inferiores ao custo de oportunidade dos recursos [Arida (2005, p. 209-210)].

Por conseguinte,

a poupança dos trabalhadores depositada no FGTS tem rendido menos que uma aplicação financeira de risco equivalente, prejudicando os trabalhadores em benefício dos tomadores de empréstimos da CEF. De outro, o custo dos empréstimos concedidos tanto pelo BNDES como pela CEF tem sido sistematicamente inferior à taxa Selic ou ao custo do dinheiro no curtíssimo prazo. Isso reduz a potência da política monetária em comparação com uma situação alternativa, em que a taxa Selic afetasse também os créditos oriundos da CEF e do BNDES. Como consequência, a taxa Selic necessária para viabilizar uma determinada meta inflacionária tem de ser maior do que seria se os créditos da CEF e do BNDES tivessem seu preço fixado de forma não subsidiada [Arida (2005, p. 210)].⁴¹

Diante desse diagnóstico, o autor propõe modificar o cálculo da TJLP para precificar os empréstimos oriundos do FAT e do FGTS. A TJLP seria determinada “de acordo com o sinal enviado pelo mercado sobre a taxa de juros de longo prazo em reais vigente em títulos do Tesouro Nacional” [Arida (2005, p. 211)], por exemplo, a rentabilidade dos títulos longos indexados ao Índice Geral de Preços de Mercado (IGP-M), calculado pela Fundação Getulio Vargas,⁴² emitidos pelo Tesouro. Assim, a TJLP passaria a se

⁴¹ Nesse aspecto, retoma os argumentos dos estudos do Banco Central para o crédito dirigido aos setores imobiliário e agrícola e as repercussões na política monetária.

⁴² O IGP-M/FGV analisa as mesmas variações de preços consideradas no IGP-DI/FGV, ou seja, o Índice de Preços por Atacado (IPA), que tem peso de 60% do índice, o Índice de Pre-

comportar de fato como uma taxa de longo prazo, refletindo a credibilidade do Banco Central e a confiança dos investidores na qualidade do crédito do Tesouro Nacional. Tanto a independência do Banco Central quanto reduções da dívida do Tesouro como proporções do Produto Interno Bruto (PIB) reduziriam a TJLP. Variações na taxa Selic, por sua vez, provocariam variações na TJLP, de acordo com o efeito que causassem na estrutura a termo da taxa de juros. O *spread* de um empréstimo de longo prazo feito pelo BNDES ou pela CEF refletiria o risco do tomador em relação ao risco do Tesouro. A proposta também é coerente com o aval concedido pelo Tesouro aos depósitos do FGTS: a remuneração do trabalhador se tornaria idêntica àquela que ele obteria se adquirisse um título de longo prazo emitido pelo Tesouro [Arida (2005, p. 212)].

Arida (2005, p. 213) sugere ainda

zerar a alíquota do PIS, de imediato ou conforme um cronograma previamente anunciado. Isso equivaleria a uma redução da carga fiscal sem perda da capacidade de custear as despesas da União. O efeito da proposta seria apenas fazer cessar novos aportes de recursos para o FAT, passando sua evolução patrimonial a depender da balança entre gastos e retornos dos depósitos anteriormente feitos no BNDES.

Isso tenderia a reduzir as distorções alocativas causadas pelos mecanismos de financiamento compulsório (no caso do FGTS, a remuneração dos depósitos pela TJLP tenderia a reduzir a informalidade no mercado de trabalho). Com isso, haveria uma redução da carga tributária; da taxa Selic necessária ao cumprimento de uma determinada meta inflacionária; equalizariam os custos dos empréstimos do BNDES e da CEF; e aumentaria a eficiência da alocação de empréstimos de longo prazo [Arida (2005, p. 213-214)].

O próprio autor, no entanto, expressa preocupações com eventuais repercussões de suas propostas sobre os novos investimentos.

ços ao Consumidor (IPC), que tem peso de 30% e o Índice Nacional de Custo de Construção (INCC), representando 10% do IGP-M. O que difere o IGP-M/FGV e o IGP-DI/FGV é que as variações de preços consideradas pelo IGP-M/FGV referem-se ao período do dia vinte e um do mês anterior ao dia vinte do mês de referência e o IGP-DI/FGV refere-se a período do dia um ao dia trinta do mês em referência.

Na ótica estrita dos que se beneficiam do atual sistema, o efeito é negativo, pois as propostas reduziriam o montante dos recursos à disposição do BNDES e aumentariam o custo de novos empréstimos tanto da CEF como do BNDES. Em compensação, as propostas reduziriam a taxa de juros de curto prazo, aumentariam a eficiência da economia e fariam crescer a formação de capital lastreada nos mecanismos voluntários de poupança [Arida (2005, p. 214)].

Assim, para esses autores – Costa e Nakane (2005), Costa e Lundberg (2004) e Arida (2005) –, as instituições financeiras públicas especializadas (BNDES, CEF, BB, BNB e Basa), em vez de contribuir, inibem o desenvolvimento do mercado de crédito doméstico de longo prazo e, conseqüentemente, o dinamismo da economia nacional. Advoga-se, então, a extinção dos mecanismos de crédito direcionado e de poupança compulsória, sem indicar suas possíveis conseqüências.

Na ausência desses instrumentos, acredita-se que o mercado imediatamente responderá, atendendo plena e satisfatoriamente a demanda que estava insatisfeita. Como a quase totalidade do crédito direcionado é satisfeita por bancos públicos, há também, implícita ou explicitamente, a ideia de que essas instituições deixariam, de alguma forma, de cumprir esse papel ou seriam simplesmente eliminadas [Torres Filho (2006, p. 45)].

De todo modo, a introdução da TJLP/IGP-M, sugerida por Arida (2005), constituindo uma estrutura a termo de taxa de juros, formada pelo mercado privado doméstico, possibilitaria o fim do monopólio das instituições financeiras públicas sobre o acesso direto aos recursos de poupança compulsória, vale dizer, a privatização do gerenciamento dos recursos do FAT, FGTS e, no limite, dos fundos constitucionais. Uma vez que deixariam de existir “subsídios” nos novos contratos, não haveria mais razões para que os bancos privados não pudessem disputar com o BNDES, a CEF, o BB, o BNB e o Basa a gestão das novas aplicações dos recursos “em setores ou atividades pré-selecionadas”. O procedimento sugerido para administrar a concorrência entre os vários agentes – públicos e privados – seria a rea-

lização de leilões, sem indicações claras sobre sua operacionalidade [Torres Filho (2005, p. 34)].

A implementação da proposta de Arida (2005) resultaria em impactos amplos e imediatos sobre as instituições financeiras públicas, sobretudo no BNDES e na CEF. Essas instituições perderiam parcela importante de suas fontes de recursos.

A redução a zero da alíquota do PIS sustaria, de forma permanente, a entrada de recursos da principal fonte do BNDES. O aporte do FAT Constitucional sempre foi importante para o Banco por dois motivos. É uma fonte estável e garantida de recursos, que historicamente vem mantendo um volume de entradas superior ao de pagamentos. Ademais, o FAT Constitucional é a principal *fonte permanente* do Banco, ou seja, corresponde a um quase-capital, na medida em que não há previsão de amortizações ordinárias [Torres Filho (2005, p. 35, grifo no original)].

Da mesma forma, as transformações sugeridas na remuneração do FGTS tenderiam a eliminar a capacidade da CEF de usar um instrumento de incentivo ao investimento em infraestrutura urbana e habitação popular e à alocação diferenciada de recursos de longo prazo.

Ademais, não há qualquer indicação na proposta sobre o financiamento das obrigações correntes do seguro-desemprego e do abono salarial, incluídas entre as atribuídas ao FAT. Se essas atribuições forem mantidas, “o Fundo e o BNDES estariam, ao longo do tempo, condenados a desaparecer” [Torres Filho (2006, p. 46)]. Isso implicaria uma mudança radical na finalidade e na alocação dos recursos do FAT. Entretanto, deve-se lembrar que

o propósito principal do Fundo é a geração de emprego e o apoio ao desenvolvimento nacional, não a maximização do retorno de seus ativos. Ele é também responsável pelo financiamento do seguro-desemprego, um instrumento social compensatório extremamente importante [Torres Filho (2005, p. 36)].

Juntamente com o FGTS, reduzem os impactos das oscilações da dinâmica econômica sobre o bem-estar de uma parte considerável da população trabalhadora.

Salienta-se ainda que a TJLP/IGP-M, proposta por Arida (2005) para os novos contratos, teria o efeito imediato de elevar substancialmente as taxas de juros do Sistema BNDES/FAT e CEF/FGTS, com impactos deletérios nos investimentos apoiados por esses recursos, sobretudo os investimentos na expansão industrial, na infraestrutura econômica, no saneamento básico e na habitação popular. Empresas e governos que utilizam esses recursos para financiar seus investimentos ficariam sujeitos tanto à redução da disponibilidade de recursos como ao aumento e à instabilidade dos custos dos novos empréstimos, deprimindo a formação de capital no país. Deflagrar uma redução da taxa de investimento em um país, como o Brasil, que vem apresentando baixas taxas de crescimento há vários anos, não parece, ao contrário do que afirma Arida (2005), um “mal menor”, principalmente quando se revela desnecessário.

Torres Filho (2005, p. 40) defende que

a partir do momento em que a política monetária deixe de ser severamente restritiva e o cenário externo continue positivo, o crescimento econômico tenderá a ser maior, abrindo espaço para o desenvolvimento de um mercado privado mais profundo.

No mesmo sentido, Barros (2007, grifo MAMC) argumenta que a convergência das taxas de juros domésticas com as internacionais e a formação de uma curva de juros de longo prazo, denominada em moeda nacional e sem nenhuma proteção contra inflação e flutuação da taxa de câmbio, ampliam os horizontes à atividade econômica e resultarão

no aumento da oferta de crédito de prazos mais longos via instituições financeiras privadas e mercado de capitais. (...) Com taxas de juros nominais abaixo de 10% ao ano, uma nova revolução será iniciada, agora no mercado de crédito de hipotecas, segmento em que estamos ainda na rabeira do mundo em desenvolvimento. E isso vai acontecer sem a necessidade da criação de mecanismos oficiais, fora do mercado privado de crédito, como foi o caso de nossa experiência frustrante com o Sistema Financeiro da Habitação (SFH). *A participação do governo deverá ser complementar à do mercado, principalmente nos seg-*

mentos de menor renda e na garantia de liquidez na parte mais longa dos empréstimos hipotecários.

Em resumo, para Costa e Lundberg (2004), Costa e Nakane (2005) e Arida (2005), os programas de crédito dirigido e das instituições especializadas, particularmente o crédito de longo prazo, parecem ter obstaculizado a expansão dos mercados de crédito privado, pois restringiram a habilidade dos investidores para alocar livremente seus *portfolios*, ao mesmo tempo em que limitaram o papel exercido pela taxa de juros de curto prazo (Selic). Esses autores parecem desconsiderar as razões que levaram o Estado brasileiro a “bancar” o crédito de longo prazo e a inabilidade do sistema financeiro nacional para alongar prazos mesmo em contextos de relativa estabilidade da economia (como no período de 1966–1973 e 2004–2007). Parecem sugerir que o alongamento dos prazos seria uma tendência natural em um sistema financeiro desregulamentado e orientado pelo mercado. Apesar das modificações estruturais ocorridas nos mercados financeiros privados a partir dos anos 1980, criando novos instrumentos de crédito, o papel do Estado continua relevante na mobilização de recursos a serem canalizados para setores e atividades de elevado retorno social, seja em âmbito doméstico, seja em âmbito internacional.

6. Considerações Finais

A ausência de mecanismos eficazes de direcionamento *voluntário* de crédito para setores prioritários condiciona a decisão dos governos de manter esquemas de direcionamento de parcela dos recursos captados pelos bancos e mecanismos de poupança compulsória. Ademais, as instituições financeiras públicas

são, por sua própria natureza, mecanismos de direcionamento de crédito. Seu objetivo principal é reduzir o custo financeiro de projetos prioritários para o governo, quer fazendo uso de suas captações em mercado, quer utilizando fundos fiscais ou parafiscais [Torres Filho (2006, p. 46)].

A consecução do objetivo de fomento requer, muitas vezes, a concessão de empréstimos a agente com baixa capacidade de pagamento (pequenas empresas e produtores, governos de regiões carentes etc.). Vale dizer, o crédito de fomento tende a ser, em geral, mais arriscado que o crédito concedido segundo os critérios de mercado. Dessa forma, as decisões não podem ser orientadas exclusivamente pelos critérios de rentabilidade dos investimentos, mas, se excessivamente concentradas no fomento, podem deteriorar a carteira de crédito do fundo. Haveria, então, de tentar conciliar minimamente esses objetivos para preservar os recursos, uma vez que imprescindíveis para o financiamento dos investimentos. A gestão adequada, nesse caso, parece indicar a manutenção da rentabilidade do fundo, com empréstimos a baixo custo para o tomador. No caso dos fundos parafiscais, o pagamento dos benefícios coloca-se como outro objetivo a ser contemplado, tornando mais complexa a tarefa dos gestores.

A incorporação da relevância desses fundos de poupança compulsória e das instituições de financiamento ao desenvolvimento ao debate parece necessária mesmo para traçarem diretrizes visando ao seu aperfeiçoamento. Propor a extinção dos fundos sob a alegação de que as contribuições compulsórias oneram as empresas, elevando o custo-país, bem como a privatização das instituições públicas de fomento, parece excessivamente simplista, uma vez que não leva em conta nem os benefícios sociais (empregos gerados e outros) provenientes das aplicações desses recursos, nem o papel desempenhado por essas instituições.

Procurou-se, portanto, mostrar o papel imprescindível das instituições financeiras públicas de fomento e dos fundos de poupança compulsórios na oferta de crédito de longo prazo no país. Todavia, não parece factível concentrar nas instituições financeiras federais (especialmente no BNDES) a tarefa de financiar os novos investimentos. Nem parece viável contar maciçamente com empréstimos externos, dada a instabilidade dos fluxos internacionais de capitais. Isso significa que formas de financiamento do investimento e da produção terão de ser encontradas na própria economia brasileira e, para isso, é preciso dar funcionalidade ao sistema financeiro doméstico. O país conta com bancos eficientes como empresas, mas defi-

cientes no financiamento da atividade produtiva, oferecendo volumes insuficientes de recursos a preços extorsivos. Vale dizer, haveria de estimular o aumento do crédito privado de longo prazo de base doméstica e a expansão do mercado de capitais (complementados pela ampliação do investimento direto estrangeiro). Torna-se relevante, então, recolocar o debate sobre a configuração de um novo padrão público e privado de financiamento doméstico.

Referências

ALMEIDA, Júlio S. G. *As financeiras na reforma dos mercados de capitais: o descaminho do projeto liberal*. Campinas: DEPE/IFCH/Unicamp, 1980 (Dissertação de Mestrado).

_____. *Análise das instituições de financiamento públicas*. Rio de Janeiro: Ipea (Relatório Final da Pesquisa Ipea/Pnud), 1998.

ALMEIDA, Mansueto F. et al. *Uma análise dos fundos constitucionais de financiamento do Nordeste (FNE), Norte (FNO) e Centro-Oeste (FCO)*. Brasília: Ipea, agosto de 2006 (Texto para Discussão, 1.206).

ARIDA, Pérsio. “Mecanismos compulsórios e mercado de capitais: propostas de política econômica”. 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 e Anbid, 2005, p. 205-214.

_____. “As Letras Financeiras do Tesouro em seu vigésimo aniversário”. In: BACHA, Edmar L. & OLIVEIRA FILHO, Luiz C. de (orgs.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação, alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006, p. 229-244.

ARONOVICH, Selmo & FERNANDES, Andréa G. “A atuação do governo no mercado de crédito: experiências de IFDs em países desenvolvidos”. *Revista do BNDES*, v. 13, n. 25. Rio de Janeiro: BNDES, jun. 2006, p. 3-34.

BARROS, José Roberto M. de et al. *Reestruturação do sistema financeiro*. Brasília: Ministério da Fazenda/Secretaria de Política Econômica, janeiro de 1998.

BARROS, Luiz Carlos M. de. “Moeda indexada brasileira”. *Economia e Sociedade*, n. 2. Campinas: IE/Unicamp, 1993.

_____. “Brasil: ainda as mudanças na economia”. *Folha de S. Paulo*, Caderno Dinheiro, São Paulo, 23 de março de 2007, p. B2.

BARROS, Luiz Carlos M. de & MIGUEL, Paulo P. “É preciso construir o amanhã agora”. *Valor Econômico*, Caderno EU & Fim de Semana, São Paulo, 15 de junho de 2007, p. 9-10.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. *International convergence of capital measurement and capital standards*. Basileia: Bank for International Settlements, jul. 1988.

BELAISCH, A. *Do Brazilian banks compete?* Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2003 (IMF Working Paper, WP/03/113).

BELLUZZO, Luiz G. M. & ALMEIDA, Júlio S. G. “Crise e reforma monetária no Brasil”. *São Paulo em Perspectiva*, v. 4, n. 1. São Paulo: Fundação Seade, 1990.

_____. *Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do real*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.

BERNARDINO, Ana P. da S. “Fontes de recursos e atuação do BNDES sob uma perspectiva histórica”. *Revista do BNDES*, v. 12, n. 23. Rio de Janeiro: BNDES, jun. 2005, p. 53-72.

BIANCARELI, André M. O sistema financeiro doméstico e os ciclos internacionais de liquidez. Relatório II do Projeto de pesquisa – *O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento – Subprojeto II. Abertura, financiamento externo e sistema financeiro doméstico*. Campinas: Cecon/IE/Unicamp; Rio de Janeiro: BNDES, 2007 (*mimeo*).

BID – BANCO INTERAMERICANO DE DESENVOLVIMENTO. *Desencadenar el crédito: cómo ampliar y estabilizar la banca*. Informe 2005: pro-

greso económico y social en América Latina. Washington, D.C.: Banco Interamericano de Desenvolvimento, 2004.

CAPRIO, G. et al. *The future of state-owned financial institutions*. Washington, D.C: Brookings Institution, set. 2004 (Conference Report, 18).

CARDIM DE CARVALHO, Fernando J. “Investimento, poupança e financiamento do desenvolvimento”. In: SOBREIRA, R. & RUEDIGER, M.A. (org.). *Desenvolvimento e construção nacional: política econômica*. Rio de Janeiro: FGV, 2005a, p. 11-37.

_____. “O sistema financeiro brasileiro: a modernização necessária”. In: SICSÚ, J. et al. (orgs.) *Novo-desenvolvimentismo: um projeto nacional de crescimento com equidade social*. Barueri: Manole; Rio de Janeiro: Konrad-Adenauer Stiftung, 2005b, p. 329-346.

CARVALHO, David F. “Financiamento do FNO e seus impactos financeiros e socioeconômicos na indústria da Região Norte”. In: SANTANA, A. C. (coord.) *O Fundo Constitucional de Financiamento do Norte e o desenvolvimento da Amazônia*. Belém: M&S Editora e Banco da Amazônia, 2002, p. 348-473.

CARVALHO, Carlos E. et al. *Desnacionalização do setor bancário e financiamento das empresas: a experiência brasileira recente*. Brasília: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal)/Ipea, 2002 (Texto para Discussão, 882).

CARVALHO, Carlos E. & PINHEIRO, Maurício M. S. “FGTS: avaliação das propostas de reforma e extinção”. *Economia e Sociedade*, n. 15. Campinas: IE/Unicamp, dez. 2000, p. 49-83.

CHIANAMEA, Dante R. “Basileia II: risco e concorrência bancária”. *Economia Política Internacional: análise estratégica*, n. 8. Campinas: Ceri/IE/Unicamp, jan./jun. 2006.

CINTRA, Marcos A. M. *Uma visão crítica da teoria da repressão financeira*. Campinas: Unicamp; São Paulo: Fapesp, 1999.

_____. “A reestruturação patrimonial do sistema bancário brasileiro e os ciclos de crédito entre 1995 e 2005”. In: CARNEIRO, Ricardo (org.). *A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula*. São Paulo: Unesp, 2006, p. 321-346.

_____. Caracterização dos fundos, delimitação conceitual, experiências internacionais e enfoques teóricos. Relatório I do Projeto de pesquisa – *O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento* – Subprojeto IX. Crédito direcionado e desenvolvimento econômico no Brasil: o papel dos fundos públicos. Campinas: Cecon/IE/Unicamp; Rio de Janeiro: BNDES, julho de 2007a (*mimeo*).

_____. Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS). Relatório II do Projeto de pesquisa – *O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento* – Subprojeto IX. Crédito direcionado e desenvolvimento econômico no Brasil: o papel dos fundos públicos. Campinas: Cecon/IE/Unicamp; Rio de Janeiro: BNDES, novembro de 2007b (*mimeo*).

_____. Fundos Constitucionais de Financiamento (do Nordeste, do Norte e do Centro-Oeste). Relatório III do Projeto de pesquisa – *O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento* – Subprojeto IX. Crédito direcionado e desenvolvimento econômico no Brasil: o papel dos fundos públicos. Campinas: Cecon/IE/Unicamp; Rio de Janeiro: BNDES, janeiro de 2008 (*mimeo*).

CINTRA, Marcos A. M. & PRATES, Daniela M. *The impact of Basle II on the structure of the Brazilian domestic financial system*. Paper prepared for presentation during the Workshop on Financial Liberalization and Global Governance, held in Rio de Janeiro on 19-20 March 2007. This event was organized by the Institute of Economics from the Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ) and sponsored by IBase and Ford Foundation.

COSTA, Ana C. A. & LUNDBERG, Eduardo. “Direcionamento de crédito no Brasil: uma avaliação das aplicações obrigatórias em crédito rural e habitacional”. *Economia Bancária e Crédito: avaliação de 5*

anos do Projeto Juros e *Spread* Bancário. Brasília: Banco Central, dez. 2004, p. 49-62.

COSTA, Ana C. A. & NAKANE, Márcio I. “Crédito direcionado e custo das operações de crédito livre: uma avaliação do subsídio cruzado do crédito imobiliário e rural no Brasil”. *Relatório de Economia Bancária e Crédito*. Brasília: Banco Central, 2005, p. 29-43.

COSTA, Fernando N. da. *Banco do Estado: o caso Banespa*. Campinas: IE/Unicamp, 1988 (tese de doutoramento).

COSTA NETO, Yttrio C. da. *Bancos oficiais no Brasil: origem e aspectos de seu desenvolvimento*. Brasília: Banco Central, 2004.

CROCCO, Marco & SANTOS, Fabiana. “Financiamento e desenvolvimento sob novas óticas”. *Observatório da Cidadania*, n. 10. Rio de Janeiro: Ibase, 2006, p. 48-58.

DEOS, Simone. Fundos Constitucionais de Financiamento: FCO, FNO e FNE. Relatório do Projeto de Pesquisa – *Análise das restrições ao uso dos Fundos Públicos – FGTS, FAT e Fundos Constitucionais de Financiamento (Norte, Nordeste e Centro-Oeste) – e Propostas de Aperfeiçoamento*. Campinas: IE/Unicamp; São Paulo: Dieese/Ministério do Trabalho, 2007.

DIEESE. FGTS: seguro e fomento socioeconômico. *Nota Técnica*, n. 49. São Paulo: Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Socioeconômicos, set. 2007.

FAZZARI, S. M. et al. “Financing constraints and corporate investment”. *Brookings Papers on Economic Activity* (1), 1988, p. 141–205.

FRANCO, Gustavo H. B. “Notas sobre *crowding out*, juros altos e Letras Financeiras do Tesouro”. In: BACHA, E. L. & OLIVEIRA FILHO, L. C. (orgs.) *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação, alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2006, p. 273-296.

FREITAS, Carlos E. de. A experiência brasileira com instituições financeiras de desenvolvimento. Santiago: Cepal, novembro de 2005 (Serie Financiamiento del Desarrollo, n. 155).

FREITAS, M. C. P. “A natureza particular da concorrência bancária e seus efeitos sobre a estabilidade financeira”. *Economia e Sociedade*, n. 8. Campinas: IE/Unicamp, jun. 1997, p. 51-83.

_____. “Abertura do sistema financeiro brasileiro ao capital estrangeiro”. In: FREITAS, M. C. P. (org.) *Abertura do sistema financeiro brasileiro nos anos 90*. São Paulo: Edições Fundap e Fapesp; Brasília: Ipea/Seplan, 1999, p. 101-173.

_____. “Política financeira, fragilidade e reestruturação bancária”. In: CARNEIRO, Ricardo (org.) *Gestão estatal no Brasil: armadilhas da estabilização, 1995–1998*. São Paulo: Edições Fundap, 2000, p. 237-295.

_____. Transformações institucionais do sistema bancário brasileiro. Relatório do Projeto de Pesquisa – *O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento*. Campinas: Cecon/IE/Unicamp; Rio de Janeiro: BNDES, 2007 (*mimeo*).

FREITAS, M. Cristina P. & PRATES, Daniela M. “A abertura financeira no governo FHC: impactos e conseqüências”. *Economia e Sociedade*, n. 17. Campinas: IE/Unicamp, p. 81-111, 2001.

FREITAS, M. Cristina P. & SCHWARTZ, Gilson. Financiamento de longo prazo nos mercados de crédito e de capitais, Relatório Parcial n. 5 do Projeto – *O formato institucional do sistema monetário e financeiro: um estudo comparado*. São Paulo: IESP/Fundap/Secretaria da Ciência, Tecnologia e Desenvolvimento Econômico do Estado de São Paulo, 1992.

FUCIDJI, José R. & VASCONCELOS, Marcos R. “Uma avaliação dos efeitos de entrada de bancos estrangeiros no setor bancário brasileiro”. *Análise Econômica*, ano 21, n. 39. Porto Alegre, 2003, p. 163-188.

GOLDFAJN, Ilan et al. *Brazil's financial system: resilience to shocks, no currency substitution, but struggling to promote growth*. Brasília: Banco Central, 2003 (Working Paper, 75).

GOTSCHALKI, Ricardo & SODRÉ, Maria C. A. “O novo Acordo da Basileia no Brasil: impactos sobre os bancos públicos e privados”.

Economia Política Internacional: análise estratégica, n. 8. Campinas: Ceri/IE/Unicamp, jan./mar. 2006.

IEDI – INSTITUTO DE ESTUDOS PARA O DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. *Endividamento e resultado das empresas industriais no primeiro semestre de 2005*. São Paulo: Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial, 2005.

JACOB, Claudio A. *Endividamento e rentabilidade das grandes empresas industriais brasileiras e estrangeiras no primeiro semestre de 2006*. São Paulo: Iedi, set. 2006.

KEYNES, J. M. *A treatise on money*. MOGGRIDGE, D. E. (org.). *The collected writings of J. M. Keynes*. Londres: Macmillan, v. V e VI, 1930.

LOPREATO, Francisco L. C. *O colapso das finanças estaduais e a crise da Federação*. São Paulo: Editora Unesp; Campinas: IE/Unicamp, 2002.

MACHADO, Vivian. “Por dentro do FAT”. *Revista do BNDES*, v. 13, n. 26. Rio de Janeiro: BNDES, dez. 2006, p. 3-14.

MAIA, Carlos D. M. *Democratização e supervisão bancária: as transformações recentes*. São Paulo: PUC-SP, 2003 (tese de doutoramento em Ciências Sociais).

MAIA, Geraldo V. S. “Reestruturação bancária no Brasil: o caso do Proer”. *Notas Técnicas*, n. 38. Brasília: Banco Central, junho de 2003.

MATOS, Elmer N. Fundos constitucionais de financiamento. *Boletim Regional: Informativo da Política Nacional de Desenvolvimento Regional*, n. 2 (maio/ago. 2006). Brasília: Secretaria de Políticas de Desenvolvimento Regional/Ministério da Integração Nacional, 2006a, p. 26-35.

_____. Fundos constitucionais de financiamento – Parte II. *Boletim Regional: Informativo da Política Nacional de Desenvolvimento Regional*, n. 3 (set./dez. 2006). Brasília: Secretaria de Políticas de

Desenvolvimento Regional/Ministério da Integração Nacional, 2006b, p. 29-34.

MENDONÇA, Ana Rosa R. “Regulação prudencial e redes de proteção: transformações recentes no Brasil”. In: MENDONÇA, A. R. R. & ANDRADE, R. P. (org.) *Regulação bancária e dinâmica financeira: evolução e perspectivas a partir dos Acordos de Basileia*. Campinas: IE/Unicamp, 2006, p. 361-384.

MICCO, Alejandro & PANIZZA, Ugo. *Bank ownership and lending behavior*. Washington, D.C.: Research Department/Inter-American Development Bank, nov. 2004 (Working Paper, 520).

MICCO, Alejandro et al. *Bank ownership and performance*. Washington, D.C.: Research Department/Inter-American Development Bank, nov. 2004 (Working Paper, 518).

MINISTÉRIO DAS CIDADES. *Diagnóstico dos serviços de água e esgoto, 2005*. Brasília: Programa de Modernização do Setor de Saneamento (PMSS)/Secretaria Nacional de Saneamento Ambiental/Ministério das Cidades, dez. 2006.

MINSKY, Hyman P. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press, 1986.

NOVAES, Ana. “Intermediação financeira, bancos estatais e o mercado de capitais: a experiência internacional”. In: PINHEIRO, A. C. & OLIVEIRA Filho, L. C. (orgs.) *Mercado de capitais e bancos públicos: análise e experiências comparadas*. São Paulo: Contra Capa Livraria/Anbid, 2007, p. 35-132.

OLIVEIRA, Giuliano C. & CARVALHO, Carlos E. *O componente custo de oportunidade do spread bancário no Brasil: uma abordagem pós-keynesiana*. São Paulo: PUC-SP, 2004 (Texto para Discussão, 6).

PINHEIRO, Maurício M. S. *O papel dos fundos parafiscais no fomento: FGTS e FAT*. Brasília: Ipea, 1997 (Texto para Discussão, 485).

_____. *Fundos de poupança compulsória e financiamento da economia: 1990/1997*. Brasília: Ipea, set./1998 (Texto para Discussão, 588). Trabalho republicado in: PEREIRA, Francisco (org.). *Financia-*

mento do desenvolvimento brasileiro. Vol. 2, cap. 10. Brasília: Ipea, 1999, p. 149-175.

PINTO, Marco A. C. et al. “A revitalização do sistema público de fomento como canal para acesso financeiro por MPMEs”. *Revista do BNDES*, v. 14, n. 27. Rio de Janeiro: BNDES, 2007, p. 141-162.

PRADO, Luiz C. & MONTEIRO FILHA, Dulce C. “O BNDES e os Acordos de Capital de Basiléia”. *Revista do BNDES*, v. 12, n. 23. Rio de Janeiro: BNDES, jun. 2005, p. 177-200.

PROCHNIK, Marta. “Fontes de recursos do BNDES”. *Revista do BNDES*, v. 2, n. 4. Rio de Janeiro: BNDES, dez. 1995, p. 143-180.

PROCHNIK, Marta & MACHADO, Vivian. “Fonte de recursos do BNDES: 1995-2007”. *Revista do BNDES*, v. 14, n. 29. Rio de Janeiro: BNDES, jun. 2008, p. 3-34,

PUGA, Fernando P. & NASCIMENTO, Marcelo M. “Como as empresas financiam investimentos em meio à crise financeira internacional”. *Visão do Desenvolvimento*, n. 58. Rio de Janeiro: BNDES, dez. 2008.

SALVIANO JUNIOR, Cleofas. *Bancos estaduais: dos problemas crônicos ao Proes*. Brasília: Banco Central, 2004.

SOCHACZEWSKI, Antonio C. *Desenvolvimento econômico e financeiro do Brasil: 1952–1968*. São Paulo: Trajetória Cultural, 1993.

STALLINGS, Barbara & STUDART, Rogério. *Financiamiento para el desarrollo: América Latina desde una perspectiva comparada*. Capítulo 8 – Brasil: los bancos públicos siguen desempeñando un papel fundamental. Santiago: Comisión Económica para América Latina y el Caribe, jul. 2006, p. 285-331.

STUDART, Rogério. “O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional”. *Revista de Economia Política*, v. 13, n. 1 (49), p. 101-118, jan./mar. 1993.

TAVARES, Maria da C. “Natureza e contradições do desenvolvimento financeiro recente”. In: TAVARES, M. C. *Da substituição de importa-*

ções ao capitalismo financeiro: ensaios sobre economia brasileira. Rio de Janeiro: Zahar, 1973, p. 209-263.

_____. “O sistema financeiro brasileiro e o ciclo de expansão recente”. In: BELLUZZO, L. G. M. & COUTINHO, R. (orgs.) *Desenvolvimento capitalista no Brasil: ensaios sobre a crise*. Vol. 2. São Paulo: Brasiliense, 1983, p. 107-138.

TORRES FILHO, Ernani T. “A reforma do sistema FAT-BNDES: críticas à proposta Arida”. *Revista do BNDES*, v. 12, n. 24. Rio de Janeiro: BNDES, dez. 2005, p. 31-42.

_____. “Crédito direcionado e direcionamento do crédito: situação atual e perspectivas”. *Revista do BNDES*, v. 13, n. 25. Rio de Janeiro: BNDES, jun. 2006, p. 35-50.

TORRES FILHO, Ernani T. et al. “Autofinanciamento e BNDES sustentam o atual ciclo de investimentos no Brasil”. *Visão do Desenvolvimento*, n. 51. Rio de Janeiro: BNDES, ago. 2008.

UNCTAD. *Trade and Development Report*. Genebra: Unctad, 2008.

VIDOTTO, Carlos A. *O sistema financeiro brasileiro nos anos noventa: um balanço das mudanças estruturais*. Campinas: Instituto de Economia/Unicamp, 2002 (tese de doutoramento).

_____. “Reforma dos bancos federais brasileiros: programa, base doutrinária e afinidades teóricas”. *Economia e Sociedade*, v. 14, n. 1 (24). Campinas: IE/Unicamp, jan./jun. 2005, p. 57-84.

YEYATI, Eduardo L. et al. *Should the government be in the banking business? The role on State-owned and development banks*. Paper prepared for the seminar Governments and Banks: Responsibilities and Limits, IDB-IIC Annual Meetings, Lima, Peru, 28 de março de 2004.

_____. “A reappraisal of state-owned banks”. *Economia*, 7(2), 2007, p. 209-247.

Capítulo 3

As Instituições Financeiras de Fomento e o Desenvolvimento Econômico: As Experiências dos EUA e da China¹

Marcos Antonio Macedo Cintra*

¹ *Este estudo está associado com a pesquisa O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento, elaborada no Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/Unicamp), sob a coordenação do professor Ricardo Carneiro, com o apoio do BNDES.*

* *Professor do IE/Unicamp, pesquisador do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq).*

1. Introdução

Este trabalho procura discutir o papel desempenhado pelas instituições financeiras de fomento, com destaque para o tipo de propriedade, o *funding* das suas operações e os instrumentos de direcionamento de crédito e de taxa de juros. O texto está dividido em quatro seções, incluindo esta breve introdução. Na segunda, discutem-se as principais instituições especializadas públicas ou com patrocínio governamental nos Estados Unidos (EUA), as quais têm seu *funding* apoiado em financiamentos de médio e longo prazos, por meio da emissão de títulos frequentemente com garantia do governo, e em recursos fiscais. Destaca-se que, mesmo no amplo e profundo mercado financeiro americano, persistem inúmeras agências de fomento, configurando um sistema público de suporte ao comércio exterior, a setores com maior dificuldade de levantar recursos no mercado privado (agricultura, pequenas e médias empresas, habitação etc.) e um sistema de garantia aos empréstimos em âmbito federal (habitação, agricultura).

Na terceira, realiza-se um panorama do sistema financeiro chinês, majoritariamente público. O setor bancário, sob a liderança dos quatro bancos comerciais estatais, com cobertura nacional, estritamente regulamentado, gerencia a poupança das famílias e das empresas e fornece grande parte do financiamento das corporações – públicas e privadas –, desempenhando papel decisivo no acelerado processo de crescimento do país. As autoridades chinesas utilizam diferentes instrumentos de direcionamento de crédito. Nas considerações finais, salienta-se que o financiamento à pequena e à média empresa, aos setores estratégicos, à infraestrutura, ao comércio exterior, à atividade agrícola e à construção civil tem sido solucionado por países desenvolvidos e em desenvolvimento por meio da montagem de um “sistema de crédito específico”.²

² Para uma discussão de aspectos teóricos e históricos das instituições públicas e de fomentos ver “Crédito público e desenvolvimento econômico: a experiência brasileira”, de Marcos Antonio Macedo Cintra, neste volume. Para um panorama do papel dos bancos públicos e de desenvolvimento na Alemanha, Japão, Coreia e Índia, ver Cintra (2007).

2. O Papel das Principais Agências Federais Americanas

A forma de intervenção do Estado americano no mercado de crédito se alterou bastante desde a Grande Depressão (1929–1933).³ Nesse momento, fizeram-se necessárias medidas que garantissem a oferta de crédito aos setores considerados estratégicos na geração de emprego e na recuperação econômica. Datam desse período instituições como Federal Home Loan Bank System, Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) e Federal Housing Administration (FHA), responsáveis por manter em funcionamento o sistema de financiamento residencial mediante o desenvolvimento de um mercado secundário para as hipotecas. É também de 1934 a criação do Eximbank para financiar as exportações americanas. Todavia, o apoio a determinados segmentos do mercado passou cada vez mais a ser realizado por meio de esquemas de garantias e menos via crédito direcionado. A vantagem dos mecanismos de garantia recai principalmente sobre o aspecto fiscal. Com base nas garantias, os recursos somente são utilizados em casos de inadimplência; assim, as agências garantidoras podem apoiar um maior volume de operações do que se fossem agir como credoras, dado seu orçamento.⁴ Ademais, a contratação do seguro proporciona ganhos com a cobrança dos prêmios.

As agências americanas podem ser classificadas em dois tipos: as públicas e as conhecidas como *government-sponsored enterprises* (GSE) – empresas patrocinadas pelo governo.⁵ Essas últimas agências federais emitiram ações, passando, assim, por um processo de

³ Sobre as políticas implementadas durante o New Deal, ver Mazzucchell (2009). Para as transformações no sistema financeiro americano após a Segunda Guerra Mundial, ver Braga e Cintra (2004).

⁴ Todavia, o resgate das agências Fannie Mae e Freddie Mac, em setembro de 2008, explicitou a elevada alavancagem potencial dessas operações. Com um patrimônio conjunto de apenas US\$ 71 bilhões, as duas companhias carregavam – por meio da emissão de dívida (Fannie Mae, US\$ 800 bilhões, e Freddie Mac, US\$ 740 bilhões) – ou deram garantias a títulos hipotecários (RMBS) no valor de US\$ 4,6 trilhões, o que representava 38% dos créditos hipotecários nos EUA e o equivalente a 32% do Produto Interno Bruto (PIB), estimado em US\$ 14,3 trilhões em junho de 2008.

⁵ Sobre as GSE, no período recente, ver Greenspan (2004).

privatização, a despeito de conservarem suas funções públicas. As GSE não possuíam garantias explícitas nem repasses do Tesouro, mas a importância de suas atividades para o governo federal criou a convenção entre os agentes financeiros de que o Tesouro as socorreria em caso de desequilíbrios patrimoniais (como ocorreu com Fannie Mae e Freddie Mac em setembro de 2008). A existência dessas garantias implícitas permitia custos mais baixos na captação de recursos junto ao mercado, sua fonte principal de *funding*.

As agências Federal Housing Administration (FHA) e Ginnie Mae permaneceram públicas, com acesso a recursos orçamentários, estando voltadas para operações de financiamento residencial junto aos segmentos de menor renda da população americana. Outras instituições, inclusive as que operavam diretamente no mercado de crédito, também se mantiveram como agências ou bancos federais, com a função de atender segmentos sociais e atividades econômicas cujos riscos limitavam a expansão por meio de financiamentos privados. Entre essas instituições destacam-se: Eximbank, Small Business Administration, Farm Credit System, Federal Financing Bank (FFB) e o programa do desenvolvimento rural do Departamento de Agricultura. O *funding* dessas instituições pode tanto permanecer exclusivamente público, por meio de operações de repasse do Tesouro, como totalmente privado, mediante captações nos mercados de capitais. A Tabela 1 traz a evolução dos ativos das principais instituições públicas ou quase-públicas em operação nos EUA. Essas agências federais possuíam ativos de US\$ 7,7 trilhões em dezembro de 2007, o equivalente a 12,6% do estoque de ativos financeiros da economia americana. Detalham-se abaixo as principais funções e o *funding* de algumas dessas instituições.

Tabela 1
**Ativos das Principais Instituições de Crédito Direcionado
dos EUA (1996 a 2008)**

(Em US\$ Bilhões)

	FFB	EXIMBANK	FHA (a)	GSE – MORTGAGE POOLS (b)	GSE (c)	SMALL BUSINESS
1996	64,2	12,0	-	1.711,7	989,2	16,2
1997	51,4	12,9	-	1.826,3	1.100,8	17,3
1998	47,3	13,5	475,0	2.019,0	1.405,8	15,9
1999	44,6	17,7	508,0	2.293,5	1.723,2	16,2
2000	44,1	17,1	544,0	2.493,2	1.965,0	16,1
2001	43,8	15,3	555,5	2.831,8	2.309,4	14,3
2002	40,1	15,5	563,0	3.158,6	2.549,4	13,4
2003	36,5	14,1	490,0	3.326,7	2.794,4	6,4
2004	30,0	15,6	469,0	3.374,6	2.882,9	10,6
2005	28,3	11,8	416,0	3.541,9	2.819,4	11,9
2006	33,2	9,3	396,0	3.837,3	2.872,9	13,1
2007	34,7	7,7	-	4.463,7	3.182,1	14,5
2008 (d)	-	-	-	4.761,5	3.393,9	-

Fonte: Federal Reserve, Flow of Funds (September, 18 2008, Tab.L.124 e L.125), FFB, Eximbank, Small Business (http://www.sba.gov/idc/groups/public/documents/sba_homepage/serv_abtsba_bud_fy07_highlight.pdf, p.17).

Notas: a) No caso da FHA, os dados se referem ao volume de crédito segurado pela instituição e não seus ativos; b) Inclui Ginnie Mae, Fannie Mae, Freddie Mac, Farmer Mac e Farmers Home Administration; c) Inclui Federal Home Loan Banks, Fannie Mae, Freddie Mac, Federal Agricultural Mortgage Corporation, Farm Credit System, Financing Corporation e Resolution Funding Corporation. A Student Loan Marketing Association (Sallie Mae) está incluída até sua completa privatização no quarto trimestre de 2004; d) Valores do segundo trimestre de 2008.

Federal Financing Bank (FFB)

O Federal Financing Bank (FFB) foi criado em 1973 com objetivo de apoiar os programas governamentais das agências federais, fun-

cionando como intermediários financeiros do Tesouro Nacional. Além das agências, o FFB está autorizado a operar com agentes privados, desde que os contratos de crédito sejam garantidos pelo governo federal. A intermediação do FFB permite que as agências reduzam o custo de captação de recursos. Antes de sua criação, as diversas agências financiavam suas operações ativas por meio da venda ao público de *pooled loan assets*, conhecidos como *certificates of beneficial ownership*, os quais, a despeito da garantia do governo, pagavam altas taxas de juros por causa do reduzido volume e da falta de familiaridade dos investidores. O Banco capta recursos à taxa de juros dos títulos da dívida pública americana de mesma maturidade, acrescida de um prêmio de liquidez. Fica vedada à instituição a prática juros menores do que essa taxa de referência. Em geral, o *spread* situa-se em 1,25% sobre a taxa básica (*federal funds rate*).

Também foi eliminada a necessidade de as agências acumularem recursos financeiros, uma vez que não existem restrições por parte do FFB em relação ao volume e à maturidade dos créditos. Essa capacidade tem origem no tipo de *funding* do Banco. Os recursos da instituição provêm totalmente do Tesouro em condições sempre compatíveis ao seu ativo. Desde que os programas das agências tenham sido aprovados pelo Tesouro e os tomadores privados obtenham garantias do governo, o FFB terá fundos suficientes para cobrir a demanda de crédito desses agentes. Assim, o Banco não incorre em riscos de crédito, porque todas as operações são garantidas pelo governo (à exceção dos créditos tomados pelo U.S. Postal Service), e em riscos de liquidez, uma vez que seu *funding* é sempre compatível com sua estrutura ativa.

Aos tomadores, ainda é dada a opção de liquidar o contrato antes do prazo estabelecido, isto é, de realizar pré-pagamento. Pode ser escolhida uma forma de pré-pagamento antes da realização do contrato. Na escolha do *market-value repurchase privilege*, o tomador poderá recomprar sua dívida em qualquer momento no valor estabelecido pelo mercado de dívidas não pagas (determinadas pelo Tesouro) em consonância com sua maturidade. Por outro lado, o *fixed-price prepayment privilege* permite que o tomador liquide o crédito a qualquer momento ou depois do período preestabelecido em contra-

to, ao par ou ao par mais um prêmio. Esse pré-pagamento será oferecido ao tomador com um custo adicional, equivalente ao *spread* que o Tesouro determinar para uma taxa fixa.

Entre as agências financiadas pelo FFB encontram-se a Rural Utilities Service (Departamento de Agricultura), General Services Administration, U.S. Postal Service, Foreign Military Sales (Departamento de Defesa), Small Business Administration, Federal Railroad Administration (Departamento de Transporte), entre outras. Apesar da importância do FFB para as agências federais, medidas de controle de gastos públicos e de ajustamento dos mecanismos de crédito federal, por meio do Balanced Budget and Emergency Deficit Control Act de 1985 (conhecido como Gramm-Rudman-Hollings Act), do Consolidated Omnibus Budget Reconciliation Act de 1985 e do Federal Credit Reform Act de 1990, proibiram ou desincentivaram financiamentos do FFB aos créditos que são totalmente garantidos pelas agências federais. Dessa forma, a carteira de crédito do Banco vem se contraindo. Os ativos do Federal Financing Bank caíram de US\$ 64,2 bilhões, em 1996, para US\$ 34,7 bilhões, em 2007 (ver Tabela 1).

Export and Import Bank (Eximbank)

Instituído em 1934, como uma subsidiária da Reconstruction Finance Corporation,⁶ a função do Eximbank tem sido a de promover as exportações americanas. Com esse propósito, a instituição tem desenvolvido dois tipos de atividades: o fornecimento de seguro e garantia dos empréstimos privados às exportações e a concessão de crédito direto a taxas de juros inferiores às do mercado. Para empréstimos com maturidade acima de cinco anos, o Eximbank forne-

⁶ Criada em 1931, como fonte emergencial de financiamento para as empresas solventes que não conseguiam levantar recursos no mercado. Os empréstimos dessa agência governamental eram concedidos com prazos médios superiores a cinco anos, com taxas de juros abaixo das de mercado. A RFC funcionou ativamente nos anos de recuperação, durante o esforço de guerra e de reconversão do pós-guerra, direcionando crédito para os setores prioritários. Em 1953, foi extinta por pressões dos bancos privados, pois consideravam desnecessária a atuação de uma agência pública no mercado de crédito [Freitas e Schwartz (1992, p. 21)].

ce a garantia; para os financiamentos com maturação de curto e médio prazo opera por meio da Foreign Credit Insurance Association (FCIA), uma subsidiária que inclui a participação de algumas companhias de seguro privadas. Além do financiamento à exportação, o Eximbank possui linha de crédito para capital de giro: *pre-export financing* ou *working capital guarantees*.

A exposição a risco da instituição é concentrada no setor de transporte aéreo, seguido pelos negócios de gás, petróleo e energia. Os contratos geralmente têm taxas de juros fixas e menores que as exigidas nos mercados privados de crédito, cobrindo até 85% da operação de exportação. Entretanto, as atividades do Eximbank não concorrem com os mercados privados, uma vez que são desenvolvidas nos segmentos cujos riscos não seriam assumidos pelos agentes privados.

A estrutura passiva do Banco é formada principalmente por fontes chamadas de intragovernamentais, das quais se destacam os recursos do Tesouro. Em 2006, o conjunto de obrigações do Eximbank junto ao Tesouro representava 82,7% de seu passivo, e os outros 17,3% eram compostos por captações junto ao público. Os certificados de pagamento são o principal meio de obtenção de recursos fora do Tesouro. Em 2007, os ativos do Eximbank somavam US\$ 7,7 bilhões (ver Tabela 1).

Small Business Administration (SBA)

Foi criada em 1953 para atender às necessidades de financiamento de longo prazo das pequenas empresas que enfrentavam dificuldade de acesso ao mercado bancário. Em sua origem, essa instituição recebeu as atribuições da recém-extinta Reconstruction Finance Corporation de conceder crédito direto às empresas. Nas duas primeiras décadas de funcionamento, a SBA participava diretamente da concessão dos recursos, partilhando-os com os bancos. Desde 1970, a concessão de garantia aos empréstimos tornou-se a forma preferencial de atuação dessa entidade. Sob esse programa, os ban-

cos recebem garantia de 90% do principal e dos juros nas operações de capital de giro (prazo de até sete anos) e investimento (até 25 anos) das empresas que enfrentam dificuldades para obter crédito. A responsabilidade pela seleção do tomador e pela avaliação é delegada aos bancos [Freitas e Schwartz (1992, p. 70)].

A instituição também conta com programas específicos voltados aos veteranos de guerra (Office of Veterans Business Development), aos nativos americanos (Office of Native American Affairs), às mulheres (Office of Women's Business Ownership, OWBO), aos jovens e a outras minorias. O objetivo de tais programas é a equiparação de oportunidades desses segmentos sociais na criação de seus próprios negócios, percebidos como meio de ascensão social. A SBA é responsável ainda pela contratação de financiamentos aos cidadãos prejudicados por catástrofes naturais. Por meio de empréstimos dos SBA's Disaster Recovery Centers, as famílias podem obter recursos para reconstrução de residências destruídas, assim como os proprietários de negócios de qualquer porte, não se restringindo às pequenas empresas. Além de imóveis, os empréstimos se aplicam à reposição de máquinas, equipamentos e estoques das atividades atingidas.

O *funding* da instituição é composto por recursos do Tesouro e por captações junto ao público. A participação dessa última fonte no passivo elevou-se ao longo da primeira década do século XXI. Entre 1996 e 1998, não passavam de 0,3% das captações totais, mas chegou a 14,3% em 2006, depois de ter atingido nível de 26% em 2003. Os ativos da SBA somaram US\$ 14,5 bilhões em dezembro de 2007 (ver Tabela 1).

Farm Credit System (FCS)

O FCS foi criado em 1916 com objetivo de financiar as atividades agrícolas. Atualmente, consiste numa GSE, ou seja, é de propriedade privada, com ações negociadas em Bolsa de Valores, mas mantém caráter público em suas funções. Os financiamentos providos pela instituição estão relacionados à aquisição de imóveis rurais, à

necessidade de recursos para a produção, comercialização e exportação. O Sistema é composto por mais de 100 instituições entre bancos e associações. Os cinco Farm Credit Banks⁷ provêm fundos para as Associações de Crédito Agrícola (Agricultural Credit Association, ACA), que podem ou não possuir subsidiárias,⁸ e para as Federal Land Credit Associations (FLCA). Enquanto as FLCA concedem financiamentos apenas de longo prazo, as ACA geram operações de curto, médio (por meio das Production Credit Associations) e longo prazos (por meio das FLCA). Em 2004, os empréstimos de longo prazo correspondiam por 54,6% do estoque total. O Agricultural Credit Bank (ACB ou Agribank), de abrangência nacional, além de financiar cooperativas agrícolas,⁹ também alavanca recursos para operações de exportação e importação e serviços financeiros internacionais.

Em 2005, o FCS administrava um estoque de crédito de US\$ 106,3 bilhões. O *funding* do FCS consiste na emissão de títulos de dívida por meio de uma instituição específica, a Federal Farm Credit Banks Funding Corporation. Essa instituição é responsável pela relação estabelecida entre o FCS e o mercado de capitais, ao concentrar atividades de *disclosure* e pronunciamentos públicos. Auxilia também na gestão de riscos patrimoniais, fornecendo orientações a respeito da variedade de mecanismos de *funding* (administração de passivo). Como exigido pelo Farm Credit Act (1933), a obtenção de recursos pelo FCS deve ter aprovação do órgão regulador, a Farm Credit Administration (FCA).¹⁰ Os títulos emitidos pelo FCS não são ga-

⁷ São eles: AdFirst (com ativos de US\$ 20,5 bilhões em 2005), Agribank (US\$ 36,86 bilhões), CoBank (US\$ 33,8 bilhões), Texas (US\$ 11,3 bilhões) e U.S. AgBank (US\$ 18,16 bilhões).

⁸ As ACA são denominadas de parent company quando possuem pelo menos duas subsidiárias: Production Credit Association (PCA) e Federal Land Credit Association (FLCA). Apesar de juridicamente serem consideradas instituições diferentes, ACA, PCA e FLCA operam de maneira integrada na geração de financiamentos. As três instituições possuem acordos de garantia das obrigações umas das outras, dando seus respectivos ativos como contrapartida. Ademais, possuem participações de capital cruzadas entre si, mantendo conselhos de administração e gestão comuns. Sob o Farm Credit Act (1933), as FLCA estão isentas de pagamento de impostos federais.

⁹ Responde pelos empréstimos de cinco grandes ACA localizadas em Nova York, New Jersey, Connecticut, Rhode Island, Maine, Massachusetts, New Hampshire, Vermont, Alaska, Oregon, Washington, Montana e Idaho.

¹⁰ Também estão sob supervisão da FCA outras instituições ligadas ao financiamento de atividades agrícolas, tais como Federal Credit System Credit Banks Funding (ou apenas Funding Corporation), Federal Agricultural Mortgage Corporation (ou Farmer Mac), Farm Credit

rantidos pelo governo americano, mas em função da importância e do caráter público do sistema, é possível afirmar que os mercados de capitais reconhecem a existência de garantias implícitas à dívida dos agentes pertencentes ao FCS.

USDA Rural Development

Em 1994, foi criado o USDA Rural Development por meio da junção de diferentes agências e programas do Departamento de Agricultura. Dessa maneira, a Rural Electrification Administration (REA) e a Farmer Home Administration (FmHA), importantes agências na ampliação da rede de energia elétrica nas zonas rurais e no combate à pobreza rural, deixaram de existir, sendo substituídas por programas do USDA Rural Development reunidos no Electric, Utilities e Water & Environmental Programs. O governo de George W. Bush enfatizou a necessidade de maior cobertura de telecomunicações às áreas rurais, instituindo os Telecommunication Programs. O estoque de crédito dessa agência somava US\$ 86 bilhões em 2007.

Federal Agricultural Mortgage Corporation (Farmer Mac)

Foi criada pelo Agricultural Credit Act de 1987 com objetivo de prover liquidez ao mercado secundário de hipotecas rurais (propriedade e residência rural). A Farmer Mac consiste em uma companhia privada, com ações negociadas em Bolsa, mas conserva alguns aspectos públicos no sistema de crédito imobiliário para proprietários

Finance Corporation of Puerto Rico, Farm Credit Leasing Services Corporation (ou apenas Leasing Corporation), Farm Credit Financial Partners, Inc. e FCS Building Association. Desde o New Deal (1933-1939), o governo americano reconheceu a especificidade da agricultura no âmbito das relações capitalistas avançadas e implementou normas de intervenção permanentes de proteção e estímulo à atividade agrícola, tais como financiamento diferenciado, estoques reguladores, preços mínimos, seguros das colheitas, racionalização do uso do solo e geração e transferência de tecnologia.

rurais (GSE). A instituição está sob supervisão da Farm Credit Administration (FCA) por meio do Office of Secondary Market Oversight (OSMO). Suas funções são desenvolvidas mediante dois programas. No Programa I, a Farmer Mac compra os empréstimos elegíveis, isto é, que seguem um conjunto de exigências para reduzir os riscos envolvidos, permitindo que o credor junto ao público amplie suas operações. No Programa II, compra os contratos garantidos pelo USDA (United State Department of Agriculture). Em 2007, os ativos da Farmer Mac somavam US\$ 4,9 bilhões.

Agências do Sistema Imobiliário Residencial

As medidas tomadas pelo governo americano para atenuar o impacto dos desequilíbrios patrimoniais das *Savings & Loan* (S&L) promoveram o desenvolvimento de um mercado secundário de hipotecas, as MBS (*mortgage-backed securities*). A criação desse mercado acabou por gerar vínculos estreitos entre os mercados de capitais e o de hipotecas. O sistema de financiamento imobiliário residencial passou a ser ancorado por cinco instituições, além dos bancos hipotecários e das instituições de poupança e empréstimo (S&L): Federal Housing Administration (FHA), Federal National Mortgage Association (Fannie Mae), Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac), Government National Mortgage Association (Ginnie Mae) e o Federal Home Loan Bank System [Cintra e Cagnin (2007)].¹¹

¹¹ Para uma discussão sobre o sistema financeiro imobiliário americano, ver Cagnin (2007). Sobre a crise das hipotecas de alto risco, ver Kregel (2008), Guttman e Plihon (2008) e Freitas e Cintra (2008).

a) Federal Housing Administration (FHA)

A FHA, criada pelo National Housing Act (NHA) de 1934, tornou-se responsável pela administração de um fundo para seguro das hipotecas, buscando garantir maior acesso à residência própria pelos cidadãos em faixas de renda mais baixas, cujo risco de crédito traduzia-se em taxas de juros e prêmios de risco em patamares proibitivos. A FHA consiste em uma agência federal sob a regulamentação do U.S. Department of Housing and Urban Development (HUD) cuja função é garantir os contratos hipotecários dos agentes emissores aprovados, em nome do Tesouro. Em contrapartida da garantia, o tomador do crédito paga um prêmio a essa agência que consiste no seu principal meio de financiamento. Como esse prêmio é mais baixo do que um similar no mercado privado, a FHA (e, posteriormente, também a Veterans Administration – VA)¹² subsidia os tomadores de crédito – que, ainda, contam com maior flexibilidade nas condições exigidas para a liberação do crédito (o rendimento e o valor do sinal requeridos são menores e são aceitas maiores razões entre a renda e o serviço da dívida). Por outro lado, a existência desse seguro garante que instituições financeiras privadas concedam crédito a esses tomadores de maior risco.

b) Fannie Mae e Freddie Mac

Em 1938, sob a Reconstruction Finance Corporation (RFC), foi criada a Federal National Mortgage Association (Fannie Mae), com objetivo de ampliar a liquidez do mercado secundário de hipotecas residenciais garantidas pela FHA (e, posteriormente, também pela Veterans Administration – VA). Até 1968, a Fannie Mae consistia em um órgão do governo federal capaz de emitir títulos de dívida para levantar os fundos necessários para realizar a compra de hipo-

¹² *A VA foi uma instituição criada após a Segunda Guerra Mundial para financiar a compra de residência por veteranos. Diferentemente da FHA, segurava apenas fração do montante da hipoteca, contudo, privilegiava os empréstimos de prazos mais longos com juros mais baixos [Colton (2002)].*

tecas no mercado secundário. Esperava-se que tal instituição captasse poupança em áreas de demanda mais baixa por hipotecas, repassando-a para áreas com escassez de recursos para financiamento residencial.

Em 1968, o Housing and Urban Development Act (HUD Act) introduziu mudanças no funcionamento do mercado secundário de hipotecas mediante a reformulação do papel da Fannie Mae. Ela foi dividida em duas agências. A “nova” Fannie Mae (cujo nome foi mantido) tornou-se uma instituição privada, ainda que continuasse a desempenhar um papel público, tornando-se uma GSE. Foi-lhe permitida a emissão de ações em Bolsa de Valores e a compra de hipotecas convencionais (sem seguro público). Em 1970, o Congresso criou outra agência nos moldes da Fannie Mae, a Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac), isto é, outra GSE. Com essa nova corporação, as autoridades públicas buscavam dar incentivo ao mercado de hipotecas convencionais originadas pelas instituições de poupança e empréstimos (*Savings & Loan*). A Freddie Mac passou a ser responsável pela emissão de títulos referenciados a contratos de crédito hipotecário, as *mortgage-backed securities* (MBS), conhecidos como *participation certificates* (PC).

A partir de 1981, foram definidos parâmetros para a atuação da Fannie Mae e da Freddie Mac na securitização de hipotecas (antes a atuação da Fannie Mae estava restrita a adquirir e manter em portfólio hipotecas convencionais). As hipotecas elegíveis deveriam obedecer a limites de tamanho do contrato, ajustados periodicamente de acordo com o preço médio das residências. As hipotecas abaixo do valor limite passaram a ser chamadas de *conforming mortgage*; as que o ultrapassavam ficaram conhecidas como hipotecas jumbo, ou *nonconforming mortgage*. A Freddie Mac ficou proibida de garantir MBS emitidas por outras agências.

A implementação dessas medidas levou à ampliação da liquidez dos papéis no mercado secundário de hipotecas, estreitando as relações entre o mercado de capitais e o de hipotecas [Cagnin (2007)]. Apesar de não serem instituições públicas e se financiarem exclusivamente a partir de emissões de títulos nos mercados de capitais e por meio

dos prêmios recebidos pelo seguro de risco de crédito associado às hipotecas securitizadas, sua importância e o acesso a alguns privilégios levavam os mercados financeiros a inferir a existência de garantias públicas a sua solidez patrimonial. Esse reconhecimento se desdobrava em uma melhor classificação do risco de suas dívidas, reduzindo seus custos de financiamento.

Entre os privilégios dessas GSE podem ser citados a isenção de pagamento de impostos estaduais e municipais (*income tax*) e de registro dos títulos emitidos na Securities and Exchange Commission (SEC). Ademais, o Tesouro tinha permissão de realizar, arbitrariamente, compras de títulos de dívida emitidos por essas instituições, até um limite de US\$ 2,25 bilhões. A emissão de dívida era uma das duas principais fontes de *funding* da Fannie Mae e da Freddie Mac, a outra forma era a própria venda das MBS [OFHEO (2003)]. As agências também possuíam uma relação estreita com o Federal Reserve System. Seus títulos eram elegíveis como colateral das operações de *open market* do Federal Reserve. Sob tais títulos, não recaía qualquer limite máximo de aplicação por parte das instituições de depósito. Outro importante benefício concedido a essas instituições era o acesso ao Federal Reserve's Fedwire Funds Transfer e ao Fedwire Securities Transfer System, onde se movimentavam grande volume de recursos diariamente. A possibilidade de operar nesses sistemas eletrônicos permitia a redução de custos das agências, ainda que de difícil mensuração. Alguns aspectos particularizaram a presença da Fannie Mae e da Freddie Mac nesses mercados junto ao Federal Reserve System. Cada uma possuía duas contas, a *general account*, utilizada para transferências de fundos entre elas e os demais participantes do Fedwire, e a *principal and interest account* (P&I), a partir da qual eram realizados os pagamentos de juros e principal dos títulos de dívida emitidos por elas. Essa última não estava sujeita aos limites estabelecidos pelo Federal Reserve ao tamanho das transações realizadas por meio do Fedwire (*net debit caps*) e ao valor das posições negativas das instituições participantes desse mercado durante um dia de negociação (*daylight overdrafts*) [OFHEO (2003)].

c) Ginnie Mae

A divisão da Fannie Mae em duas agências, implementada pelo Housing and Urban Development Act (HUD Act), de 1968, deu origem à Government National Mortgage Association (Ginnie Mae), para atuar no mercado secundário de hipotecas com seguro público, isto é, seguradas pela Federal Housing Administration (FHA). Retiraram-se, assim, da responsabilidade da Fannie Mae os créditos hipotecários relacionados com a política pública de habitação para os segmentos de renda mais baixa, liberando a instituição para promover o fortalecimento dos mercados privados de hipotecas.

As operações de mercado secundário de hipotecas com garantias públicas são conhecidas como *pass-through*. Nessas operações não são criados novos títulos (*securities*), mas apenas comercializado o direito de repasse dos fluxos de pagamento. Essas hipotecas são geralmente semelhantes em relação ao tamanho e ao tipo de contrato (com taxas de juros fixas e prazo de trinta anos), o que facilita as operações de *pass-through*. A Ginnie Mae é a agência federal (não se classifica como GSE) responsável por garantir esses contratos de *pass-through*, emitidos diretamente pelos agentes geradores da hipoteca. Em 2006, os ativos da Ginnie Mae somavam US\$ 12,89 bilhões, e o estoque de hipotecas garantidas pela instituição era de US\$ 410 bilhões.

d) Federal Housing Loan Bank System (FHLB)

O sistema de financiamento residencial ainda conta com o Federal Housing Loan Bank System, também composto por GSE, mas não securitiza os créditos hipotecários. O Sistema FHLB¹³ é formado por 12 bancos com sedes em Atlanta, Boston, Chicago, Cincinnati,

¹³ O FHLB foi criado a partir do Federal Home Loan Act de 1932 e do Home Owners Loan Act de 1933, que buscavam prover reservas ao sistema de financiamento residencial.

Dallas, Des Moines, Indianápolis, Nova York, Pittsburgh, São Francisco, Seattle e Topeka. Cada um desses bancos funciona como banco central para as instituições associadas ao Sistema, provendo a liquidez necessária ao funcionamento do mercado primário de hipotecas. Os FHLBanks têm acesso a recursos de prazo mais longo e a taxas de juros mais baixas do que cada um dos seus associados obteriam diretamente no mercado. Essa capacidade, assim como da Fannie Mae e da Freddie Mac, decorre do reconhecimento de garantias públicas implícitas. Somam cerca de oito mil instituições associadas, entre bancos, instituições de poupança, uniões de crédito e companhias de seguro de imóveis. Os FHLBanks são instituições privadas, com propriedade distribuída entre os bancos associados, sendo que as participações variam de acordo com seus ativos, o volume de hipotecas e MBS retidos em balanço e em relação à necessidade de captar recursos junto ao Sistema. Ressalta-se que os FHLBanks não concedem garantias públicas e que seu *funding* é inteiramente captado junto ao mercado, por meio da emissão de títulos de dívida, geralmente classificados como AAA. O órgão regulador é o Federal Housing Finance Board, uma agência independente cujo conselho é composto por quatro membros indicados pelo presidente dos EUA, além do secretário do Department of Housing and Urban Development (HUD).

Enfim, mesmo no amplo e profundo mercado financeiro americano, persistem inúmeras agências de fomento, sobretudo, mediante um sistema público de suporte ao comércio exterior (Eximbank), a setores com maior dificuldade de levantar recursos no mercado privado (agricultura, pequena e média empresa, educação, habitação residencial etc.) e garantia aos empréstimos em âmbito federal (habitação, agricultura). Essas instituições financiam suas operações emitindo obrigações com ou sem garantia do governo, obtendo empréstimos diretos junto ao Tesouro e com os recursos orçamentários destinados pelo Congresso. Conforme a Tabela 2, os programas de empréstimos e garantias diretas do Tesouro (US Federal Credit Programs) foram estimados em US\$ 1,37 trilhão em 2006 (sendo US\$ 251 bilhões em crédito diretos do governo federal e US\$ 1,1 trilhão em garantias a empréstimos), o equivalente a 3% do estoque de dívidas (US\$ 45,3 trilhões). Pode-se apreender que entre os em-

préstimos diretos predominam os financiamentos para estudantes e as operações para os negócios e o desenvolvimento rural; entre as garantias efetuadas, destacam-se as residenciais. Se forem incluídas as operações das GSE (US\$ 2,8 trilhões) e das *GSE-backed mortgage pools* (US\$ 3,8 trilhões), as agências federais (públicas ou quase-públicas) respondiam por 14,5% do estoque de ativos financeiros (US\$ 55,7 trilhões) em 2006.

Tabela 2
Estoque de Programa de Crédito Federal

PROGRAMA	(Em US\$ Bilhões)		
	2004	2005	2006
Empréstimos Diretos (1)	251	247	251
Federal Student Loans	107	113	116
Farm Service Agency (excl. CCC), Rural Development, Rural Housing	43	43	43
Rural Utilities Service and Rural Telephone Bank	32	34	38
Housing and Urban Development	13	12	11
Export-Import Bank	12	10	7
Public Law 480	9	9	8
Agency for International Development	8	8	7
Commodity Credit Corporation (CCC) (2)	7	3	2
Federal Communications Commission	4	–	–
Disaster Assistance	3	4	7
VA Mortgage	2	1	1
Outros	13	11	12
Garantias de Empréstimos (1)	1.231	1.096	1.120
FHA Mutual Mortgage Insurance Fund	384	336	317
VA Mortgage	351	206	211
Federal Student Loans	245	289	325
FHA General/Special Risk Insurance Fund	91	90	98
Small Business	57	73	67
Export-Import Bank	36	36	36
International Assistance	21	22	22
Farm Service Agency (excl. CCC), Rural Development, Rural Housing	29	30	31

Continua

PROGRAMA	2004	2005	2006
Commodity Credit Corporation (CCC) (2)	4	2	3
Maritime Administration	3	3	3
Air Transportation Stabilization Program	2	1	–
Government National Mortgage Association (GNMA) (3)	–	–	–
Outros	8	8	6
Total dos Programas de Crédito Federal	1.482	1.343	1.371

Fonte: United States Government (2008).

Notas: (1) Garantias de empréstimos que se tornaram empréstimos (pelo default do empréstimo inicial) estão contabilizadas em empréstimos diretos. Empréstimos e garantias das agências de seguro de depósitos foram excluídos; (2) A criação da Commodity Credit Corporation (CCC), em 1933, garantiu a estabilidade e a regularidade do fluxo de financiamento às atividades agrícolas, resultando na fixação de uma política combinada de estoques reguladores e preços mínimos; (3) Os dados referentes à GNMA são excluídos do total, pois são garantias secundárias de empréstimos garantidos pela FHA, VA e Rural Housing Service.

3. As Instituições Públicas no Sistema de Financiamento da China

Antes de 1985, os bancos chineses eram caixas das finanças governamentais geridas pelo Banco do Povo Chinês (People's Bank of China). Este, subordinado ao Ministério das Finanças (MOF), acumulava as funções de banco central, banco comercial, banco de desenvolvimento, gestão das reservas internacionais e das taxas de juros e de câmbio. Com o avanço das reformas, suas atividades comerciais e de desenvolvimento foram distribuídas entre quatro bancos estatais: Agricultural Bank of China (ABC), Bank of China (BOC), China Construction Bank (CCB) e Industrial and Commercial Bank of China (ICBC) (ver Quadro 1). Esses bancos expandiam seus empréstimos, de acordo com as metas de desenvolvimento estabeleci-

das pelo governo central ou por pressão de governos provinciais, locais e das empresas estatais.

Em 1993, foram criados três *policy banks* – Agricultural Development Bank of China, China Development Bank e Export-Import Bank of China – com a função de financiar projetos autorizados pela Comissão Nacional de Reforma e Desenvolvimento. O Agricultural Development Bank of China ficou responsável pelo financiamento das aquisições pelo Estado de produtos agrícolas e dos projetos de desenvolvimento agrícola, sendo financiado pela emissão de títulos de dívida colocados junto a outras instituições financeiras. O China Development Bank deveria conceder crédito para projetos de infraestrutura e fomento de determinadas indústrias, financiado por uma combinação de contribuições do Ministério das Finanças, emissão de dívida colocada junto a outros bancos e ao público, e uma parte dos depósitos do China Construction Bank. O Eximbank China deveria fornecer crédito de longo prazo para a importação e exportação de bens de capital e facilitar a implementação de acordos de cooperação internacional, devendo ser financiado por meio de contribuições do Ministério das Finanças e de emissão de dívida. Com a transferência dessas atividades de fomento, diretamente relacionadas à execução de políticas específicas, os quatro grandes bancos estatais chineses poderiam se concentrar mais na área comercial.

Quadro 1
Estrutura do Sistema Financeiro Chinês em 2005

INSTITUIÇÕES REGULADORAS	
Banco do Povo Chinês (People's Bank of China)	a) China Securities Regulatory Commission (CSRC), criada em 1992 para regular e fiscalizar o mercado de capitais e os derivativos
Banco Central	b) China Insurance Regulatory Commission (CIRC), criada em 1998, para regular e fiscalizar o segmento de seguros c) China Banking Regulatory Commission (CBRC), criada em 2003, para regular e fiscalizar o sistema bancário, as companhias gestoras de ativos (<i>asset-management companies</i> e <i>international trust and investment companies</i>) e outras instituições de depósito
INSTITUIÇÕES BANCÁRIAS	
Bancos Comerciais Estatais (4)	Agricultural Bank of China (ABC); Bank of China (BOC) China Construction Bank (PCBC) Industrial and Commercial Bank of China (ICBC)
<i>Policy Banks</i> (3)	Agriculture Development Bank of China China Development Bank Export-Import Bank of China
Outros Bancos Comerciais (123)	Bancos comerciais de capital misto (<i>Joint Stock Commercial Banks</i>) (12) a) China Bank of Communications (CBC); b) China ITIC Bank c) China Everbright Bank d) Hua Xiao Bank e) Guangdong Development Bank f) Shenzhen Development Bank g) China Merchants Bank h) Shanghai Pudong Development Bank i) China Industrial Bank j) China Minsheng Banking Corporation k) Evergrowing Bank l) China Zheshang Bank City Commercial Banks (CCB) (111)
Cooperativas de Crédito (cerca de 36.000)	Cooperativas de crédito rural (RCC) (cerca de 35.000) Cooperativas de crédito urbano (UCC) (cerca de 1.000)

Continua

Quadro 1
Estrutura do Sistema Financeiro Chinês em 2005

Bancos Filiais (157), agências e subsidiárias
 Estrangeiros (191)

INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS NÃO BANCÁRIAS			
<i>International Trust and Investment Corp. (ITIC)</i>	<i>Asset-Management Companies (AMC)*</i>	<i>Securities companies</i>	Seguradoras (vida, saúde e acidentes)

Fonte: *García-Herrero et al. (2006, p. 361), OCDE (2005, p. 68) e Farrel et al. (2006).*

* Foram criadas quatro AMC para gerir os ativos inadimplentes dos quatro grandes bancos estatais comerciais: i) Huarong, ligada ao *Industrial and Commercial Bank of China*, para a qual foram transferidos 407,7 bilhões de RMB; ii) Great Wall, ligada ao *Agriculture Bank of China*, para a qual foram transferidos 345,8 bilhões de RMB; iii) China Orient, ligada ao *Bank of China*, para a qual foram transferidos 267,4 bilhões de RMB; e iv) Cinda, ligada ao *China Construction Bank*, para a qual foram transferidos 373 bilhões de RMB.

Ao longo do processo foram criados outros bancos comerciais: 12 bancos de capital misto (*joint-stock commercial banks*) controlados pelas províncias, com papel relevante no desenvolvimento regional,¹⁴ e 111 *city commercial banks* (grande parte públicos, patrocinados pelas administrações locais; após 2001 passaram a absorver capital estrangeiro),¹⁵ sem autorização para operar em escala nacional ou regional. Na área rural prosperou uma extensa rede de 35 mil

¹⁴ Cinco – *Bank of Communications, Shanghai Pudong Development Bank, Shenzhen Development Bank, China Merchants Bank e China Minsheng Banking Corporation* – foram listados no mercado de capitais doméstico. Investidores privados domésticos e investidores institucionais estrangeiros compraram participações. O *China Minsheng Banking Corporation* é o único completamente privado, concentrado em operações com o setor privado (inclusive joint ventures com investidores estrangeiros).

¹⁵ Em 1995, surgiu o primeiro *city commercial bank*: *Shenzhen City Commercial Bank*. No fim de 1998, uma onda de reestruturação de 3.240 cooperativas de crédito urbano formou 88 *city commercial banks*. Inicialmente, os *city commercial banks* eram parte do aparato governamental das cidades, operando como cooperativas de crédito urbano. Depois, passaram a fazer parte do governo central, mantendo fortes laços com as administrações das cidades. Essas administrações detêm em média 75% do capital desses bancos, sendo instrumento relevante para o financiamento dos seus projetos.

cooperativas de crédito rural (*rural credit cooperatives* – RCC), associadas ao Agriculture Bank of China, respondendo por pouco menos de 10% dos ativos totais do sistema. Recolhem depósitos e concedem crédito a famílias e empresas comunitárias, desempenhando papel relevante no desenvolvimento da agricultura e das vilas rurais. As cooperativas de crédito urbano (*urban credit cooperatives* – UCC), cerca de 1.000, desempenham funções semelhantes nas áreas urbanas, sendo supervisionadas pelos outros três grandes bancos comerciais estatais. Ao longo do tempo, essas instituições acumularam elevadas taxas de inadimplência. Numa tentativa de solucionar o problema, o governo decidiu consolidá-las em cerca de 2.000 bancos de crédito rural ou bancos cooperativos. Esse processo de reestruturação começou em 2003, em oito províncias e municipalidades, devendo prosseguir nos próximos anos.

As diversas ITIC (*international trust and investment corporations*) são instituições financeiras não bancárias, supervisionadas pela China Banking Regulatory Commission, gestoras de ativos e de propriedades. Segundo o Trust Fund Management Regulations, emitido pelo Banco do Povo em 26 de junho de 2002, uma ITIC pode administrar recursos de até duzentos investidores, em que cada um contribui com no mínimo RMB 50.000 (cerca de US\$ 6.200). Os portfólios de investimentos podem incluir ações, bônus, imóveis e infraestrutura. Sob o PRC Regulations on Enterprise Annuities, uma ITIC pode gerir o portfólio de investimento dos fundos de pensão de empresas privadas. Podem ainda realizar serviços de consultoria sobre a reestruturação de empresas, fusões e aquisições, *project finance* e emissões no mercado de capitais (emissão de títulos do Tesouro, dos *policy banks* ou de corporações). Em dezembro de 2005, havia umas sessenta ITIC estabelecidas em diferentes administrações provinciais, como não bancos não estavam sujeitos à regra de limite máximo de 20% para o investimento estrangeiro. Os investidores institucionais, fundos de investimento, fundos de pensão e seguradoras, registrando ativos de 0,9%, 1,2% e 4,1% do PIB em 2003, respectivamente, encontram-se num estágio inicial de desenvolvimento, mas em rápido crescimento.

Em 1992, foi criada a China Securities Regulatory Commission (CSRC) para regulamentar e fiscalizar o mercado de capitais. Em

1998, a China Insurance Regulatory Commission (CIRC), para o segmento de seguros. Em 2003, a China Banking Regulatory Commission (CBRC) assumiu as funções de regulação e fiscalização do sistema bancário, antes atribuídas ao Banco do Povo. A partir de 1998, o Banco do Povo também deixou de possuir uma filial em cada província, e passou a contar com nove escritórios regionais, diretamente subordinados à sua sede em Pequim, sendo cada uma responsável por, no mínimo, três províncias. Com as novas agências reguladoras do sistema financeiro; todas com nível de ministério e diretamente supervisionadas pelo Conselho de Estado, o Banco do Povo assumiu papel exclusivo de banco central, gerindo a expansão da moeda e do crédito doméstico, administrando as taxas de juros e de câmbio e as reservas internacionais. Essas transformações foram condicionadas pelos acordos da China com os EUA e a União Europeia visando à sua adesão às regras da Organização Mundial do Comércio (OMC)¹⁶. Com a entrada na OMC programada para 2001, o governo acelerou as reformas do sistema financeiro, a fim de prepará-lo para enfrentar a concorrência das instituições estrangeiras, que poderiam operar no mercado doméstico, sobre as mesmas condições dos bancos chineses, a partir de novembro de 2006 (até essa data, tinham permissão apenas para operações em moeda estrangeira e em algumas cidades).

A reestruturação dos quatro grandes bancos comerciais estatais envolveu a transferência de uma parte do estoque de créditos inadimplentes (US\$ 307 bilhões) para quatro companhias de gerenciamento de ativos (*asset-management companies*) – Huorong, Great Wall, China Orient e Cinda, uma para cada um dos quatro bancos comerciais estatais, em 1998 – cuja média de recuperação tem sido de 20,5% dos empréstimos. Os bancos receberam pelo valor de face, o valor equivalente em bônus emitidos pelas companhias de ativos (implicitamente garantidas pelo Estado). O governo também injetou US\$ 105 bilhões no sistema bancário para recapitalizá-lo (entre 1998 e 2005). Com a reestruturação patrimonial e a expansão de

¹⁶ Em 15 de novembro de 1999, a China celebrou acordo com os EUA, sinalizando sua adesão às regras e normas do comércio internacional consolidadas na OMC. Em 19 de maio de 2000, a China concluiu acordo com a União Europeia sobre um conjunto de medidas de liberalização e concessões que deveriam ser estendidas aos países membros da OMC.

novos empréstimos, o estoque de créditos inadimplentes nos quatro grandes bancos comerciais estatais reduziu de 31,1% dos seus empréstimos em 2001 para 10,1%, em 2005, e 6,7%, em 2007.

A fim de introduzir mudanças na gestão de risco e dos ativos, o governo decidiu também abrir o capital de alguns bancos e atrair sócios estrangeiros, forçando-os a seguir regras internacionais de contabilidade e transparência exigidas das companhias abertas. Em 2005, o China Construction Bank abriu seu capital na Bolsa de Hong Kong, captando US\$ 9,23 bilhões. Em junho de 2006, Bank of China captou US\$ 11,2 bilhões, também na Bolsa de Hong Kong. Em outubro de 2006, o Industrial and Commercial Bank of China (ICBC) realizou a maior oferta pública inicial de ações da história, no valor de US\$ 19,1 bilhões. O último dos quatro grandes bancos comerciais, o Agriculture Bank of China, não tem data prevista para abrir seu capital.¹⁷

A participação dos bancos estrangeiros no mercado chinês ainda era pequena. Mas as principais instituições globais se posicionaram no mercado doméstico, aguardando a remoção das restrições às operações em *renminbi*, ocorrida em novembro de 2006. Em 2001, o HSBC adquiriu 19,9% do Bank of Communications e o mesmo percentual da seguradora Ping An, a segunda maior do país [Trevisan, (2006)]. Em 2005, o Bank of America anunciou investimento de US\$ 3 bilhões na compra de 8,5% do China Construction Bank (antes da abertura do capital em Hong Kong e aumentou sua participação gradualmente); o consórcio liderado pelo Royal Bank of Scotland comprou 9,6% das ações do Bank of China, por US\$ 3 bilhões. Em 2006, o Goldman Sachs liderou um consórcio de US\$ 3,8 bilhões para a compra de participação minoritária no Industrial and Commercial Bank of China.¹⁸

¹⁷ Ver também Aglietta e Landry (2007).

¹⁸ O aprofundamento da crise financeira internacional levou algumas instituições com dificuldades de caixa a se desfazer de investimentos em bancos chineses. Em janeiro de 2009, o Bank of America vendeu parte da sua participação no China Construction Bank (5,6 bilhões de ações registradas na Bolsa de Hong Kong) por US\$ 2,83 bilhões. Com isso, reduziu sua participação no banco chinês de 19,1% para 16,6%. O UBS vendeu sua participação integral de 1,66% no Bank of China por US\$ 808 milhões. [Dyer (2009)]. Em maio de 2009, o Bank of America voltou a vender parte de sua participação acionária no China Construction Bank por US\$ 7,3 bilhões. Um grupo formado por empresas de investimento e seguradoras chinesas comprou as ações.

Em suma, o sistema financeiro chinês persiste dominado pela intermediação bancária e pelas instituições públicas, de propriedade dos diversos níveis da Administração – central, provincial e local. Até mesmo as instituições não bancárias, tais como as principais companhias de seguro de vida e a maior parte das ITIC e das corretoras (*securities companies*), são de propriedade dos governos, sendo por eles controladas. Com o avanço das negociações na OMC, o aprofundamento das reformas do setor bancário e financeiro caminhou no sentido de manter sob propriedade estatal o núcleo central do sistema bancário – os quatro grandes bancos “especializados” –, que controlava a maioria dos ativos bancários e detinha extensas redes de agências, mas melhorar sua competitividade, reduzindo os créditos inadimplentes em seus portfólios, abrindo o capital e atraindo sócios estrangeiros; transferir para três novas instituições financeiras as atividades de crédito mais diretamente ligadas à execução de políticas específicas, decididas pelo Estado; transformar a natureza institucional das duas redes de cooperativas de crédito, rurais e urbanas, em bancos comerciais, sob propriedade cooperativa; conceder maior liberdade de instalação a bancos estrangeiros ou resultantes de *joint-ventures*, permitindo-lhes, não apenas a realização de operações em moeda estrangeira, mas também em moeda nacional, a partir de novembro de 2006.

A Tabela 3 fornece um panorama da evolução da participação dessas diferentes instituições nos ativos do sistema financeiro chinês. Entre 1993 e 2004, os quatro grandes bancos comerciais estatais reduziram a participação de 73,9% dos ativos para 54,6%. Os *join-stock commercial banks* saltaram de 4,4% para 15%. As cooperativas de crédito diminuíram de 11,4% para 10,4%. Os *city commercial banks* detinham 5,4% dos ativos em 2004. Os *policy banks* cresceram de 9,9% para 11,4%. Os bancos estrangeiros tinham 1,6% dos ativos em 2004. Finalmente, outras instituições, 1,5%.

Como se pode observar no Gráfico 1, o sistema financeiro chinês é bastante profundo. No sentido de que uma grande parte da poupança financeira da economia é intermediada pelo sistema bancário formal (a despeito da existência de um setor informal). O estoque de ativos financeiros cresceu de 117% do PIB, em 1994, para 221% do PIB,

Tabela 3
Participação nos Ativos, por Tipo de Instituição

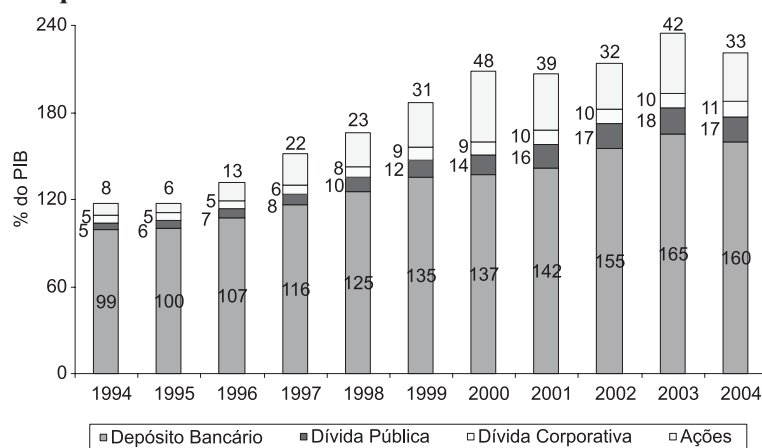
(Em %)

ANO	BANCO ESTATAL (4)	JOIN-STOCK COMMERCIAL BANKS (12)	COOPERATIVA DE CRÉDITO (36.000)	CITY COMMERCIAL BANK	POLICY BANKS (3)	ESTRAN- GEIROS (191)	OUTRAS INSTITUIÇÕES	TOTAL (US\$ BILHÕES)
1993	73,9	4,4	11,4	0,0	9,9	0,0	0,4	695
1994	72,1	5,4	12,9	0,0	9,2	0,0	0,5	596
1995	69,7	6,6	14,3	0,0	8,8	0,0	0,7	770
1996	65,3	7,3	14,1	0,0	12,4	0,0	0,9	944
1997	65,8	7,1	14,2	0,0	12,0	0,0	0,9	1.154
1998	65,1	7,5	13,5	0,0	13,0	0,0	1,0	1.333
1999	64,9	8,1	13,3	0,0	12,8	0,0	1,0	1.489
2000	63,9	9,6	13,1	0,0	12,3	0,0	1,0	1.680
2001	60,5	11,3	14,1	0,0	12,8	0,0	1,3	1.797
2002	57,9	12,8	9,9	4,9	11,4	1,2	1,7	2.598
2003	56,1	14,0	10,1	5,3	11,5	1,2	1,8	3.070
2004	54,6	15,0	10,4	5,4	11,4	1,6	1,5	3.619

Fonte: CEIC Database (<http://www.ceicdata.com>) apud García-Herrero et al. (2006, p. 342).

em 2004. Uma das explicações para esse fenômeno é a elevada taxa de poupança das famílias (o reverso da ausência de um sistema público universal de saúde e de aposentadoria), que tendem a poupar entre 20% a 25% da renda disponível (mais do que o Japão e a Coreia e no mesmo patamar da Índia). Outro elemento explicativo é o alto patamar de depósito das corporações, praticamente 35% do total. Em parte esse elevado patamar de depósito das corporações está associado às exigências colaterais (garantias parciais) dos empréstimos bancários concedidos. Finalmente, o terceiro fator é o volume de ações não negociáveis das empresas estatais. Em torno de dois terços das ações emitidas são detidas pelo governo e permanecem não negociáveis.

Gráfico 1
Estoque de Ativos Financeiros na China*



Fonte: McKinsey Global Institute Global Financial Stock Database, apud Farrel et al. (2006, p. 27, 116-117).

* A metodologia utilizada pela McKinsey quantifica os ativos do sistema financeiro por instrumento. Assim, em depósitos bancários estão incluídos moeda em circulação, depósitos à vista e depósitos de poupança; na dívida pública, títulos domésticos e internacionais; na dívida corporativa, títulos emitidos por empresas e instituições financeiras; em ações, as emitidas no mercado doméstico e internacional. Procura-se, dessa forma, dimensionar os diferentes mercados.

Os ativos do sistema bancário correspondiam a 160% do PIB no fim de 2004 (representava 77%, nos EUA, e 145%, no Japão). Os bancos realizavam a intermediação de 72% dos ativos financeiros da economia. Os bônus governamentais representavam 8%; as dívidas corporativas, 5% e; as ações, 15%. Os depósitos bancários e a poupança acumulada ultrapassaram US\$ 2,6 trilhões em 2004. As famílias mantinham grande parte de seus ativos em poupança bancária e/ou *cash*. Após 1998, os imóveis apresentaram participação crescente (ver Tabela 4). As empresas públicas absorveram praticamente 73% do crédito bancário: 35% destinado às empresas estatais (*state owned enterprises*)¹⁹ e; 38% às empresas coletivas, entre as quais se destacam as *town and village enterprises* (TVE) ligadas às aldeias, comunidades rurais, cooperativas urbanas ou províncias costeiras.²⁰ As empresas privadas e de capitais estrangeiros (*joint ventures* ou totalmente estrangeiras), 27% do crédito.

As atividades dos quatro grandes bancos comerciais estatais permaneceram concentradas na concessão de empréstimos às empresas estatais; enquanto os *joint-stock commercial banks* e os *city commercial banks*, um pouco mais voltados para as empresas não estatais (pequenas e médias empresas). Dessa forma, o setor bancário, sob a liderança dos quatro bancos comerciais estatais, com cobertura nacional, gerencia a massa da poupança das famílias e fornece grande parte do *funding* para as corporações.

A estrutura do balanço do sistema bancário releva ainda algumas especificidades do sistema financeiro chinês (ver Tabelas 5 e 6). Em primeiro lugar, a elevada participação dos empréstimos nos ativos, 60,8% para o conjunto do sistema e 92,1% para os *policy banks*. A

¹⁹ Em geral, as grandes empresas estatais são administradas pelos órgãos centrais do governo, enquanto as médias e pequenas são geridas pelas autoridades municipais ou outras autoridades locais.

²⁰ As empresas coletivas são usualmente detidas pelos seus trabalhadores e/ou gerentes, mas as autoridades locais têm um papel determinante na gerência. O modelo mais frequente é o das TVE. A produção das empresas coletivas está concentrada em bens de consumo e de exportação. As empresas estatais e as coletivas juntas compõem o setor público empresarial. Apesar de suas atividades serem distintas, as relações estabelecidas entre elas tendem a ser parcialmente complementares e competitivas. As estatais estimulam o crescimento das TVE, como forma de contornar as restrições governamentais e como mecanismo de redução de custos. As TVE e outras empresas coletivas são frequentemente fornecedoras diretas das estatais, enquanto estas concedem financiamentos às TVE.

Tabela 4
Distribuição da Riqueza das Famílias Chinesas

(Em %)

ANO	POUPANÇA	IMÓVEIS	CASH	AÇÕES	TÍTULO PÚBLICO	SEGUROS	TÍTULOS CORPORATIVOS
1993	72	0	18	4	1	1	4
1994	74	0	17	3	3	1	2
1995	78	0	14	3	3	1	2
1996	78	0	12	5	3	1	1
1997	76	0	11	7	3	0	1
1998	73	6	10	6	4	0	1
1999	67	11	10	7	3	0	1
2000	60	16	9	10	1	0	1
2001	59	19	8	8	3	0	1
2002	59	21	8	6	3	2	1
2003	59	22	8	6	3	2	1

Fonte: McKinsey Global Financial Stock Database, apud Farrel et al. (2006, p. 69).

maioria das operações era outorgada ao setor produtivo (85% do crédito total), sendo uma parte considerável na forma de empréstimos de curto prazo. Embora decrescente, os créditos de curto prazo (*revolving manner*) representavam 49% do total em 2004, sendo 13% direcionados para indústria, 10% para o comércio, 2% para a construção e 6% para a agricultura. Os empréstimos de médio e longo prazo apresentaram um crescimento notável, de 16%, em 1993, para 43%, em 2004. Em segundo lugar, a quase totalidade do passivo provinha dos depósitos, 89,1% para o conjunto do sistema, alcançando 92,1% nos bancos comerciais estatais e 79,9% nos *joint-stock commercial banks*, que faziam uso também de outros fundos (sem o pagamento de juros, provenientes de seus patrocinadores, as províncias). Os depósitos de varejo, sobretudo das famílias, seguido pelas corporações, eram as principais fontes de financiamento do sistema bancário.

O Banco do Povo administra as taxas de juros em bandas – com teto e piso – para empréstimos e depósitos (à vista e a prazo). Desde 1990, as taxas de juros vêm sendo gradualmente desregulamentadas, com remoção do teto sobre as taxas de juros dos empréstimos no interbancário e para algumas operações em moeda estrangeira e em moeda nacional; e do piso sobre algumas taxas de captação (depósitos – em moeda estrangeira e em moeda nacional). As taxas de juros nos depósitos a prazo em RMB são subdivididas em seis categorias: de três meses, seis meses, um ano, dois anos, três anos e cinco anos. As taxas de juros dos empréstimos em RMB dividem-se em taxas de juros de créditos em liquidez e taxas de juros de créditos aos investimentos em capital fixo, sendo o prazo das primeiras de seis meses ou de um ano, enquanto o das últimas de quatro tipos: dentro de um ano, de um a três anos, de três a cinco anos e mais de cinco anos.

Tabela 5
Estrutura de Ativos do Setor Bancário

	(Em %)						
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Empréstimos	62,7	62,3	59,9	57,6	57,3	58,8	60,8
Bancos Estatais (4)	60,7	61,1	57,6	55,9	56,8	57,9	60,3
Outros Bancos Comerciais	48,8	48,2	47,0	47,6	53,0	55,0	58,5
<i>Join-Stock Commercial Banks (12)</i>	48,4	50,5	49,9	50,3	53,7	57,0	60,5
<i>City Commercial Banks (111)</i>	49,5	44,6	41,5	42,0	49,5	47,5	50,5
<i>Policy Banks (3)</i>	93,2	89,7	92,2	89,2	81,7	93,5	92,1
Outros Ativos de Riscos*	11,1	14,7	18,1	22,1	24,6	24,7	23,7
Bancos Estatais (4)	11,4	15,2	20,3	24,3	25,2	25,9	24,9
Outros Bancos Comerciais	12,9	16,3	17,7	19,6	23,8	25,0	22,8
<i>Join-Stock Commercial Banks (12)</i>	15,9	19,2	19,1	20,9	21,9	22,1	20,6
<i>City Commercial Banks (111)</i>	8,0	11,7	15,0	17,0	32,7	36,5	31,6
<i>Policy Banks (3)</i>	3,0	6,8	4,9	8,5	16,6	1,7	1,3
Ativos Líquidos	24,2	21,1	20,0	18,3	16,0	14,6	13,7
Bancos Estatais (4)	25,7	21,6	19,9	17,7	15,9	14,2	13,1
Outros Bancos Comerciais	37,1	34,3	33,8	31,3	21,6	18,5	17,4
<i>Join-Stock Commercial Banks (12)</i>	34,4	29,0	29,3	27,3	22,8	19,6	17,6
<i>City Commercial Banks (111)</i>	41,6	42,7	42,4	39,9	15,9	14,5	16,5
<i>Policy Banks (3)</i>	3,6	3,2	2,6	1,8	1,5	3,8	5,4
Ativos Fixos	1,9	1,8	2,0	2,0	2,0	1,9	1,7
Bancos Estatais (4)	2,2	2,0	2,1	2,1	2,1	2,0	1,7
Outros Bancos Comerciais	1,1	1,2	1,5	1,4	1,6	1,4	1,3
<i>Join-Stock Commercial Banks (12)</i>	1,2	1,3	1,7	1,6	1,5	1,4	1,3
<i>City Commercial Banks (111)</i>	1,0	1,0	1,1	1,2	1,9	1,4	1,4
<i>Policy Banks (3)</i>	0,2	0,3	0,3	0,5	0,3	1,0	1,2

Fonte: Bankscope apud García-Herrero et al. (2006, p. 343).

* Inclui bônus das asset-management companies (AMC).

Finalmente, o governo chinês limitou o desenvolvimento do mercado de capitais e de derivativos. Em 1990, foi criada a Bolsa de Valores de Xangai e, em 1991, a Bolsa de Valores de Shenzhen. Foram instituídas várias classes de ações: ações “A” denominadas em

iuane,²¹ cotadas nas bolsas domésticas e disponíveis para investidores domésticos; ações “B” transacionadas em dólares americanos (em Xangai) e dólares de Hong Kong (em Shenzhen), liberadas para os investidores estrangeiros; ações “H”, listadas em Hong Kong, autorizadas para os investidores estrangeiros; ações “N”, listadas em Nova York; e ações não negociáveis, mantidas pelo governo. Evidentemente, o número de empresas com ações do tipo A era muito superior às outras. A maioria das empresas listadas era estatal,²² sendo que uma parte minoritária (em torno de 34%) das ações era passível de negociação e o restante era mantido pelo Estado (pelo menos 35% das ações das empresas estatais listadas, além de participações indiretas entre as empresas). Há 111 empresas chinesas que emitiram ações “B” em Xangai e Shenzhen; 60 corporações emitiram ações “H” na Bolsa de Hong Kong; cerca de 20 emitiram ações “N” em Nova York.

Tabela 6
Estrutura do Passivo do Setor Bancário

	(Em %)						
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Depósitos & Funding de Curto Prazo	83,6	82,3	81,0	83,7	83,8	89,0	89,1
Bancos Estatais (4)	89,1	88,8	89,4	90,3	90,9	91,8	92,1
Outros Bancos Comerciais	85,6	86,3	78,0	79,2	80,9	81,8	81,7
<i>Join-Stock Commercial Banks</i> (12)	84,6	86,1	74,7	75,6	79,0	79,7	79,9
<i>City Commercial Banks</i> (111)	87,4	86,6	86,0	86,8	89,7	89,9	88,7
Policy Banks (3)	64,8	50,4	47,9	45,3	5,1	82,6	83,7
Outros Funding	5,7	6,3	6,9	5,3	5,7	1,1	1,1
Bancos Estatais (4)	1,2	0,8	0,7	0,6	0,6	0,4	0,4
Outros Bancos Comerciais	1,0	0,3	0,7	0,5	0,7	0,4	0,6
<i>Join-Stock Commercial Banks</i> (12)	1,6	0,5	1,1	0,6	0,6	0,3	0,5

Continua

²¹ O *iuane* é a unidade de conta da moeda chinesa, renmimbi (RMB).

²² Na Bolsa de Xangai, pelo menos 80% das 847 companhias listadas são controladas por alguma instância governamental.

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<i>City Commercial Banks</i> (111)	0,1	0,0	0,1	0,2	1,0	0,9	1,2
<i>Policy Banks</i> (3)	27,2	38,3	43,1	46,7	84,8	11,7	12,2
Outros Funding (sem Juros)	6,1	5,4	6,4	5,4	5,4	5,4	5,5
Bancos Estatais (4)	6,5	4,8	4,6	3,8	3,5	3,2	3,1
Outros Bancos Comerciais	6,1	6,4	14,7	14,3	14,2	14,0	13,9
<i>Join-Stock Commercial</i> <i>Banks</i> (12)	8,1	8,1	20,2	19,2	16,5	16,4	16,1
<i>City Commercial Banks</i> (111)	2,9	3,7	4,2	3,9	3,5	4,5	5,5
<i>Policy Banks</i> (3)	3,4	6,6	4,4	3,2	4,1	2,9	1,1
Capital	4,5	6,0	5,7	5,6	5,2	4,5	4,3
Bancos Estatais (4)	3,2	5,6	5,3	5,3	5,0	4,6	4,4
Outros Bancos Comerciais	7,2	7,0	6,6	6,0	4,2	3,8	3,8
<i>Join-Stock Commercial</i> <i>Banks</i> (12)	5,7	5,4	4,9	4,5	3,9	3,6	3,5
<i>City Commercial Banks</i> (111)	9,7	9,6	9,7	9,1	5,9	4,8	4,6
<i>Policy Banks</i> (3)	4,6	4,7	4,6	4,7	6,0	2,8	3,0

Fonte: *Bankscope*, apud García-Herrero et al. (2006, p. 344).

No mercado de dívida, até 1994, havia apenas quatro tipos de obrigações de longo prazo, de dois anos, três anos, cinco anos e oito anos. A partir de 1995, surgiram na China obrigações de curto prazo, de um ano ou seis meses e até 17 anos. Com emissões regulares de títulos da dívida pública foi estabelecida uma curva de rendimento (*yield curve*). O mercado de bônus corporativo era bastante estreito. Estimado em 11% do PIB (ver Gráfico 1), sendo mais de 90% do estoque emitidos pelos *policy banks*, que somente podem ser comprados pelos *commercial banks*, o restante emitido pelas grandes empresas estatais. As emissões de bônus corporativos eram bastante reguladas, em geral, exigiam de 14 a 17 meses de preparação; as taxas de retorno não podiam exceder 140% da taxa de depósito bancário (em torno de 2,5% ao ano em termos nominais); os rendimentos eram tributados em 20% (enquanto os títulos públicos, isentos). Em 2005, foram autorizadas as emissões de *commercial paper*, as

quais somaram US\$ 16,2 bilhões, o equivalente a 1% do PIB, oferecendo potencial de crescimento. Criaram-se ainda três Bolsas de Mercadorias e Futuros, autorizadas a realizar transações de futuros de mercadorias, tais como cobre, alumínio, trigo, soja etc. No segundo semestre de 2007, começaram negociações de contratos de índices de ações. Os contratos futuros com câmbio e juros continuaram proibidos.

Enfim, os mercados acionários – domésticos, de Hong Kong e de praças estrangeiras – desempenharam papel reduzido no financiamento das empresas chinesas (apenas 6% do financiamento externo das corporações); o mercado de dívida privada era bastante restrito. Essas características decorriam das regulamentações, tornando o mercado acionário chinês altamente especulativo, com elevado giro (*turn over*).²³

Após as reformas econômicas e sociais, iniciadas em 1978, a economia chinesa cresceu a uma taxa média anual de 9,5%, o comércio externo registrou expansão média anual de 16%, o que transformou o país na “oficina do mundo” (título da Grã-Bretanha no século XIX). Pelo que se pode apreender do exposto acima, o crédito bancário desempenhou papel decisivo para a potencialização desse acelerado processo de acumulação de capital. Segundo Belluzzo (2007): “a experiência chinesa mostra o papel crucial dos bancos e do crédito na sustentação de taxas de crescimento elevadas, sempre guiados pela decisão política do Estado”. Na mesma direção, Oliveira (2007) sugere:

Nas grandes cidades da China, a cada quadra chama a atenção uma agência de banco. São sempre agências de quatro grandes bancos estatais e, os clientes preferenciais são empresas estatais ou entidades da administração pública. (...) é interessante notar que a forte presença dos bancos estatais permite ao governo chinês controlar o crédito e, conseqüentemente, comandar o nível geral de investimentos. O governo também direciona os empréstimos entre os diferentes setores da economia.

²³ *A quase totalidade dos investidores é de pessoas físicas que preferem aplicar seus recursos diretamente, em vez de recorrer a fundos de ações. Seus movimentos não são pautados pelo desempenho das companhias, cujas informações são relativamente escassas, mas pela expectativa de valorização das ações para efetuar ganhos de capital.*

Em suma, a estratégia chinesa de manter superávits em conta corrente, acumular reservas internacionais, controlar os fluxos de capitais e a estabilidade da taxa de câmbio, associada à expansão do crédito doméstico, por meio dos bancos públicos, permitiu o elevado dinamismo da economia, ampliando sua participação na geração de empregos e de valor adicionado na indústria manufatureira global.²⁴

4. Considerações Finais

Como discutido, nos EUA, um dos mercados financeiros mais profundos do mundo, persistiram inúmeras agências de fomento, configurando um sistema público de suporte ao comércio exterior, a setores com maior dificuldade de levantar recursos no mercado privado (agricultura, pequenas e médias empresas, educação, habitação residencial etc.) e garantia aos empréstimos em âmbito federal (habitação, agricultura). Essas instituições (públicas ou quase-públicas) financiam suas operações emitindo obrigações com ou sem garantia do governo, obtendo empréstimos diretos junto ao Tesouro e com recursos orçamentários destinados pelo Congresso.

Na China, o sistema financeiro permaneceu dominado pelos bancos (os quatro bancos comerciais, os 12 *joint-stock commercial banks*, os 111 *city commercial banks* e os três bancos criados para fornecer crédito a setores específicos) e mantidos sob controle dos diversos níveis da administração pública – central, provincial e local. O avanço das reformas caminhou no sentido de melhorar a competitividade, mas preservar o controle estatal do núcleo central do sistema, qual seja, os quatro bancos comerciais, que detinham a maioria dos ativos bancários e extensas redes de agências e os três *policy banks*, diretamente envolvidos com a execução de políticas públicas. Esse sistema bancário, amplamente regulamentado, gerenciava a poupança das famílias e das empresas e fornecia grande parte do *funding*

²⁴ Para a estratégia de crescimento chinesa, ver Medeiros (2006) e Acioly (2005).

para as corporações – públicas e privadas –, desempenhando papel crucial no processo de desenvolvimento do país.

Os mecanismos utilizados no direcionamento variaram consideravelmente. Na China, as autoridades usaram praticamente todos os instrumentos disponíveis, inclusive teto e piso sobre as taxas de juros nos depósitos e nos empréstimos, fomentando a implantação de estruturas industriais estratégicas, de redes de pesquisa e desenvolvimento (P&D) e de infraestrutura. Nos EUA, uma economia mais madura, os mecanismos de crédito seletivo estavam associados aos programas e às instituições financeiras especiais de crédito (e à expansão das garantias).

Assim, as experiências americana e chinesa mostram que

as razões que conduziram à criação de instituições de crédito com funções especiais, de modo geral, estão associadas a aspectos específicos de determinados setores ou atividades econômicas, os quais ainda não se alteraram a despeito das transformações intensas porque tem passado a atividade financeira. Parece claro que a homogeneização das instituições financeiras esbarra no limite representado pela necessidade de financiar atividades e setores prioritários e/ou estratégicos que, em virtude dos riscos e dos prazos requeridos, enfrentam dificuldades na captação de recursos junto aos mercados [Ferreira et al. (1998, p. 74)].

Nos países desenvolvidos e em desenvolvimento, pequenas e médias empresas encontram limitações de volume, de custo e de garantias exigidas pelos sistemas financeiros. As mesmas restrições tendem a ser enfrentadas pelos setores novos e estratégicos. O financiamento à pequena e à média empresa e aos setores estratégicos foi solucionado por meio da articulação de uma intermediação financeira específica. O mesmo tende a ocorrer em relação ao financiamento do comércio exterior, da atividade agrícola e da construção civil (residencial e infraestrutura), em face dos elevados riscos associados aos empréstimos, exigindo a montagem de um “sistema de crédito específico”.

Referências

- ACIOLY, Luciana. “China: uma inserção externa diferenciada”. *Boletim de Economia Política Internacional: Análise Estratégica*, n. 7, Campinas, Ceri/IE/Unicamp, out./dez. 2005.
- AGLIETTA, Michel & LANDRY, Yves. *La Chine vers la superpuissance*. Paris: Ed. Economica, 2007.
- AMYX, Jennifer & TOYODA, Maria A. *The evolving role of national development banks in East Asia*. Kitakyushu: International Centre for the Study of East Asian Development, dez. 2006 (Working Paper Series, 2006-26).
- BELLUZZO, Luiz G. de M. “Por uma política monetária mais flexível”. *Valor Econômico*, São Paulo, 2 de maio de 2007, p. F2.
- BRAGA, José Carlos S. & CINTRA, Marcos A. M. “Finanças dolarizadas e capital financeiro: exasperação sob comando americano”. In: FIORI, J. L. (org.). *O poder americano*. Petrópolis: Vozes, 2004, p. 253-307.
- CAGNIN, Rafael F. *O mercado imobiliário e a recuperação econômica dos EUA após 2002*. Campinas: IE/Unicamp, 2007 (Dissertação de Mestrado).
- CINTRA, Marcos A. M. “Caracterização dos fundos, delimitação conceitual, experiências internacionais e enfoques teóricos”. Relatório I do Projeto de pesquisa *O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento – Subprojeto IX. Crédito direcionado e desenvolvimento econômico no Brasil: o papel dos fundos públicos*. Campinas: Cecon/IE/Unicamp e Rio de Janeiro: BNDES, julho de 2007 (*mimeo*).
- CINTRA, Marcos A. M. & CAGNIN, Rafael F. “Evolução da estrutura e da dinâmica das finanças norte-americanas”. *Econômica*, v. 9, n. 1, Rio de Janeiro, UFF, p. 89-131, dez. 2007.

COLTON, Kent W. *Housing finance in the United States: The transformation of the U.S. housing finance system*. Cambridge, MA: Joint Center for Housing Studies, Harvard University, jul. 2002.

DYER, Geoff. “BofA vende participação no chinês CCB”. *Financial Times*, reproduzido no *Valor Econômico*, São Paulo, 8 de janeiro de 2009.

FARRELL, Diana et al. *Putting China's capital to work: the value of financial system reform*. San Francisco: McKinsey Global Institute, maio 2006.

FERREIRA, Carlos K. L. et al. “Formato institucional do sistema monetário e financeiro: um estudo comparado”. In: FREITAS, M. C. P. & CINTRA, M. A. M. (orgs.). *Transformações institucionais dos sistemas financeiros: um estudo comparado*. São Paulo: Fundap/Fapesp, 1998, p. 13-144.

FMI – FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. *People's Republic of China*. Article IV Consultation – Staff Report; Staff Statement; and Public Information Notice on the Executive Board Discussion. Washington, D.C.: FMI (Country Report, n. 06/394), out. 2006.

FREITAS, M. Cristina P. de & CINTRA, Marcos A. M. “Inflação e deflação de ativos a partir do mercado imobiliário americano”. *Revista de Economia Política*, v. 28, n. 3 (111), São Paulo, Editora 34, jul./set. 2008.

FREITAS, M. Cristina P. & SCHWARTZ, Gilson. “Financiamento de longo prazo nos mercados de crédito e de capitais”. Relatório Parcial n. 5 do Projeto *O formato institucional do sistema monetário e financeiro: um estudo comparado*. São Paulo: IESP/Fundap/Secretaria da Ciência, Tecnologia e Desenvolvimento Econômico do Estado de São Paulo, 1992.

GARCÍA-HERRERO, Alicia et al. “China's banking reform: an assessment of its evolution and possible impact”. *CESifo Economic Studies*, v. 52. Londres: Oxford University Press/Munich: Ifo Institute for Economic Research, fev. 2006, p.304-363.

GREENSPAN, A. "Government-sponsored enterprises". Testimony before Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, U.S. Senate, Washington, D.C., 24 de fevereiro de 2004.

GUTTMANN, Robert & PLIHON, Dominique. *Consumer debt at the center of finance-led capitalism*. Paris, jan. 2008, *mimeo*.

KREGEL, Jan. "Minsky's cushions of safety: systemic risk and the crisis in the U.S. subprime mortgage market". *Public Policy Brief*, n. 93, The Levy Economics Institute of Bard College, jan. 2008.

MAZZUCHELLI, Frederico. *Os anos de chumbo: Notas sobre a economia e a política internacional no entreguerras*. Campinas: Facamp, 2009 (no prelo).

MEDEIROS, Carlos A. "A China como um duplo polo na economia mundial e a recentralização da economia asiática". *Revista de Economia Política*, v. 26, n. 3 (103), São Paulo, Nobel, 2006, p. 381-400.

OCDE – ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. *Economic Surveys: China, 2005*. Chapter 3. Reforming the financial system to support the market economy. Paris: OCDE, 2005, p. 137-176.

OFHEO – OFFICE OF FEDERAL HOUSING ENTERPRISE OVERSIGHT. *Systemic risk: Fannie Mae, Freddie Mac and the role of OFHEO*. Office of Federal Housing Enterprise Oversight, fev. 2003.

OLIVEIRA, Carlos Alonso B. de. "Será carne de urubu?". *Carta Capital*, São Paulo, 2 de fevereiro de 2007.

SCHICH, Sebastian et al. "Financial system reform in China: discussions with Chinese authorities". *Financial Market Trends*, n. 91. Paris: OCDE, out. 2006, p. 63-83.

TREVISAN, Cláudia. "Os estrangeiros e a reforma do sistema financeiro chinês". *Economia Política Internacional: Análise Estratégica*, n. 9, Campinas, Ceri/IE/Unicamp, jul./dez. 2006, p. 93-97.

UNITED STATES GOVERNMENT. Analytical Perspectives. Budget of the United States Government, Fiscal Year 2007, p. 86-88, 2008.

Capítulo 4

Mercado de Crédito no Brasil: Evolução Recente e o Papel do BNDES (2004-2008)

André Albuquerque Sant'anna
Gilberto Rodrigues Borça Junior
Pedro Quaresma de Araujo*

** Economistas da Área de Pesquisa e Acompanhamento Econômico (APE)
do BNDES.
Os autores agradecem os comentários de Beatriz Barbosa Meirelles.*

1. Introdução

O desenvolvimento econômico guarda forte relação com a ampliação do crédito. A maior disponibilidade de empréstimos permite que a demanda efetiva se expanda e, conseqüentemente, gere uma aceleração da trajetória de crescimento da renda e do emprego. O acesso ao crédito permite às famílias aumentar seu consumo de bens duráveis e investir, em especial, em residências e educação.¹

A maior disponibilidade de financiamentos de longo prazo, por sua vez, permite que as empresas se lancem em empreendimentos de maior escala, o que realimenta o processo de crescimento econômico. De fato, em países com mercados de crédito e de capitais pouco desenvolvidos, a ampliação da capacidade produtiva fica basicamente limitada ao autofinanciamento das empresas, à capacidade do governo de disponibilizar fundos de longo prazo e aos movimentos de expansão e contração da liquidez internacional – determinantes no volume de captações externas.

A experiência internacional mostra que os mecanismos predominantes de financiamento de longo prazo podem variar muito entre países. Nos Estados Unidos e na Inglaterra, por exemplo, esse papel é basicamente cumprido pelo mercado de capitais, com a colocação de ações e títulos de renda fixa das empresas diretamente junto ao público. Em outros países, como Alemanha, Japão e Brasil, os bancos têm um papel mais importante nesse processo, por meio do financiamento indireto [Demirgüç-Kunt e Levine (2004)].

Outra diferença relevante entre os países é a forma como os estados nacionais intervêm na alocação de recursos nos mercados de crédito de longo prazo. Segundo Torres (2007), nos países em que o financiamento direto é dominante, essa ação é feita predominantemente por meio de garantias públicas. Nos mercados em que o financia-

¹ Há uma vasta literatura que trata do papel dos mercados de crédito e capitais na relação entre desigualdade e crescimento econômico e também para a superação de “armadilhas da pobreza”. Um texto que resume os principais resultados é, por exemplo, Bénabou (1996).

mento indireto é mais importante, os estados agem por meio de bancos públicos ou fundos fiscais.

Nos últimos anos, a atuação dos bancos públicos vem sendo objeto de controvérsia. Alguns autores afirmam que essas instituições substituem ou inibem o desenvolvimento do crédito privado. Isso ocorreria em razão de dois fatores que assegurariam ao Estado acesso relativamente mais barato a fontes de recursos. O primeiro é sua capacidade única de tributar a sociedade, enquanto o segundo reside no fato de o seu risco de crédito ser normalmente mais baixo do que o do setor privado. Desse ponto de vista, a atuação dos bancos públicos inibiria o desenvolvimento do setor financeiro privado e, em consequência, o crescimento econômico [Novaes (2007) e Pinheiro (2007)].

Em oposição, há uma visão alternativa que sustenta a complementaridade entre bancos privados e públicos, em especial aqueles voltados a empréstimos de longo prazo. Nesse caso, o Estado, sobretudo por meio de seus bancos de desenvolvimento, atuaria no financiamento a projetos de investimento que o setor privado, por motivos de prazo e risco elevados, não se interessaria em apoiar em condições compatíveis com os retornos esperados [Torres (2007)].

Particularmente no Brasil, uma questão relevante, que ganhou maior importância a partir de setembro de 2008, com o aprofundamento da atual crise financeira internacional, é a atuação compensatória adotada pelos bancos públicos. A expansão de suas operações de crédito tem a característica de ocorrer justamente nos momentos em que o sistema de crédito privado se contrai, possibilitando, assim, a sustentação dos canais de financiamento dos projetos de investimento.

Assim, dada a importância da oferta de recursos para o desenvolvimento econômico,² este trabalho tem por objetivo, simultaneamente, investigar as mudanças recentes ocorridas no mercado de crédito

² Ressalte-se que a ampliação do crédito, em si, não é necessariamente favorável ao desenvolvimento. Para tal, é preciso que o financiamento disponível seja destinado, de algum modo, ao estímulo da produção e não à especulação. Uma das causas apontadas para a crise atual é justamente o excesso de crédito imprudente. Os autores agradecem os comentários de um dos pareceristas a esse respeito.

bancário brasileiro e situar o papel do BNDES nesse processo. Para tal, o texto está dividido em seis seções, incluindo esta introdução. A segunda realiza um panorama geral da evolução das condições do crédito bancário no Brasil, destacando tanto o seu montante como percentual do PIB em uma comparação internacional quanto sua trajetória interna de expansão entre 2004 e 2008. A terceira seção trata da contribuição dos segmentos por atividade econômica na evolução do crédito bancário privado, ressaltando que o processo de crescimento, inicialmente concentrado no crédito às pessoas físicas, estendeu-se para os demais segmentos do setor privado. A quarta seção mostra como os bancos de diferentes origens de capital responderam a esse movimento de expansão generalizada do crédito. Na quinta seção, procura-se situar o papel do BNDES nessa nova dinâmica, destacando tanto o caráter anticíclico de sua atuação quanto sua vitalidade no financiamento de longo prazo da indústria e da infraestrutura no Brasil. Por fim, na sexta seção, apresentam-se as conclusões do estudo.

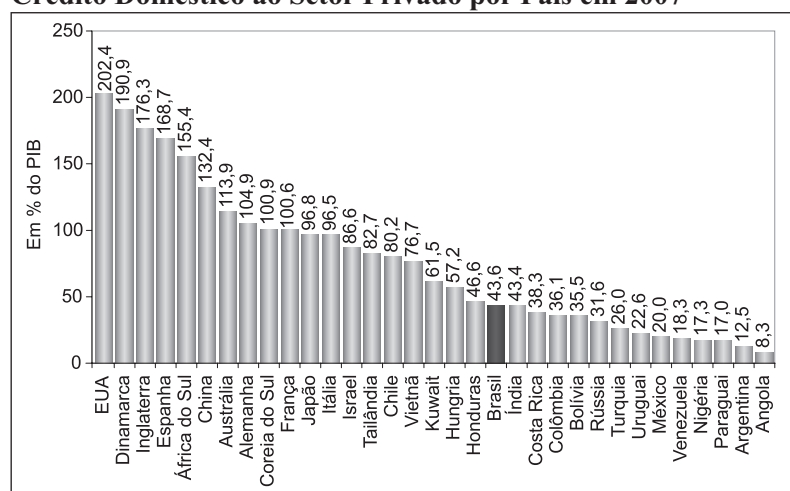
2. Panorama Geral do Crédito Bancário Brasileiro

A relação entre os saldos dos empréstimos e o respectivo produto interno bruto (PIB) dos países é uma importante medida de referência das condições e da profundidade do mercado de crédito bancário. O Gráfico 1 reúne esse indicador para um grupo de 34 países. Percebe-se que esse percentual é significativamente maior nos países mais desenvolvidos, chegando a atingir mais de 200% do PIB, como no caso dos Estados Unidos.

Outra relação importante é a intensificação do crédito frente ao PIB nos países que aceleraram seu crescimento no passado recente. China e Coreia do Sul, por exemplo, têm uma relação crédito/PIB superior a 100%. Além do nível e do crescimento da renda *per capita*, existem outros dois fatores que, de acordo com Djankov e Shleifer (2007), exercem significativa influência sobre o volume da oferta de

crédito ao setor privado nos países: a proteção aos direitos dos credores e o nível de informação disponível sobre os tomadores.

Gráfico 1
Crédito Doméstico ao Setor Privado por País em 2007



Fonte: *Financial Structure Database (2008)*.

No Brasil, o crédito ao setor privado apresenta duas características marcantes quando comparado a outros países. A primeira delas é a de ser relativamente escasso. Segundo dados do Banco Mundial, em 2007 o estoque de crédito no Brasil montava a apenas 43,6% do PIB.³ Ainda que acima de outros países latino-americanos com grau de desenvolvimento semelhante – como México (20%), Argentina (12,5%) e Colômbia (36%) –, esse indicador é bem inferior ao observado nas economias desenvolvidas e em economias em desenvolvimento do leste da Ásia – Coreia do Sul (101%), Malásia (100%) e Tailândia (82,7%).

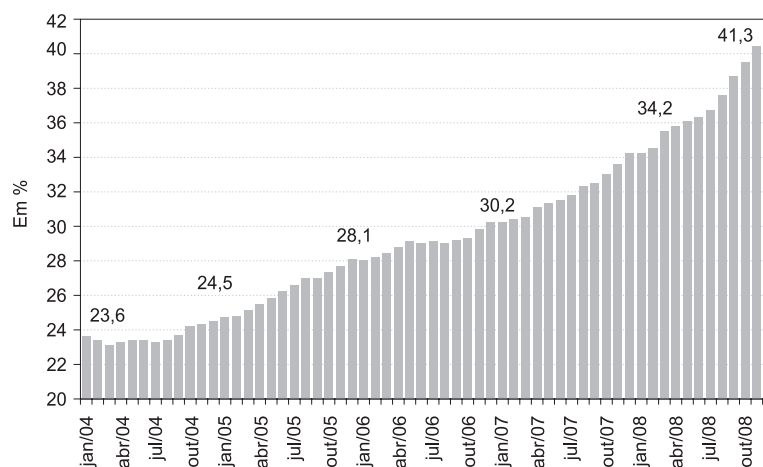
A segunda característica peculiar do crédito no Brasil nos últimos anos é sua volatilidade. De acordo com o BID (2005), a volatilidade do crédito nos países da América Latina e do Caribe está relacionada

³ Cabe observar que os dados de crédito entre Banco Central do Brasil e Banco Mundial são bastante distintos, em virtude de diferenças metodológicas na apuração.

tanto aos choques macroeconômicos externos enfrentados quanto às condições de instabilidade da região [Gourinchas et al. (2001)]. No Brasil, a volatilidade da oferta de crédito esteve ligada aos movimentos no cenário internacional. As crises do México, em 1994/1995, da Ásia, em 1997, da Rússia, em 1998, e a própria crise brasileira, de 1999, são exemplos de choques externos que tiveram efeitos negativos na evolução das condições de crédito do país, contribuindo para sua maior volatilidade.

Como se pode ver no Gráfico 2, desde 2004 o volume de crédito em relação ao PIB vem apresentando um crescimento de forma continuada, passando de 23,6%, em janeiro daquele ano, para 41,3% do PIB, em dezembro de 2008.

Gráfico 2
Evolução da Relação Crédito/PIB no Brasil (2004-2008)
Dados Mensais até Dezembro de 2008

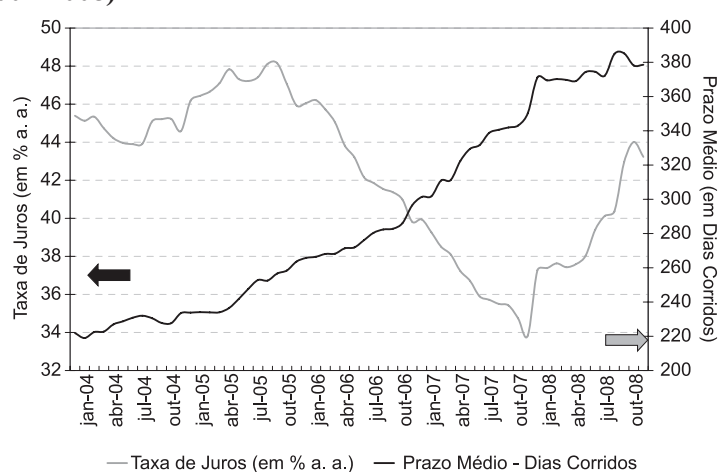


Fonte: Bacen.

A ampliação do crédito entre 2004 e 2008 foi acompanhada de uma mudança importante no perfil do mercado. Houve, de maneira quase contínua, forte alargamento dos prazos das operações dos bancos com créditos não-direcionados. Em janeiro de 2004, o prazo médio dos empréstimos – englobando crédito tanto para pessoa física quan-

to para pessoa jurídica – era de 222 dias corridos, enquanto em dezembro de 2008, quatro anos depois, havia se elevado para 379 dias, um aumento de 70,6% no período.

Gráfico 3
Prazo Médio e Taxa de Juros das Operações de Crédito (2004-2008)



Fonte: Bacen.

Outro ponto relevante no segmento de crédito com recursos livres diz respeito à trajetória das taxas de juros.⁴ Como se pode observar no Gráfico 3, até o fim de 2007 as taxas cobradas apresentaram forte tendência de queda, passando, em termos anuais, de um patamar de 45%, entre 2004 e 2006, para menos de 35%, no final de 2007. No entanto, essa tendência foi revertida ao longo de 2008, quando as taxas voltaram a subir, encerrando o ano acima de 40%.

Dois fatores contribuíram para essa inflexão da trajetória de queda das taxas de juros: em primeiro lugar, o aumento da alíquota do IOF no início de 2008, com vistas a recompor as receitas governamentais perdidas em decorrência da extinção da CPMF. Em segundo lugar, o

⁴ Recursos cuja aplicação depende apenas das decisões microeconômicas das instituições financeiras e não são direcionados pelo governo.

agravamento da atual crise financeira internacional, que gerou uma elevação do custo do crédito doméstico.

3. Contribuição dos Segmentos na Evolução do Crédito

Nos últimos cinco anos, a oferta de crédito bancário no Brasil apresentou fortes taxas de expansão. A Tabela 1 reúne tanto o crescimento real ao setor privado pelos principais segmentos de atividade econômica quanto sua composição e contribuição à variação do crédito. Percebe-se que todos os segmentos, sem exceção, apresentaram taxas médias de crescimento real de dois dígitos. Entre 2004 e 2008, o maior destaque ficou a cargo da concessão de crédito às pessoas físicas. Além de responder, em dezembro de 2008, por 32,4% do total de mercado, o segmento registrou a taxa mais elevada de crescimento real médio, ou seja, 31,5% a.a. entre dezembro de 2003 e dezembro de 2008.

Tabela 1
Evolução do Crédito Privado

(Em %)

	TAXA ANUAL MÉDIA DE CRESCIMENTO (2004-2008)	TAXA DE CRESCIMENTO 2008	COMPOSIÇÃO DO CRÉDITO PRIVADO 2008	CONTRIBUIÇÃO À VARIAÇÃO DO CRÉDITO PRIVADO 2008
Pessoas Físicas	31,5	23,9	32,4	26,6
Indústria	20,5	38,6	24,8	29,2
Outros Serviços	25,1	40,6	18,3	22,4
Comércio	23,6	27,8	10,4	9,6
Rural	17,6	19,3	8,9	6,1
Habitacional	20,4	38,0	5,2	6,2

Fonte: *Elaboração própria, com base em dados do Bacen.*

Tal fato deveu-se, por um lado, à rápida disseminação das operações consignadas em folha de pagamento e, por outro, à ampliação significativa dos financiamentos a automóveis, que vieram acompanhados do alongamento dos prazos e redução dos juros.

Esse quadro alterou-se em 2008, quando o crédito às empresas (indústria, comércio e outros serviços) apresentou uma taxa de crescimento superior à do crédito às famílias. Além disso, o crédito industrial foi o principal responsável pelos novos empréstimos efetuados, contribuindo com 29,2% da variação do saldo das operações do crédito privado no ano. Grande parte desse resultado pode ser atribuída à ação dos bancos públicos para sustentar o crédito produtivo diante da crise financeira internacional.⁵

Além do crédito à indústria, cabe destacar a variação expressiva do crédito à habitação, que cresceu 38,0% em 2008. Esses resultados estão associados, por um lado, ao aumento recente verificado no investimento residencial e, por outro, ao forte ciclo de investimentos vivenciado pela economia brasileira nos últimos anos. No que tange ao crédito habitacional, foram relevantes, também, algumas melhorias institucionais introduzidas, particularmente alienação fiduciária e patrimônio de afetação [Nascimento e Coutinho (2006)]. Em suma, a ampliação do crédito resultou de maior proteção ao credor, item apontado como fundamental por Djankov e Shleifer (2007), em uma pesquisa sobre os determinantes do nível de crédito em mais de cem países.

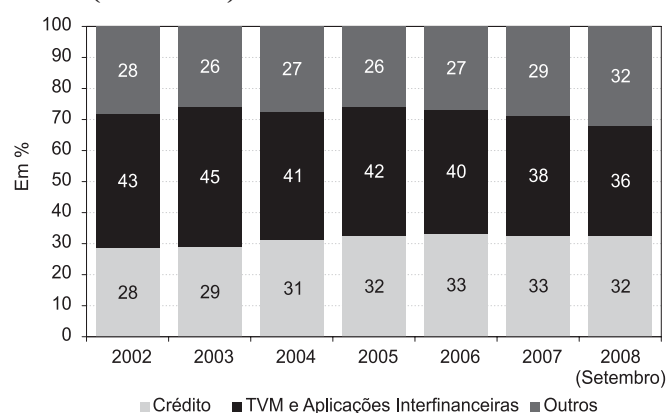
4. Bancos e a Expansão do Crédito

Aliado a essa ampliação do nível de crédito, os bancos procederam também a uma mudança na composição de seus ativos. Como se pode ver no Gráfico 4, a partir de 2002 o crédito ganhou importância nas aplicações dessas instituições financeiras, passando de 28,5% de seus ativos totais, no início de 2002, para 32,4%, em setembro de

⁵ *A respeito do papel dos bancos públicos na manutenção recente do nível de crédito, ver Seção 4.*

2008, sendo que, em 2006, chegara a 33,3%. Esse aumento do crédito ocorreu em detrimento tanto de títulos e valores mobiliários (TVM) quanto de aplicações interfinanceiras e disponibilidades – todos ativos com maior liquidez.

Gráfico 4
Composição Percentual dos Ativos dos Bancos Comerciais
Brasileiros (2002-2008) – Dados até Setembro de 2008

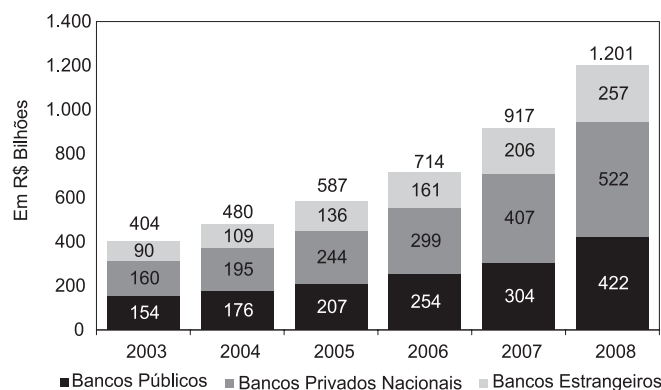


Fonte: Elaboração própria, com base em dados do Bacen.

O cenário de estabilidade econômica dos últimos anos fez com que ativos de maior liquidez e baixo risco tenham se tornado menos rentáveis à medida que a incerteza sobre os rumos da economia se reduzia. Assim, como parte de uma estratégia de buscar maior rentabilidade para seus ativos, os bancos comerciais passaram a ofertar não apenas mais crédito aos agentes econômicos, mas também outros tipos de serviços, como avais e fianças, conforme se pode observar na parte de outros ativos, do Gráfico 4.

Esse comportamento vem sendo observado em praticamente todos os bancos comerciais, independentemente da origem do capital. Conforme mostra o Gráfico 5, tanto os bancos privados nacionais quanto os estrangeiros e os estatais aumentaram suas operações de crédito de forma semelhante. O resultado final desse movimento foi que as participações de mercado entre esses três grandes conjuntos de bancos mantiveram-se relativamente constantes.

Gráfico 5
Operações de Crédito ao Setor Privado por Origem do Capital (2003-2008)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados do Bacen.

Deve-se considerar, todavia, que a acentuação da crise financeira global no segundo semestre de 2008 deve trazer alguns impactos para o país, sobretudo no mercado de crédito. Assim, é possível que a trajetória de expansão do crédito e a menor exposição dos bancos a títulos públicos se revertam em alguma medida, o que poderá ser constatado com a divulgação dos resultados finais dos balanços dos bancos para o ano de 2008. De todo modo, esse quadro, ainda que possa sofrer alguma modificação, não deve apresentar transformações drásticas, sobretudo por causa da significativa expansão das operações de crédito dos bancos públicos.

De acordo com a Tabela 2, os bancos públicos, em 2008, aceleraram suas operações de crédito a uma taxa praticamente duas vezes maior (40%) do que sua média de crescimento do período 2004-2008 (22%). Esse comportamento foi fundamental para a manutenção da trajetória de crescimento do crédito doméstico, a despeito do agravamento da crise financeira internacional. Nota-se que, em 2008, os bancos públicos foram responsáveis por 43,2% do crescimento das operações de crédito, percentual bem superior tanto ao ano de 2007 (24,7%) –, quanto à média do período 2004-2008 (33%).

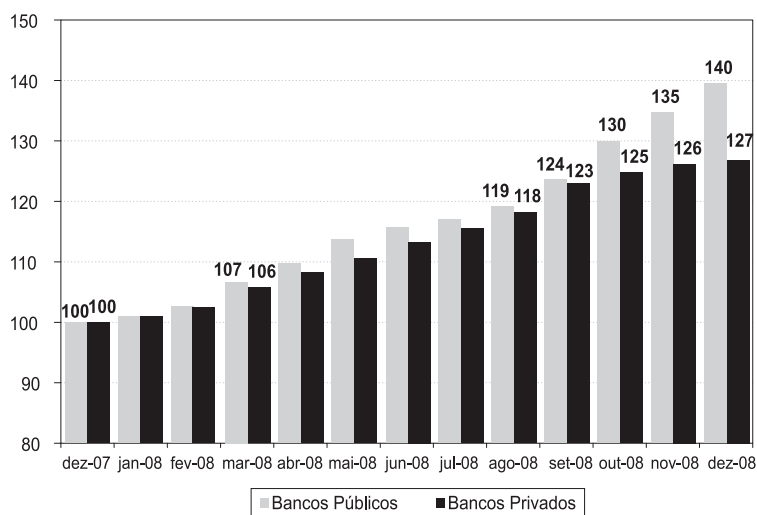
Tabela 2
**Taxa de Crescimento das Operações de Crédito:
 Bancos Públicos e Privados**

	TAXA DE CRESCIMENTO DAS OPERAÇÕES DE CRÉDITO (EM %)		CONTRIBUIÇÃO AO CRESCIMENTO (EM %)	
	BANCOS PÚBLICOS	BANCOS PRIVADOS	BANCOS PÚBLICOS	BANCOS PRIVADOS
2004	15,0	22,0	31,6	68,4
2005	16,0	25,0	28,7	71,3
2006	20,0	21,0	36,1	63,9
2007	19,0	33,0	24,7	75,3
2008	40,0	27,0	43,2	56,8
Média	22,0	25,6	32,9	67,1

Fonte: Elaboração própria, com base em dados do Bacen.

De fato, grande parte da diferença entre as taxas de variação das operações de crédito entre os bancos públicos e privados, em 2008, deve-se às reações distintas diante do agravamento da crise financeira no último trimestre. Como mostra o Gráfico 6, a partir de setembro de 2008, com a quebra do Lehman Brothers, enquanto os bancos privados mantiveram praticamente estável o nível de suas operações de crédito, os bancos públicos seguiram sua trajetória de crescimento, inclusive acelerando a expansão da oferta de recursos.

Gráfico 6
Expansão das Operações de Crédito dos Bancos Públicos e Privados 2008 – dez/07 = 100



Fonte: Elaboração própria, com base em dados do Bacen.

5. O Papel do BNDES em Relação ao Mercado de Crédito

Ao longo de sua existência, o BNDES tornou amplamente conhecida sua função de provedor de *funding* de longo prazo à indústria e à infraestrutura. No entanto, menos evidente é o papel do Banco também como importante ator anticíclico no mercado de crédito, no qual atua de forma compensatória em relação ao restante do sistema financeiro. Em todo o mundo, os mercados de crédito são voláteis. Isso é uma decorrência natural dos riscos que as instituições financeiras naturalmente são obrigadas a gerenciar, entre os quais estão o creditício, o de liquidez, o de juros e o de taxa de câmbio.

Tais características conferem ao negócio bancário fragilidades próprias que, por sua natureza, tendem a acentuar-se em cenários de instabilidade macroeconômica. Essas limitações tornam-se, por sua vez, menos perceptíveis em situações de crescimento econômico, já que a própria concorrência bancária tende a reduzir a aversão ao risco. É por esses motivos que o crédito se contrai muito fortemente quando a economia se retrai e, inversamente, se expande rapidamente quando a economia cresce⁶ [Carvalho et al. (2001)]. A fim de evitar esse tipo de comportamento procíclico do crédito, o Estado pode atuar, por meio de bancos públicos, para sustentar as linhas de financiamento a empresas em momentos de crise.

Nesse sentido, o BNDES exerce um importante papel de estabilizador no mercado de crédito nacional. Nos momentos em que o mercado se contrai, como no período 2001-2003, o Banco amplia sua participação relativa ao garantir acesso ao crédito às empresas em momentos de liquidez escassa. Entretanto, quando o mercado de crédito se expande, o BNDES vê a sua participação se reduzir, deixando a cargo do setor privado o atendimento da demanda por crédito em expansão.

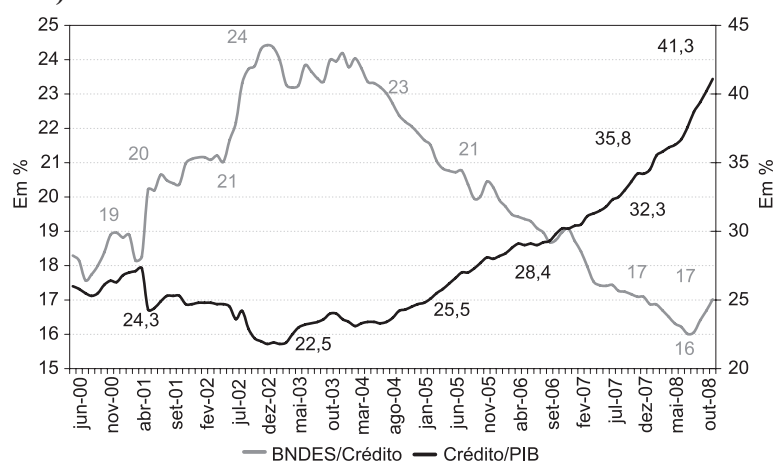
Como se observa no Gráfico 7, diante da retração do crédito bancário e da atuação anticíclica do BNDES em relação à oferta de crédito, sua participação no crédito total ao setor privado, entre junho de 2000 e dezembro de 2003, passou de um mínimo de 18,1%, em abril de 2001, para atingir um máximo de 24,3%, em março de 2003. Desde então, à medida que os bancos comerciais retomaram a expansão de suas atividades, a participação do Banco no crédito total reduziu-se gradativamente, atingindo 16,0% em setembro de 2008. A partir de então, em resposta à crise financeira internacional, a participação do BNDES voltou a crescer, alcançando 17,0% no fim de 2008, isto é, houve um ganho de participação relativa de 1,0% no mercado de crédito em apenas três meses. Destaque-se que esse aumento na participação relativa decorreu, de fato, de um incremento nos desembolsos do BNDES acumulados em 12 meses, que passaram de um patamar de 2,4% do PIB, em janeiro de 2008, para 3,1%

⁶ *Para uma análise sobre os impactos procíclicos da restrição do crédito na economia via variações nos investimentos de longo prazo, ver Aghion et al. (2005).*

do PIB, em dezembro de 2008. Nesse sentido, o incremento da participação do BNDES no mercado cresceu em virtude de uma política ativa de ampliação de empréstimos.⁷

Gráfico 7

Papel Estabilizador do BNDES no Mercado de Crédito (2000-2008) – Dados até Dezembro de 2008

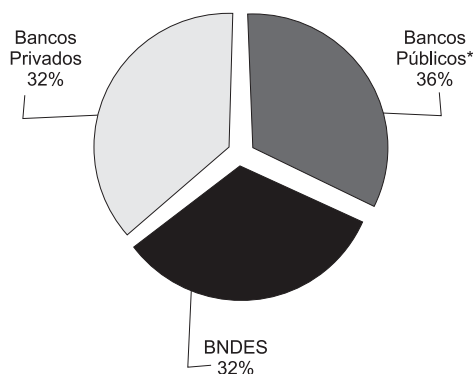


Fonte: Elaboração própria, com base em dados do Bacen.

Esse movimento pode ser observado, ainda, no Gráfico 8, quando se comparam os estoques de operações de crédito por origem do capital. Tomando como base o mês de setembro de 2008, nota-se que tanto o BNDES quanto os demais bancos públicos (Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal etc.) seguiram ampliando o volume de suas operações, sustentando a trajetória positiva de expansão do crédito total, a despeito da crise. Os bancos públicos foram responsáveis por 68% da variação líquida das operações de crédito no período, cabendo ao BNDES 32 pontos percentuais de contribuição à expansão do crédito no período após o agravamento da crise.

⁷ O mesmo processo ocorreu ao longo de 2003, quando os desembolsos passaram de 1,9% para 2,2% do PIB.

Gráfico 8
Contribuição à Expansão das Operações do Crédito a Partir de Setembro de 2008 – Dados até Dezembro de 2008



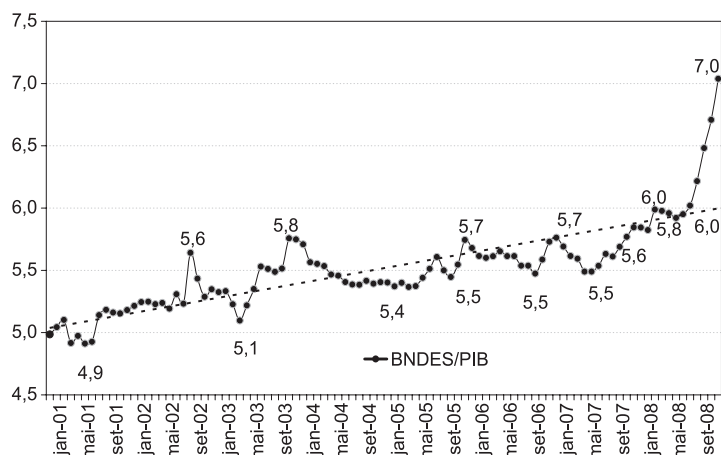
Fonte: Elaboração própria, com base em dados do Bacen.

* Exclui BNDES.

A ação anticíclica recente do BNDES elevou, sobremaneira, a expansão da participação dos empréstimos ativos do BNDES no PIB, rompendo, assim, com a trajetória de expansão suave desse indicador. De acordo com o Gráfico 9, a participação do BNDES no PIB saiu de 4,5%, em 2000, para atingir 6,0%, em setembro de 2008, quando acelerou fortemente, alcançando 7,0%, no final de 2008. Parte desse aumento pode ser explicada pela apreciação do dólar frente ao real, com efeitos positivos sobre os ativos em moeda estrangeira do Banco. Descontados os efeitos da depreciação cambial, ocorrida entre junho e dezembro de 2008, ainda assim, a participação poderia ser estimada em 6,6%,⁸ um patamar bem acima da trajetória recente.

⁸ Esse cálculo foi realizado supondo-se que o valor dos ativos em moeda estrangeira do Banco permanecesse estável em dólar, tomando como base o balanço do BNDES, de 30.6.2008. Dessa forma, considerando a depreciação do real de 46,8% no período, pode-se estimar a valorização dos ativos decorrente estritamente do efeito cambial e descontar esse valor dos ativos totais utilizados para calcular a participação das operações do BNDES no PIB.

Gráfico 9
**Participação dos Empréstimos Ativos do BNDES no PIB
 (2001-2008)**



Fonte: Elaboração própria, com base em dados do Bacen.

Vale dizer que, além do papel anticíclico, o BNDES vem apresentando, nos últimos anos, uma tendência de crescimento, em decorrência do ciclo de investimento vivido pela economia brasileira, especialmente nos setores básicos de infraestrutura – energia elétrica, logística e saneamento. Por se caracterizarem como projetos de longa maturação e elevado risco, o BNDES é, naturalmente, a principal fonte de financiamento de longo prazo para sua viabilização. Além disso, tais inversões acabam por gerar estímulos adicionais aos investimentos privados nos demais setores da economia. Isso acontece tanto em função de os investimentos em infraestrutura aumentarem a competitividade sistêmica da economia via efeitos multiplicadores, quanto da sustentação de taxas de crescimento de longo prazo mais elevadas via efeitos aceleradores.

6. Conclusões

O acesso ao crédito constitui-se em uma ferramenta fundamental para que indivíduos e empresas possam satisfazer sua capacidade produtiva e, com isso, estimular o crescimento econômico. No Brasil, o nível de crédito ainda é baixo se comparado ao de países desenvolvidos – como Estados Unidos, Japão e Alemanha – ou ao de países em desenvolvimento de crescimento rápido – como China, Malásia e Tailândia. No entanto, nota-se, entre 2004 e 2008, uma expansão do crédito no Brasil muito acima do desempenho do PIB. Paralelamente a isso, esse crescimento veio acompanhado de mudanças significativas no que diz respeito ao alongamento contínuo dos prazos das operações de crédito.

Em virtude da trajetória de queda da taxa básica de juros e do aumento da liquidez na economia e, em consonância com a expansão generalizada do crédito – visto que se deu de forma semelhante entre bancos com diferentes origens de capital –, os bancos comerciais adotaram uma estratégia diferente em relação à sua alocação de ativos: ganharam espaço as operações de crédito, avais e fianças em detrimento de outras aplicações de maior liquidez.

Em relação aos segmentos mais dinâmicos do mercado de crédito bancário brasileiro entre 2004 e 2008, podem-se destacar dois momentos distintos. O primeiro, em que predominaram as operações para as famílias, responsáveis por grande parte de toda a expansão do mercado até 2007. Esse processo denota uma ampliação das possibilidades de acesso a bens duráveis e imóveis pelos agentes econômicos, com claros impactos sobre a qualidade de vida da população.

O segundo momento representa a expansão do crédito para as empresas, especialmente em 2008, quando este assumiu a preponderância em relação ao crédito às famílias. Tal movimento foi sustentado tanto pelo forte ciclo de investimento ocorrido até o terceiro trimestre de 2008 quanto pela sustentação das operações de crédito pelos bancos públicos no quarto trimestre.

Essa expansão do mercado de crédito constitui uma marca importante do ciclo de crescimento pelo qual passou a economia brasilei-

ra. Após um período de crise de liquidez, entre 2001 e 2003, o volume de crédito ao setor privado quase dobrou, nos últimos quatro anos, atingindo 41,3% do PIB em dezembro de 2008.

Outra questão relevante no mercado de crédito é o papel desempenhado pelo BNDES. Embora seja conhecida a sua função de principal provedor de recursos de longo prazo aos projetos de investimento da indústria e da infraestrutura, deve-se ressaltar, também, o caráter anticíclico de sua atuação – um papel menos conhecido.

Nos momentos em que o mercado de crédito apresenta movimentos de expansão, o BNDES perde participação relativa. Todavia, em períodos no qual o crédito bancário se retrai, o BNDES, em função de suas características, eleva sua participação no mercado, impedindo quedas profundas nas linhas de financiamento às empresas. A título de exemplo, pôde-se perceber que, durante a crise de 2002/2003, ficou evidente o papel anticíclico do BNDES no mercado de crédito, pois, dada a estabilidade de seu *funding*, o Banco foi capaz de, transitoriamente, sustentar e ampliar seus volumes de empréstimos, elevando sua participação relativa no mercado. Com isso, exerceu, à época, um importante papel na manutenção do crédito às empresas, especialmente no apoio às exportações.

No período recente de recuperação do mercado de crédito analisado no trabalho – entre 2004 e 2008 –, os segmentos que apresentaram maior dinamismo em termos de taxa de crescimento foram os de crédito a pessoas físicas e à habitação, áreas em que o Banco não atua. Assim, sua participação relativa reduziu-se para 16% em agosto de 2008. No entanto, o agravamento da crise financeira internacional no segundo semestre de 2008 tende, novamente, a evidenciar o papel anticíclico do BNDES, especialmente na sustentação do atual ciclo de investimentos. Portanto, nesse momento de instabilidade, em que as empresas necessitam de linhas de financiamento para seus projetos de investimento, o BNDES tende a aumentar sua atuação como principal fonte de *funding* de longo prazo no país.

Referências

- AGHION, P. et al. *Volatility and growth: credit constraint and productivity-enhancing investment*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research (NBER), 2005 (Working Paper, 11349).
- BECK, T. et al. “A new database on financial development and structure”. *World Bank Economic Review*, 14, 597-605, 2000.
- BÉNABOU, R. “Inequality and growth”. In: BERNANKE, Ben S. & ROTEMBERG, J. (eds.). *NBER Macro Annual*, v. 11. Cambridge, MA: MIT Press, 1996.
- BID – BANCO INTERAMERICANO DE DESENVOLVIMENTO. “Libertar o crédito”. Rio de Janeiro: Campus, 2005.
- CARVALHO, F. J. C. et al. *Economia monetária e financeira: teoria e prática*. Rio de Janeiro: Campus, 2001.
- DEMIRGURÇ-KUNT, A. & LEVINE, R. “Bank-based and market-based financial systems: cross-country comparisons”. In: DEMIRGUÇ-KUNT, A. & LEVINE, R. (eds.). *Financial structure and economic growth*. Cambridge, MA: MIT Press, 2004.
- DJANKOV, McLiesh & SHLEIFER, A. “Private credit in 129 countries”. *Journal of Financial Economics*, maio de 2007.
- GOURINCHAS, P. et al. *Lending booms: Latin America and the world*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research (NBER), 2001 (Working Paper, 8249).
- NASCIMENTO, M. M. & COUTINHO, L. “Crédito habitacional acelera o investimento residencial no país”. BNDES, *Visão do Desenvolvimento*, n. 18, 2006.
- NOVAES, A. “Intermediação financeira, bancos estatais e o mercado de capitais: a experiência internacional”. In: PINHEIRO, A. C. & OLIVEIRA FILHO, L. C. (org.) *Mercado de capitais e bancos públicos: análise e experiências comparadas*. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2007.

PINHEIRO, A. C. “Bancos públicos no Brasil: para onde ir?” In: PINHEIRO, A. C. & OLIVEIRA FILHO, L. C. (org.). *Mercado de capitais e bancos públicos: análise e experiências comparadas*. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2007.

SANT’ANNA, A. et al. “Crédito privado pode chegar a 41% do PIB até 2009”. BNDES, *Visão do Desenvolvimento*, n. 37, 2007.

SANT’ANNA, A. et al. “Bancos públicos sustentam crédito bancário no Brasil”. BNDES, *Visão do Desenvolvimento*, n. 63, 2009.

TORRES, E. et al. “Perspectivas do investimento 2009/12 em um contexto de crise”. BNDES, *Visão do Desenvolvimento*, n. 60, 2009.

TORRES, E. “O papel anticíclico do BNDES sobre o crédito”. BNDES, *Visão do Desenvolvimento*, n. 7, 2006.

_____. “Direcionamento do crédito: o papel dos bancos de desenvolvimento e a experiência recente do BNDES”. In: PINHEIRO, A. C. & OLIVEIRA FILHO, L. C. (org.) *Mercado de capitais e bancos públicos: análise e experiências comparadas*. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2007.

Capítulo 5

Mercado de Capitais: Evolução Recente e Financiamento das Empresas Brasileiras no Período 2004-2007

André Albuquerque Sant'Anna*

** Economista da Área de Pesquisa e Acompanhamento Econômico (APE) do
BNDES.*

*O autor agradece os comentários de Antonio Marcos Ambrózio, Beatriz Barbosa
Meirelles, Marcelo Machado Nascimento e Ricardo Câmara Leal.*

1. Introdução

Mercados de capitais são, particularmente nos países desenvolvidos, mecanismos importantes de financiamento de longo prazo das empresas. Nas últimas décadas, vêm adquirindo ainda mais relevância, mesmo em países com tradição em mercados de capitais como Estados Unidos e Inglaterra. Alguns fatores contribuíram para esse movimento, entre os quais podem ser destacados os seguintes: as mudanças de natureza regulatória e a revolução nas telecomunicações; o aumento da liquidez global; as baixas taxas de juros internacionais; a redução das margens de risco (*spread*); e a busca de ativos mais rentáveis pelos investidores.¹ Entre 2005 e 2007, o país viu seu mercado de capitais registrar os maiores valores de emissões primárias de toda sua história. De acordo com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), apenas em 2007 foram lançados R\$ 131,3 bilhões em títulos privados de renda fixa e variável, um crescimento real de 10% em relação ao ano anterior (ver Tabela 1).

Além da elevada taxa de crescimento, uma segunda característica do mercado de capitais, nesse período, foi o fato de sua expansão ter sido um fenômeno geral, afetando todos os segmentos supervisionados pela CVM. Em 2005, o crescimento esteve centrado em debêntures e, em menor escala, nos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC). A partir de 2006 e, sobretudo, em 2007 ganharam destaque as emissões de ações.

Ao que tudo indica, o movimento de crescimento do mercado de capitais no mundo atingiu seu ápice. A crise financeira atual é grave e, após sua solução, espera-se que ocorra um forte movimento de aumento da regulação do setor financeiro. Embora o Brasil encontre-se em situação mais tranquila para enfrentar a turbulência internacional, a economia brasileira será afetada, pois, afinal, a grande onda de liquidez internacional deve refluir. Com isso, é provável que

¹ Artus et al. (2008) apresentam uma lista desses fatores e os relacionam a uma situação macroeconômica instável, que resultou na atual crise financeira global por que passamos.

recrudesça a recente tendência de crescimento do mercado de capitais nacional.

Tabela 1
Emissões Primárias Registradas

(Em R\$ Milhões – Dezembro de 2007)*

ANO	AÇÕES	DEBÊNTURES	NOTAS PROMISSÓRIAS	FIDC**	OUTROS	TOTAL
2000	2.425	15.043	13.053	-	2.296	32.816
2001	2.196	24.602	8.545	-	2.300	37.643
2002	1.583	22.056	5.841	301	2.390	32.171
2003	308	7.074	2.850	2.062	1.677	13.972
2004	5.541	11.780	2.746	6.291	3.656	30.015
2005	5.192	47.300	2.997	9.769	5.115	70.373
2006	15.313	74.840	5.687	13.766	9.087	118.693
2007	33.201	46.534	9.726	9.962	31.883	131.305

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

* Valores corrigidos pelo IPCA.

** Fundos de Investimento em Direitos Creditórios.

Embora a tendência para o mercado de capitais – em especial para as emissões de ações – seja de acentuada queda, este trabalho centra-se no estudo da evolução recente do mercado de capitais entre 2004 e 2007, com foco especial sobre a evolução das emissões de debêntures e ações. Tendo em vista a importância do mercado de capitais como fonte de recursos para as empresas, este trabalho destina-se a identificar as razões de ordem microeconômica que levaram as empresas brasileiras a emitir debêntures e ações nesse período.

Para tal, o artigo está dividido em cinco seções, incluindo esta introdução e a conclusão. A segunda seção apresenta as características gerais das emissões de ações e debêntures no Brasil entre 2004 e 2007. A terceira seção analisa as emissões da perspectiva de financiamento das empresas, abordando as teorias que procuram explicar o que afeta as decisões relativas à adoção de uma determinada estrutura de capital pela empresa. Em seguida, é realizado um teste empírico para avaliar quais variáveis representam os principais determi-

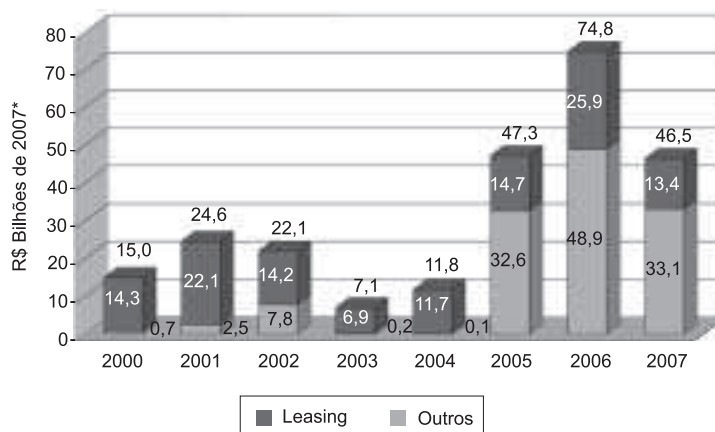
nantes na decisão de captação de recursos em mercados de capitais pelas empresas. Por fim, a última seção apresenta as conclusões.

2. Características Gerais das Emissões Primárias

2.1 Emissões Primárias de Debêntures

Uma das características marcantes da evolução recente do mercado de debêntures é a elevada presença de lançamentos de empresas de *leasing*. Como se pode ver no Gráfico 1, esse setor, depois de ter apresentado um desempenho residual em 2003 e 2004, liderou as emissões nos três anos seguintes: R\$ 32,6 bilhões em 2005, R\$ 48,9 bilhões em 2006 e R\$ 33,1 bilhões em 2007, o que corresponde a 68,9%, 65,4% e 71,1% do total de lançamentos, respectivamente.

Gráfico 1
Emissões Primárias de Debêntures (2000-2007)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados da CVM.

* Corrigidos pelo IPCA.

Como as *leasings* mais importantes pertencem a conglomerados comandados pelos grandes bancos comerciais, as características dessas emissões obedecem a uma lógica de captação de recursos e a um cálculo de risco diferente dos lançamentos das demais empresas não-financeiras. Por esse motivo, neste trabalho somente serão analisadas as emissões das empresas não-financeiras.

Após 2003, o desempenho do mercado de debêntures para empresas não-financeiras apresentou significativa recuperação. Entre os fatores responsáveis por esse incremento na demanda por títulos de dívida corporativa, merecem destaque a trajetória de queda das taxas básicas de juros, o estímulo fiscal a alongamento de prazos dos fundos de investimento e, finalmente, os esforços para conferir maior transparência ao mercado.

Com relação aos juros, o ano de 2006 foi caracterizado pela queda contínua da taxa Selic, que começou a 18% a.a. e terminou a 13,25% a.a. Como debêntures pagam juros, em geral superiores à taxa DI, houve um acréscimo na demanda por esse tipo de título. Isso se refletiu, por exemplo, em maior participação de debêntures nos ativos dos fundos de investimento, que passaram de 3,93% para 4,62% entre 2005 e 2006, representando uma demanda adicional de R\$ 13,9 bilhões em 2006.

No que diz respeito ao estímulo fiscal, a Receita Federal editou uma Instrução Normativa, em 30 de dezembro de 2004, estabelecendo uma diferenciação de tratamento entre os fundos de investimento de curto prazo e os de longo prazo. Foi instituída uma vantagem tributária à manutenção de carteiras com prazos médios superiores a 365 dias. Como as debêntures têm prazos bem superiores a um ano, a demanda por esses títulos foi bastante beneficiada por esse mecanismo. De dezembro de 2004 a dezembro de 2006, o valor total aplicado em debêntures pelos fundos cresceu 155%.

Por fim, tem havido um esforço de padronização das regras de emissões de debêntures, implementadas por instituições como CVM, Associação Nacional dos Bancos de Investimento (Anbid) e Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (Andima). Esses esforços visam a conferir maior transparência e mais segurança aos investidores e, por conseguinte, maior liquidez ao mercado.

Outra característica importante é a concentração das emissões. No período em análise, as três maiores emissões, excluindo-se as de empresas de *leasing*, responderam por mais de um terço do valor total dos lançamentos anuais, como mostra a Tabela 2. A exceção foi 2003, quando este indicador chegou a dois terços, em razão da crise associada à eleição presidencial no ano anterior. Em termos reais, a média de 2006, R\$ 720 milhões, foi um pouco superior à do restante do período, em virtude de uma única operação, de R\$ 5,9 bilhões.

Tabela 2
Empresas Emissoras, Volume Médio e Concentração de Debêntures ex-Leasing

	NÚMERO DE EMISSORAS	VOLUME MÉDIO*	PARTICIPAÇÃO DAS 3 MAIORES EMISSÕES (Em %)
2000	34	422	37
2001	35	631	39
2002	21	677	36
2003	15	458	66
2004	34	343	35
2005	29	506	27
2006	36	720	40
2007	35	384	33

Fonte: Elaboração própria, com base em dados da CVM.

* Em R\$ milhões de dezembro de 2007 corrigidos pelo IPCA.

Tendo em vista que a emissão de debêntures envolve custos elevados, na prática apenas empresas de grande porte envolvidas em emissões vultosas fazem uso desse tipo de captação. Como se pode ver na Tabela 2, em 2007 somente 35 empresas *ex-leasing* emitiram debêntures. No entanto, esse número não é muito superior à média alcançada nos anos anteriores, desconsiderando particularmente 2002 e 2003, anos de crise.

Além de concentradas em um número relativamente pequeno de empresas, as debêntures mantêm-se pouco atrativas para emissores que queiram comprometer-se com investimentos de longo prazo. Isso porque 95% das emissões em 2006 foram indexadas à taxa de depósitos interbancários (DI). Duas são as principais razões para esse comportamento: ainda há memória recente dos choques de juros e há uma grande oferta de substitutivos próximos – títulos públicos atrelados à taxa Selic que gozam de elevada liquidez. Debêntures indexadas à DI são uma forma de minimizar esses dois tipos de risco. Se houver choque de juros, como a taxa DI acompanha a taxa Selic, não há perda de valor do título para o tomador. Além disso, como pagam ligeiramente acima da taxa DI, esses títulos representam uma alternativa de rentabilidade frente aos títulos públicos indexados à Selic, que contam com maior liquidez e segurança. Embora seja interessante para o comprador, a indexação à taxa DI torna esse tipo de financiamento mais arriscado para investimentos de longo prazo, já que o risco de variações da taxa de juros é integralmente assumido pelo emissor.

2.2 Emissões Primárias de Ações

De maneira similar à evolução apresentada no mercado de debêntures, cada vez mais as empresas vêm fazendo uso do lançamento de ações como forma de obter financiamento de longo prazo. Nesse sentido, o número de registros de oferta primária de ações aumentou em quase 700%,² passando de 6 em 2000 para 46 nos primeiros nove meses de 2007. O valor dessas emissões, por sua vez, passou de R\$ 1,4 bilhão para R\$ 23,9 bilhões no mesmo período.

Esse incremento deve-se, em boa medida, ao maior interesse de investidores externos,³ sobretudo nas operações de abertura de capital. A entrada líquida de recursos estrangeiros no mercado de ações atin-

² Nas emissões primárias, novas ações são subscritas e o volume captado destina-se à empresa e não aos seus acionistas prévios.

³ Acerca desse papel fundamental da liquidez internacional para os países da América Latina, ver Fostel e Kaminsky (2007).

giu US\$ 26 bilhões em 2007 – o maior valor da história recente (Tabela 3). Em particular, nas operações de abertura de capital, a participação dos investidores estrangeiros subiu de 60%, em 2005, para 73%, em 2007. Em consequência, o volume de ações de empresas brasileiras transacionadas por investidores estrangeiros passou de US\$ 18 bilhões, em 2003, para US\$ 95 bilhões, em 2006, e atingiu US\$ 115 bilhões de janeiro a setembro de 2007.

Tabela 3

Investimento Estrangeiro em Ações de Companhias Brasileiras
(Em US\$ Milhões)

ANO	FLUXO LÍQUIDO DE INVESTIMENTO ESTRANGEIRO EM AÇÕES DE COMPANHIAS BRASILEIRAS
1999	2.572
2000	3.076
2001	2.481
2002	1.981
2003	2.973
2004	2.081
2005	6.451
2006	7.716
2007	26.217

Fonte: Bacen.

Além dos estrangeiros, os investidores nacionais também aumentaram suas aplicações na Bolsa. Neto (2007) aponta três causas principais para o crescimento da demanda por ações: a) a estabilidade econômica, que garante maior previsibilidade ao cálculo econômico; b) a mudança de hábito e mentalidade dos agentes econômicos – de um lado, as empresas passaram a preferir captar por meio de emissão de ações e, de outro, os investidores institucionais e pessoas físicas migraram de aplicações de renda fixa para renda variável; e c) um aprimoramento institucional adotado pela CVM e a Bovespa em direção a regras mais rígidas de governança corporativa,

sobretudo no Novo Mercado,⁴ que reduzem os custos de informação e protegem o direito dos minoritários.

Com relação aos principais setores emissores, destacam-se construção civil, alimentos, energia elétrica e instituições financeiras, como mostra a Tabela 4, setores que responderam por 64,3% das emissões realizadas desde 2004 e por 71,8% em 2007.

Tabela 4
Participação Setorial no Valor das Emissões Primárias de Ações

(Em %)

	2004	2005	2006	2007	ACUMULADO 2004-2007
Construção Civil e Exploração de Imóveis	0,0	11,7	31,9	32,4	28,1
Alimentos	0,0	20,7	6,5	14,1	11,6
Energia Elétrica	17,5	28,1	22,5	6,6	13,2
Instituições Financeiras	4,4	0,0	0,0	18,7	11,4
Químicos	25,4	0,0	0,0	0,6	6,4
Transporte	26,5	17,6	3,1	0,0	4,2
Mineração	0,0	0,0	8,3	0,0	2,1
Outros	26,2	21,9	27,7	27,5	23,0
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Elaboração própria, com base em dados da CVM e classificação setorial da Bovespa.

O setor imobiliário só começou a participar mais ativamente das emissões a partir de 2005. Entretanto, em 2007, passou a 32,4% do valor das emissões. Isso porque as empresas de construção civil adotaram uma estratégia competitiva agressiva voltada a curto prazo para a compra de terrenos para incorporação, a fim de se adiantarem à demanda esperada. Diante da redução da taxa de juros, há a expectativa de que o mercado imobiliário brasileiro mantenha uma traje-

⁴ Segmento em que as empresas se comprometem voluntariamente, entre outras obrigações, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais às exigidas na legislação. Além desse segmento, há, na Bovespa, outros três segmentos – Tradicional, Nível 1 e Nível 2, em que a proteção ao investidor é menor do que a do Novo Mercado.

tória de crescimento elevado, a exemplo do que ocorreu em situações semelhantes no México e na Espanha.

No setor alimentício, dois elementos distintos explicam o crescimento das emissões. No caso de carnes e derivados, está em marcha um processo de consolidação do setor, que vem sendo feito por meio de operações de fusões e aquisições. Outra razão para o aumento das captações é o potencial de expansão das empresas de açúcar e álcool, em virtude das perspectivas relacionadas à maior utilização de biocombustíveis em todo o mundo.

As empresas de energia elétrica tradicionalmente utilizam-se dos lançamentos em bolsa como forma de reduzir seu nível de alavancagem, mas nos últimos anos também o fizeram para financiar investimentos. Por sua vez, o setor financeiro tem aproveitado a elevada liquidez para colocar ações. Alguns bancos de pequeno e médio portes, especializados no crédito ao consumidor e às pequenas e médias empresas, vêm utilizando essas emissões para garantir o capital próprio requerido para sustentar suas operações de crédito em forte crescimento.

Diante da significativa expansão das captações de recursos no mercado de capitais nacional, cabe buscar as razões apontadas pela teoria para as decisões de financiamento das empresas. Esse é o tema da próxima seção.

3. Teorias de Decisão de Financiamento das Empresas

Em 1958, Modigliani e Miller (MM) propuseram um teorema que estabelece, dadas algumas hipóteses básicas, a irrelevância entre formas alternativas de financiamento para uma empresa. Nesse sentido, financiar-se com recursos próprios ou de terceiros seria apenas uma questão de preferência dos gestores. Essa abordagem é, obviamente, limitada e, portanto, logo surgiram teorias distintas. Os próprios autores apresentaram, em 1963, uma versão alternativa

da teoria, na qual algumas hipóteses relativas à cobrança de impostos são relaxadas.

A partir daí, uma série de abordagens acerca da estrutura de capital de uma firma se desenvolveu ao longo dos anos. Na linha de MM, a teoria do *trade-off* considera que há fatores que atuam em direção a uma estrutura de capital mais pautada em endividamento e outros que conferem maior peso para o capital próprio. De um lado, as economias fiscais decorrentes da dedução do pagamento de juros do imposto de renda estimulam as empresas a acumular mais dívida. De outro lado, quanto maior o nível de endividamento, maiores são os riscos de falência e, com isso, maior passa a ser o custo marginal da dívida.

Embora o custo de capital de terceiros seja usualmente considerado mais barato que o custo de capital próprio, há alguns fatores que impedem a adoção de uma estrutura de capital baseada exclusivamente em dívida de terceiros. Ao contratar uma dívida, a empresa assume o compromisso de pagar um fluxo de recursos para seus credores. Com isso, quanto mais dívidas, maior o risco financeiro da empresa, o que leva os credores a aumentar o custo da dívida. Por conta disso, como ressaltam Ross et al. (2007), há uma tendência a que essas empresas subinvistam, uma vez que os acionistas temem realizar investimentos apenas para pagar aos seus credores.

Diante da assimetria de informações entre administradores e os demais participantes do mercado, Myers (1984) propôs a teoria do *pecking order*. De acordo com essa teoria, em razão de os agentes perceberem a emissão de ações como uma tentativa de repartição de riscos por parte dos administradores de uma empresa em situação difícil, a emissão de ações torna-se a última opção de uma empresa que busca captar recursos. Ao contrário, quando as perspectivas futuras são boas, os acionistas não teriam incentivos a emitir ações e angariar novos sócios. Nesse caso, a melhor perspectiva é financiar-se por meio de dívidas. Finalmente, para essa teoria, a melhor opção, em virtude do baixo custo associado, é a utilização de lucros retidos como forma de se financiar.

Ainda referindo-se a assimetrias de informação, Tirole (2008) chama a atenção para a existência de custos de agência e dificuldade para acessar fundos por parte das firmas. Daí decorre que há uma demanda por liquidez relacionada às dificuldades que a empresa pode enfrentar para se refinarçar a um custo acessível em momentos de falta de liquidez no mercado. Nesse sentido, as empresas podem acumular ativos líquidos acima de suas necessidades a fim de, em momentos de dificuldades, terem a capacidade de manter seus projetos de investimento [Holmström e Tirole (2001)].

Por fim, conforme ressaltam Prates e Leal (2005), há ainda a possibilidade de as empresas utilizarem tanto o mercado de dívidas quanto o de ações quando houver uma janela de oportunidade. Nessa estratégia, denominada *market timing*, a empresa pode captar recursos mesmo que não exista uma oportunidade de investimento à vista.

No Brasil, algumas pesquisas foram realizadas com o intuito de avaliar qual o fator preponderante na determinação da estrutura de capital. Segundo Zonenschain (1998), a principal forma de financiamento adotada pelas empresas nacionais seria o autofinanciamento. Gomes e Leal (2000) também corroboram a hipótese de *pecking order*. Já os resultados de Eid Jr. (1996) apontam para a predominância da hipótese de *market timing*. Por fim, Prates e Leal (2005), em sua análise, identificam a teoria do *trade-off* como a predominante. Deve-se ressaltar, contudo, que o fato de as pesquisas apresentarem resultados tão díspares deve-se, em boa medida, às diferentes metodologias e dados utilizados e ao período de análise, que varia significativamente.

4. Análise dos Determinantes Microeconômicos das Decisões

Há estudos que procuram analisar como as empresas financiam seus investimentos em capital fixo. Fazzari et al. (1988), por exemplo, mostram que, quando se trata de financiar investimentos em capital fixo, as empresas norte-americanas recorrem, sobretudo, a lucros re-

tidos. Esse resultado é compartilhado por Aglietta (1995), que mostra que o mesmo resultado vale para as empresas de países da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE). No entanto, há poucos estudos que procuram entender o que motiva uma empresa a captar recursos no mercado de capitais.

O trabalho de Pagano et al. (1998) realiza esse tipo de pesquisa, buscando compreender os determinantes das decisões de abertura de capital de empresas italianas. Os autores mostram que, para as empresas que abrem seu capital, a relevância dos investimentos em capital fixo é muito pequena, no que se refere tanto aos investimentos passados, quanto, e sobretudo, aos investimentos futuros. Naquele estudo, as variáveis mais importantes na decisão de tornar-se pública são: a lucratividade, o nível de vendas, o índice *market-to-book* do setor e o crescimento da empresa, sendo o estudo que mais se assemelha à estratégia utilizada neste artigo. A diferença é que aqui o intuito é identificar padrões tanto para as empresas emissoras de títulos de dívida como para as emissoras de ações.

Ao emitir títulos de dívida – como debêntures – ou ampliar seu capital por meio de um lançamento de ações, uma empresa capta recursos e deve decidir qual a melhor destinação possível. Naturalmente, essa decisão varia de acordo com as características e a estratégia adotada por cada instituição. Nesse sentido, nesta seção é realizado um teste econométrico que visa a distinguir as principais razões de natureza microeconômica para as emissões realizadas no período 2004–2006.

4.1 Estratégia Empírica

Para este trabalho, são analisadas as empresas que emitiram debêntures e ações no período compreendido entre 2004 e 2006. Isso porque, após 2004, o mercado de capitais brasileiro passou a apresentar um crescimento significativo (ver Tabela 1). Com isso, evita-se a necessidade de controle por variáveis macroeconômicas, já que a economia passou a gerar superávits em transações correntes e a se

estabilizar a partir daquele ano.⁵ São analisadas as interações entre as captações de debêntures e ações com os gastos com fusões e aquisições, capital fixo, o grau de alavancagem – medido pela relação dívida total/patrimônio líquido – e a capacidade de geração de caixa da empresa, medida pelo Ebitda (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* – Lucros antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização). Doravante, as variáveis serão respectivamente tratadas por F&A, Capex, Div/PL e Ebitda.

Para tal, foram estimadas duas equações, uma com emissão de debêntures como variável dependente e a outra com lançamento de ações, em um modelo de dados de painel, com efeitos fixos para as empresas. Com isso, é possível realizar as regressões, controlando para variáveis específicas a cada firma, que se mantêm ao longo do tempo. As duas equações seguem a seguinte fórmula:

$$y_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1.Capex_{i,t} + \alpha_2.F \& A_{i,t} + \alpha_3.Div / PL_{i,t} + \alpha_4.EBITDA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Como se verá na seção referente a resultados e discussões, algumas defasagens temporais foram introduzidas, a fim de captar melhor os efeitos das decisões de investir em capital fixo, na compra de uma empresa, ou relacionadas a sua estrutura de dívida na decisão de captar recursos por meio de ações ou debêntures.

4.2 Dados Utilizados

Os dados utilizados neste estudo têm duas fontes. No que concerne às emissões, coletou-se a oferta pública de emissões primárias de debêntures e ações registradas na CVM – órgão responsável pela regulação do mercado de capitais –, entre 2004 e 2006. O período de análise foi escolhido porque, como apresentado na Tabela 1, a partir de 2004 houve uma recuperação do mercado de capitais como fonte

⁵ Por essa razão, decidiu-se pela não-introdução de efeitos fixos para os anos, mas apenas para as empresas.

de financiamento e, nos anos seguintes, ocorreu uma mudança significativa de patamar, passando de R\$ 26,6 bilhões em 2004 para R\$ 110,2 bilhões em 2007.

Entre 2004 e 2006, houve 51 emissões primárias de ações, e 46 empresas fizeram uso desse tipo de captação. Com relação ao mercado de debêntures, foram utilizados os dados referentes a 54 empresas que emitiram títulos no período considerado.

Os dados referentes aos gastos com capital fixo, fusões e aquisições, Ebitda, dívida total e patrimônio líquido foram coletados na base de dados da Economatica.

4.3 Resultados e Discussões

Emissoras de Ações

As tabelas referentes aos resultados discutidos nesta seção encontram-se no Anexo. Com relação às empresas emissoras de ações no período 2004-2006, os resultados das regressões apontam para a relevância dos gastos com fusões e aquisições (F&A) no ano posterior ao da emissão (ver Tabela A1). No entanto, quando os gastos com F&A são do período anterior ou contemporâneos à emissão, os resultados não são significativos. Isso revela, possivelmente, que as empresas adotam uma postura *forward-looking* nas suas emissões e não que estão buscando financiar operações passadas. Os dados dos prospectos públicos de distribuição corroboram essa hipótese, como apontado por Biancareli (2007).

Na questão dos gastos com capital fixo, no entanto, o coeficiente é negativo e sem significância estatística em todos os casos. Assim, não se pode afirmar que haja uma relação entre investimentos em capital fixo e emissão de ações.

Com relação ao grau de alavancagem, quando utilizado o do mesmo período do lançamento das ações, o coeficiente é positivo e significativo em todas as regressões. Nesse caso, as empresas que pos-

suíam um alto grau de alavancagem no ano da emissão optaram por ampliar sua base de capital acionário a fim de reduzir a relação dívida/patrimônio líquido no período seguinte.⁶

Por fim, não se utilizou o Ebitda em $t+1$, pois não se trata de uma variável sobre a qual a empresa tenha controle de fato. Por outro lado, a geração de caixa anterior à emissão e no mesmo período apresentou um coeficiente negativo. A interpretação para esse fato baseia-se na teoria de *pecking order*. Isto é, quando uma empresa tem caixa para investir, não há razão para seus acionistas buscarem novos sócios a fim de repartirem seus lucros.

Emissoras de Debêntures

A Tabela A2, em anexo, apresenta os resultados das regressões, quando a variável dependente é a emissão de debêntures. A amostra, nesse caso, é de 54 empresas, ou 162 observações.

A primeira observação importante, já na primeira regressão, quando comparada à emissão de ações, é que a expectativa de investimentos em capital fixo e em aquisições futuras, traduzidas pelos gastos nessas rubricas no período seguinte à emissão, não exerce influência sobre a decisão de captação de recursos por intermédio de debêntures.

Na equação (2), em que todas as variáveis independentes são do mesmo ano da variável dependente, a geração de caixa, medida pelo Ebitda, aparece como a variável mais importante, coeficiente de 0.512, estatisticamente significativo a 1%. Uma explicação possível para esse resultado pode vir pelo lado dos compradores de debêntures. Isto é, a despeito do momento de excesso de liquidez no período considerado, os demandantes preferem comprar papéis de empresas com maior capacidade de pagamento, evidenciada pela geração de caixa.

⁶ Para os demais períodos, os coeficientes não são significativos, embora no caso da relação Div/PL em $t+1$ seja com o sinal esperado: negativo, em razão de as ações aumentarem o capital próprio.

Outra variável com coeficiente significativo e negativo é o Capex. Esse resultado vai ao encontro da análise apresentada na seção sobre emissão primária de debêntures, que mostra como debêntures ainda são uma forma de captação pouco atrativa para financiar investimentos de longo prazo. Nesse sentido, o resultado das regressões apenas confirma o que já se suspeitava.

Se os gastos com capital fixo e aquisições, previstos para o ano seguinte, não são muito relevantes para explicar as emissões e tampouco aqueles gastos no ano vigente das emissões, então é possível que as empresas se utilizem de debêntures para substituir empréstimos de curto prazo e de mais fácil obtenção (empréstimos-ponte), utilizados para financiar gastos passados. Como mostram as equações (3) a (8), isso é o que ocorre com maior probabilidade. Em todas as regressões, os gastos realizados com fusões e aquisições no período anterior ao da emissão apresentam coeficiente positivo e estatisticamente significativo. Com relação ao Capex em t-1, apenas quando controlado pela geração de caixa (Ebitda) em t-1, seu coeficiente reduz-se e perde significância.⁷

O grau de alavancagem mostra-se menos importante para as emissoras de debêntures do que para as de ações. Apesar disso, seu coeficiente é significativo nas equações (3), (6), (7) e (8). Vale notar que, quando considerado em t-1, é positivo. Em outras palavras, entre as empresas emissoras, aquelas com maior alavancagem no ano anterior ao da emissão captaram mais recursos. Isso pode ser explicado por uma tentativa de recomposição da dívida, de modo a alongar seu prazo, além de obtenção de fonte de recursos para capital de giro conforme apontado em Sant'Anna (2006). Quando considerada no mesmo período da emissão, a alavancagem apresenta coeficiente negativo. Isto é, nesse caso, as empresas com menor grau de alavancagem tendem a procurar aumentar seu endividamento por meio de títulos de longo prazo, como as debêntures. Esses dados ratificam os apresentados anteriormente a respeito dos gastos prévios com fusões e aquisições. Brevemente: as empresas realizam gastos com

⁷ Isso indica que os gastos com capital fixo são financiados, em sua maior parte, pela geração própria de caixa das empresas, conforme Fazzari et al. (1998) para os EUA e Aglietta (1995) para os países da OCDE.

fusões e aquisições e capital fixo e, no período seguinte, ao constatarem que podem ampliar a parcela de dívida, sobretudo de longo prazo, na sua estrutura de capital, emitem debêntures para financiar os gastos realizados previamente. As equações (6), (7) e (8) corroboram essa hipótese e são as que apresentam o melhor R^2 ajustado.

5. Conclusão

Entre 2004 e 2007, o mercado de capitais brasileiro atravessou um período de rápido crescimento. Em 2007, registraram-se recordes de emissões primárias em praticamente todos os segmentos. Esse desempenho foi, em boa medida, relacionado à expansão da liquidez internacional e à trajetória de melhoria nas condições externas da economia brasileira. Em um cenário interno e externo de elevada liquidez e de maior demanda por ativos mais rentáveis, os mercados de capitais brasileiros e, em particular, os de debêntures e de ações encontraram condições para apresentar nos últimos anos um crescimento significativo.

A análise empírica dos dados de captação de recursos leva a crer que as empresas atuaram para aproveitar o *market timing*, decorrente do ciclo de ampla liquidez e escassez de ativos. Essa decisão de aproveitar o momento de excesso de liquidez combina com a teoria de custos de agência, segundo a qual, em razão de problemas de seleção adversa e *moral hazard*, mesmo empresas em boa situação de caixa podem ter problemas para se financiar em determinados momentos [Holmström e Tirole (2001) e Tirole (2008)]. Nesse sentido, os dados corroboram as conclusões de Prates e Leal (2005) também para empresas brasileiras.

Apesar do acesso ampliado ao mercado de capitais, pode-se dizer que seu aumento de escala não foi, no entanto, acompanhado por uma mudança estrutural mais profunda. No caso das debêntures, o número de empresas emissoras continua restrito. O *duration* e o prazo total das emissões, particularmente das empresas *ex-leasing*, ainda são relativamente curtos. O mercado secundário, por sua vez, não

mostrou o mesmo vigor das operações primárias. Essas características limitam atualmente a capacidade de as debêntures atenderem às necessidades de financiamentos para a constituição de ativos fixos na indústria e na infraestrutura.

No caso das ações, a despeito do grande crescimento, os lançamentos no mercado acionário continuaram limitados a um grupo pequeno de setores. O grande destaque no período recente foi a entrada das empresas imobiliárias, que rapidamente tomaram a liderança das emissões. Em menor medida, o mesmo acontece com o setor de alimentos. Parte significativa dos recursos captados por meio de emissão primária de ações teve como destino principal a aquisição de ativos já existentes – empresas, imóveis e terrenos. No caso da construção civil, o foco são terrenos para atender ao aumento da demanda imobiliária esperada nos próximos anos. Nas empresas alimentícias, em especial as de carne e derivados, os recursos captados destinam-se ao financiamento de fusões e aquisições internacionais, em resposta a uma necessidade de rápida expansão. Em mineração, transportes e energia elétrica, há uma indicação de que as captações têm como destino principal projetos de aumento de capital fixo.

Mesmo assim, há alguns importantes sinais de avanços, que podem se consolidar em mudanças mais estruturais, a depender da trajetória do mercado de capitais no futuro próximo. Nesse sentido, os ganhos em termos de autorregulação e padronização são significativos. Como se viu, ainda é cedo para afirmar que o mercado de capitais está diante de uma trajetória que o levará a ser em breve uma alternativa consistente de financiamento a investimentos de prazo mais longo, como os destinados a ativo fixo. A maior parte das operações destina-se à reestruturação de dívidas, fusões e aquisições e capital de giro. Uma mudança mais profunda só deverá, no entanto, se consolidar, quando, simultaneamente, houver uma alteração do perfil da dívida pública, com alongamento de prazos e menor participação de títulos atrelados a taxas flutuantes.

Referências

AGLIETTA, M. *Macroéconomie financière*. Paris: Éditions La Découverte, 1995.

ARTUS, P. et al. “La crise de subprimes”. *Rapport du CAE*, n. 78, 2008.

BIANCARELI, A. “O sistema financeiro doméstico e os ciclos internacionais de liquidez” (*mimeo*), 2007.

CABALLERO, R. *On the macroeconomics of assets shortages*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research (NBER), 2006 (Working Paper, 12753).

EID JR., W. “Custo e estrutura de capital: o comportamento das empresas brasileiras”. *Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, v. 36, n. 4, p. 51-59, 1996.

FAZZARI, S. et al. “Financing constraints and corporate investment”. *Brooking Papers on Economic Activity*, n. 1, 1998.

FOSTEL, A. & KAMINSKY, G. *Latin America's access to international capital markets: good behavior or global liquidity*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research (NBER), 2007 (Working Paper, 13194).

GOMES, G. & LEAL, R. “Determinantes da estrutura de capitais das empresas brasileiras com ações negociadas em bolsa de valores”. In: LEAL, R. et al. *Finanças corporativas – Coleção Coppead de administração*. São Paulo: Atlas, 2000.

HOLMSTRÖM, B. & TIROLE, J. “LAPM: a liquidity-based asset pricing model”. *Journal of Finance*, v. 56 (5), p. 1.837-1.867, 2001.

MYERS, S. C. “The capital structure puzzle”. *Journal of Finance*, v. 39, jul. 1984.

NETO, J. “A consolidação do mercado de capitais brasileiro”. *Economia & Tecnologia*, ano 3, v. 11, out./dez. 2007.

PAGANO, M. et al. “Why do companies go public? An empirical analysis”. *Journal of Finance*, fev. 1998.

PRATES, C. & LEAL, R. “Algumas considerações sobre os determinantes da estrutura de capital nas empresas brasileiras”. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 12, n. 23, p. 201-218, jun. 2005.

ROSS, S. A. et al. *Administração financeira*. São Paulo: Atlas, 2007.

TIROLE, J. “Liquidity shortages: theoretical underpinnings”. *Financial Stability Review – Special Issue on Liquidity*. Paris: Banque de France, n. 11, p. 53-63, 2008.

SANT’ANNA, A. “Crescimento de debêntures financia capital de giro”. *Visão do Desenvolvimento*, Rio de Janeiro, BNDES, n. 5, 2006.

ZONENSCHAIN, C. “Estrutura de capital das empresas no Brasil”. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 5, n. 10, p. 63-92, dez. 1998.

Anexo

Tabela A1
Efeitos Microeconômicos na Decisão de Emitir Ações – Pooled Least Squares com Efeitos Fixos (2004-2006)

VARIÁVEL DEPENDENTE: EMIÇÃO DE AÇÕES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
F&A (t+1)	0,521*** (0,153)	0,224 (0,140)	0,485*** (0,153)	0,552*** (0,189)	0,557*** (0,136)		
Capex (t+1)	-0,226 (0,402)	-0,497 (0,465)	-0,093 (0,411)	-0,233 (0,447)			
Div/PL	2.710,623*** (625,852)	2.768,556*** (741,071)	2.699,405*** (617,023)		2.767,240*** (607,578)		2.292,803** (1.098,359)
Ebitda	-0,987*** (0,321)		-0,992*** (0,316)	-1,046** (0,394)	-1,026*** (0,308)		-0,089 (0,426)
Div/PL(t+1)			-1.043,928 (830,311)	-1.217,482 (1.015,703)			
F&A (t-1)						0,619 (0,599)	

Continua

VARIÁVEL DEPENDENTE: EMIÇÃO DE AÇÕES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Capex (t-1)						-0,775 (1,284)	
Div/PL(t-1)						-943,127 (2.066,519)	
Ebitda (t-1)						-1,579* (0,874)	
F&A							0,071 (0,237)
Capex							0,287 (0,610)
NO. Obs.	53	53	53	66	53	53	90
R ²	0,821	0,736	0,835	0,714	0,818	0,528	0,323
R ² Ajustado	0,535	0,347	0,548	0,256	0,550	-0,228	-0,229

Obs.: Erros-padrão entre parênteses; * indica significância a 10%; ** significância a 5%; e *** significância a 1%.

Tabela A2
Efeitos Microeconômicos na Decisão de Emitir Debêntures – *Pooled Least Squares* com Efeitos Fixos (2004-2006)

VARIÁVEL DEPENDENTE: EMISSÃO DE DEBÊNTURES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
F&A (t+1)	-0,017 (0,078)							
Capex (t+1)	-0,026 (0,119)							
Div/PL	3,985 (719,123)	-787,237 (480,192)				-1.120,749* (562,986)	-1.136,961** (560,285)	-1.173,835** (563,660)
Ebitda	0,014 (0,106)	0,512*** (0,063)				0,387*** (0,134)	0,237 (0,182)	
F&A		0,022 (0,036)						
Capex		-0,305** (0,136)						
F&A (t-1)			0,208*** (0,038)	0,129** (0,056)	0,093* (0,051)	0,148*** (0,039)	0,108** (0,050)	0,095* (0,050)

Continua

VARIÁVEL DEPENDENTE: EMIÇÃO DE DEBÊNTURES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Capex (t-1)			2,268*** (0,267)	1,166* (0,633)	0,675 (0,563)	1,141*** (0,420)	0,703 (0,551)	0,710 (0,555)
Div/PL (t-1)			2.212,621*** (1.009,692)	1.597,963 (1.032,539)				
Ebitda (t-1)				0,545* (0,285)	0,743*** (0,256)		0,420 (0,345)	0,725*** (0,255)
NO. Obs.	100	153	100	100	108	105	105	105
R ²	0,543	0,668	0,825	0,838	0,825	0,842	0,847	0,841
R ² Ajustado	-0,028	0,469	0,615	0,636	0,634	0,650	0,654	0,649

Obs.: Erros-padrão entre parênteses; * indica significância a 10%; ** significância a 5%; e *** significância a 1%.



Capítulo 6

A Consolidação da Estabilização e o Desenvolvimento Financeiro do Brasil

Luciano Coutinho*
Bráulio Lima Borges**

* *Presidente do BNDES.*

** *Mestre em Economia pela FEA-USP e economista-chefe da LCA Consultores.*

1. A Estabilização Incompleta Bloqueou o Desenvolvimento Financeiro

A estabilidade macroeconômica é a principal condição necessária (embora não suficiente) para o desenvolvimento financeiro de uma economia periférica – seja de um sistema mais baseado em crédito bancário ou, especialmente, de um sistema mais calcado no mercado de capitais. Muitos economistas têm se dedicado a tentar compreender por que o mercado financeiro brasileiro continua subdesenvolvido e pouco profundo mais de dez anos após a implementação do Plano Real (em julho de 1994). Com efeito, o sistema financeiro brasileiro persiste focado no curto e no curtíssimo prazos (um resquício dos tempos de inflação elevada e altamente volátil), com liquidez relativamente concentrada em poucos ativos e especializado em financiar o seu grande e sempre necessitado cliente: o setor público. Essa simbiose entre sistema financeiro e dívida pública pode ser muito bem resumida em apenas três letras, que denominam o instrumento-síntese dessa coincidência de interesses: LFT (Letra Financeira do Tesouro). Desse modo, “longo prazo”, no mercado financeiro brasileiro, é sinônimo de um ano ou um pouco mais que isso – claramente uma anomalia, especialmente do ponto de vista das decisões de investimento de empresas e famílias. Ademais, apesar da sofisticação do nosso sistema bancário, o desenvolvimento das novas modalidades de divisão de riscos e instrumentos de *hed-ge* (derivativos, especialmente) permanece relativamente truncado, quando comparado ao estágio já alcançado em outras economias em desenvolvimento.

Na busca por explicações para o relativo subdesenvolvimento financeiro brasileiro, alguns economistas apontam para o fato de que os pilares da estabilização somente teriam sido consolidados a partir de 1999, quando se instaurou o tripé básico da política macroeconômica que perdura até os dias atuais, constituído do regime de câmbio flutuante (que contribuiu para o equilíbrio do balanço de pagamen-

tos, bastante deteriorado entre 1994 e 1998); de um programa de ajuste fiscal (após um período de lassidão entre 1995 e 1998, sintetizado pelo déficit primário médio anual de 0,2% do PIB), inclusive com importantes mudanças institucionais (como a Lei de Responsabilidade Fiscal); e do sistema de metas de inflação (principal âncora da economia após a *débâcle* da âncora cambial). Mas, mesmo após todos esses ajustes e avanços, o sistema financeiro não se desenvolveu como se esperaria.

Ainda que grande parte das questões levantadas nos trabalhos desses economistas – que assinalam desde distorções na tributação até questões de foro institucional – seja pertinente ao debate, já que o objeto de estudo é bastante complexo e qualquer explicação centrada em poucos fatores certamente se revelaria simplista e pouco satisfatória, a grande verdade é que a estabilização macroeconômica brasileira ainda não pode ser considerada completa. Por essa razão – simples, porém poderosa – é que o desenvolvimento financeiro não decolou, pelo menos até 2005 – não coincidentemente o ano a partir do qual começou a ficar mais nítida no horizonte a consecução da estabilidade macroeconômica nos seus mais diversos aspectos, como ficará claro na exposição a seguir.

Entendemos por estabilização a obtenção, de forma sustentada, de taxas de inflação baixas, pouco voláteis e razoavelmente previsíveis (esta última característica está intimamente relacionada às duas anteriores). Esses requisitos somente foram alcançados pela economia brasileira a partir de meados de 2005. Até então, em função da ainda elevada vulnerabilidade externa (cujo principal reflexo era uma taxa de câmbio nominal extremamente suscetível a mudanças no humor nos mercados, com impactos desestabilizadores sobre a inflação doméstica), a incerteza inflacionária ainda era bastante elevada. Isso pode ser depreendido da comparação das taxas de juros real *ex ante* e *ex post* domésticas no período 2000–2005 (período para o qual é possível realizar o cálculo *ex ante*¹), que indica que, em média, o

¹ Os dados de expectativa de inflação para os próximos 12 meses somente passaram a ser coletados pelo Banco Central a partir de novembro de 2001. Desse modo, foi construída uma série de expectativas para os próximos 12 meses para o período de janeiro de 2000 a outubro de 2001, com base em projeções coletadas pelo BC para a inflação no ano-calendário e em fatores sazonais do IPCA.

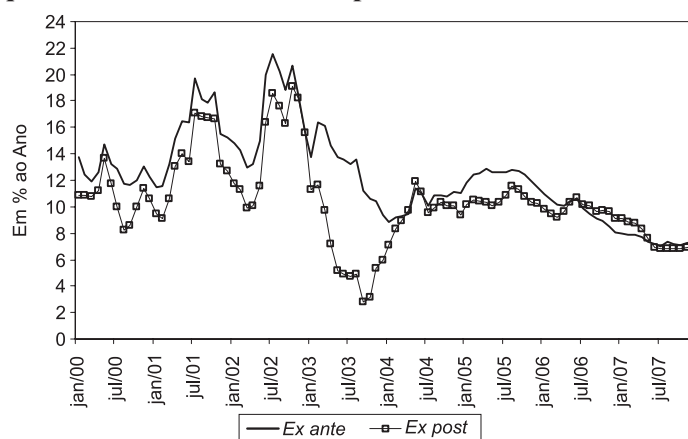
juro real *ex post* foi 2,6 pontos percentuais inferior ao *ex ante*. Além disso, foram pouquíssimos os períodos em que a taxa *ex ante* superou a taxa *ex post* (como pode ser visto no Gráfico 1).

Essa “frustração” quase que sistemática de juros reais *ex ante* decorreu basicamente de surpresas inflacionárias desfavoráveis, produzindo inflação mais alta do que se esperava – surpresas essas decorrentes de movimentos não antecipados de acentuada depreciação cambial nominal, em um contexto no qual a economia brasileira ainda apresentava elevada vulnerabilidade em suas contas externas (ver Tabela 1). Seja excusado assinalar que esses choques recorrentes sobre as taxas de câmbio-juros-inflação provocaram nessas ocasiões perdas financeiras substanciais para a maioria dos agentes econômicos.

Somente a partir do final de 2004 começou a haver convergência entre as expectativas de inflação e a inflação observada. Nesse quadro, é importante destacar que 2005 foi o primeiro ano em que se cumpriu uma meta de inflação estabelecida quase dois anos e meio antes – feito que se repetiu em 2006 e em 2007 (ver Tabela 2). Isso constitui um forte indício de que o marco da estabilidade macroeconômica brasileira deve ser estabelecido apenas a partir de 2005/2006, como resultado do robustecimento da posição externa do país, com consequente redução da volatilidade da taxa de câmbio, e não em 1994/1995 ou mesmo em 1999/2000.

A pergunta lógica que se segue a essa breve digressão não poderia ser outra: o que falta, afinal, para que se complete o processo de estabilização macroeconômica? Do ponto de vista dos chamados fundamentos externos (e dos seus desdobramentos sobre a volatilidade e previsibilidade inflacionária, via taxa de câmbio), os requisitos já parecem estar sendo cumpridos (ver Tabela 3).

Gráfico 1
Swap de 365 Dias Deflacionado pelo IPCA



Fonte: Bloomberg e Banco Central do Brasil.

Tabela 1
Indicadores de Solvência Externa: 2001-2003

	2000	2001	2002	2003
Conta Corrente/PIB (%)				
Brasil	-3,8	-4,2	-1,5	0,8
Outros Emergentes (a)	2,0	1,5	1,8	2,3
Reservas/Dívida Externa (%)				
Brasil	15,2	17,1	18,0	22,9
Outros Emergentes (a)	37,7	43,3	51,4	63,4
Dívida Externa/Exportações (%)				
Brasil	3,9	3,6	3,5	2,9
Outros Emergentes (a)	1,2	1,2	1,2	1,1
Dívida Externa/PIB (%)				
Brasil	33,7	37,9	41,7	38,9
Outros Emergentes (a)	35,4	34,8	34,8	34,1

Fonte: Banco Central do Brasil.

(a) Média simples dos indicadores de África do Sul, China, Coreia do Sul, Polônia, Rússia, Turquia, Chile e México.

Tabela 2
Metas de Inflação

ANO DA PUBLICAÇÃO DA RESOLUÇÃO DO CMN	ANO DE REFERÊNCIA	CENTRO DA META – IPCA (EM %) ¹	INTERVALO DE TOLERÂNCIA (EM %) ¹	INFLAÇÃO EFETIVAMENTE OBSERVADA (EM %)
1999	1999	8,00	+/- 2,0 p.p.	8,94
1999	2000	6,00	+/- 2,0 p.p.	5,97
1999	2001	4,00	+/- 2,0 p.p.	7,67
2000	2002	3,50	+/- 2,0 p.p.	12,53
2001	2003	3,25	+/- 2,0 p.p.	9,30
2002	2004	3,75	+/- 2,5 p.p.	7,60
2003	2005	4,50	+/- 2,5 p.p.	5,69
2004	2006	4,50	+/- 2,0 p.p.	3,14
2005	2007	4,50	+/- 2,0 p.p.	4,50

Fonte: Banco Central do Brasil.

¹ Correspondem aos primeiros valores estabelecidos pelo CMN.

Em que campo ainda é preciso avançar? Claramente, é essencial avançar na interrupção da tendência de alta da dívida pública mobiliária interna, na redução da taxa de juros real e na diminuição da volatilidade do crescimento econômico – elementos que guardam uma relação de causalidade recíproca. A redução da dívida interna e a melhora do seu perfil (prazo e composição) abrem espaço para a redução mais rápida dos juros reais, que, por sua vez, contribui posteriormente para uma nova diminuição da própria dívida e nova melhora do seu perfil, criando, desse modo, um círculo virtuoso. Uma situação fiscal menos frágil, por sua vez, permitirá uma política monetária mais eficaz, viabilizada pela melhora da composição da dívida com o aumento da sua *duration* – o que magnifica o efeito-ri-

queza decorrente de mudanças na taxa básica de juros pelo Banco Central. Além disso, a eficácia da política monetária será maior em um contexto de baixo risco de ocorrência de depreciações acentuadas e permanentes da taxa de câmbio (propiciado pelo robustecimento das contas externas) e, ainda, de aprofundamento crescente do sistema financeiro.

Tabela 3

Indicadores de Solvência Externa: 2004-2007

	2004	2005	2006	2007
Conta Corrente/PIB (%)				
Brasil	1,8	1,6	1,3	0,1
Outros Emergentes*	1,7	2,7	2,1	0,6
Reservas/Dívida Externa (%)				
Brasil	26,3	31,7	49,7	93,3
Outros Emergentes *	75,5	87,0	99,8	104,8
Dívida Externa/Exportações (%)				
Brasil	208,3	143,0	125,2	120,3
Outros Emergentes*	90,0	80,0	70,0	70,0
Dívida Externa/PIB (%)				
Brasil	30,3	19,2	15,8	14,5

Fonte: Elaboração de LCA, com base em dados do Banco Central do Brasil e JP Morgan.

** Média simples dos indicadores de África do Sul, China, Coreia do Sul, Polônia, Rússia, Turquia, Chile e México.*

Em suma, essa combinação de avanços poderá abrir espaço para que as políticas monetária e fiscal sejam anticíclicas (em relação ao ciclo econômico do resto do mundo); e isso, por sua vez, favorece uma redução da volatilidade do crescimento do produto. Menos volatilidade significa mais previsibilidade, o que é um fator propulsor do investimento privado (empresarial e residencial), estimulando o mercado de capitais e realimentando a sustentação de uma trajetória mais robusta de crescimento.

Nas próximas duas seções, serão abordados os três pontos destacados acima – aqueles nos quais é preciso avançar. Na última seção, serão feitos alguns comentários sobre o crédito direcionado e os me-

canismos de poupança compulsória, contextualizados sob o diagnóstico da estabilização, que apenas recentemente está em vias de consolidação.

2. O Círculo Vicioso da Dívida Mobiliária Interna e da Taxa de Juros (2002-2007)

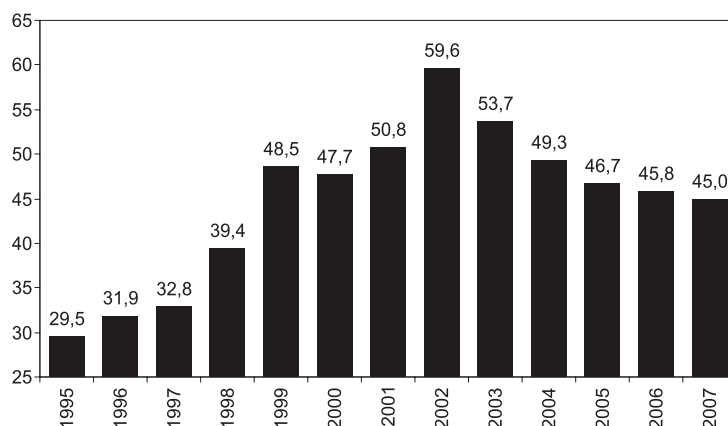
Como pode ser notado no Gráfico 2, a relação entre a Dívida Líquida do Setor Público e o PIB (doravante relação DLSP/PIB) vem mostrando clara tendência de queda desde o seu ápice, em 2002.

O leitor mais familiarizado com esses números certamente notou algumas diferenças entre os dados apresentados no referido gráfico e aqueles divulgados todos os meses pelo Banco Central. Isso porque optou-se pela apresentação de todos os dados de endividamento como proporção do PIB a preços correntes, conceito diferente daquele empregado pelo BC (que utiliza o PIB valorizado a preços de fim de período, mais precisamente pelo IGP-DI centrado).

Essa mudança no denominador vem sendo advogada, por exemplo, por Giambiagi (2007). Entre outras, ela traz a vantagem de dimensionar mais corretamente a proporção entre a dívida e o produto – uma vez que o PIB valorizado, na grande maioria dos casos, é superior ao PIB a preços correntes –, além de permitir uma comparação mais precisa com os dados de outros países (que não utilizam o conceito de PIB valorizado). Uma terceira desvantagem da utilização do PIB valorizado reside justamente no inflator escolhido pelo BC para o seu cálculo, o IGP-DI.²

² Trata-se de um índice que tem divergido consideravelmente do deflator implícito do PIB pelo menos desde 1997. Essa divergência recorrente é fácil de ser compreendida quando se observa, por exemplo, que o IGP-DI confere peso de 60% para o IPA-DI (Índice de Preços no Atacado) e de apenas 30% para o IPC-DI (Índice de Preços ao Consumidor), ao passo que o consumo (das famílias e o do governo) tem peso de 75% no PIB brasileiro.

Gráfico 2
Dívida Líquida do Setor Público como % do PIB a Preços Correntes (Final de Período)

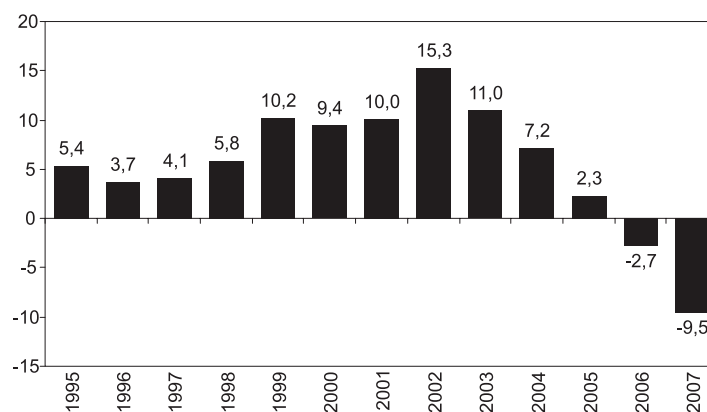


Fonte: Banco Central do Brasil e IBGE.

Embora a queda da relação DLSP/PIB tenha sido expressiva nos últimos quatro anos – passando de cerca de 60% do PIB, no fim de 2002, para algo próximo a 45%, no fim de 2007 –, isso decorreu fundamentalmente da redução da relação entre a DLSP externa e o PIB, que passou de uma posição *passiva* equivalente a 15% do PIB, no final de 2002, para uma posição *ativa* correspondente a cerca de quase 10% do PIB, no final de 2007 – um ajuste de incríveis 25 pontos percentuais do PIB (ver Gráfico 3). Essa forte queda da relação DLSP externa/PIB se deu em um contexto no qual o Brasil, favorecido por uma taxa de câmbio depreciada (pelo menos até 2004), por um forte crescimento mundial e por substancial melhora nos termos de troca de seu comércio externo, conseguiu obter expressivos saldos comerciais, o que permitiu a antecipação do pagamento de débitos externos ao Fundo Monetário Internacional e ao Clube de Paris, entre outros, e um importante acúmulo de reservas internacionais, as quais passaram de menos de US\$ 40 bilhões para pouco mais de US\$ 180 bilhões (final de 2007) nesse período (com uma contribuição de cerca de US\$ 140 bilhões em compras de divisas no mercado à vista, desde o final de 2004, pelo BC). Desse modo, houve redução

no passivo externo público em concomitância com um expressivo aumento do principal ativo do setor público consolidado (as reservas internacionais), resultando, liquidamente, na trajetória delineada no Gráfico 3.

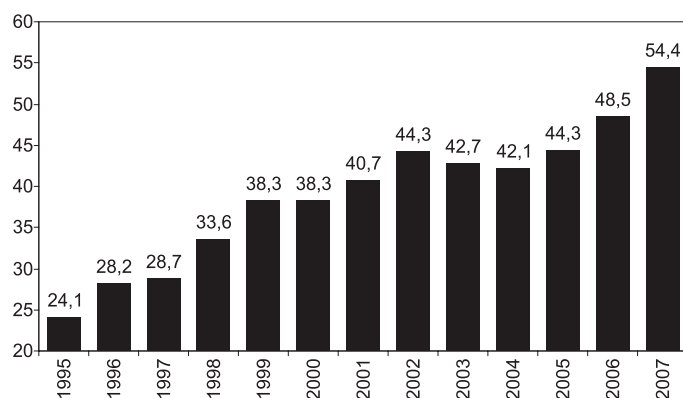
Gráfico 3
Dívida Externa Líquida do Setor Público como % do PIB a Preços Correntes (Final de Período)



Fonte: Banco Central do Brasil e IBGE.

De outro lado, a relação entre a DLSP interna e o PIB registrou aumento no período, puxada pelo crescimento da dívida mobiliária interna (ver Gráfico 4). Até meados de 2004, a DLSP interna vinha apresentando tendência de redução e, desde então, vem em franca expansão, representando, no final de 2007, cerca de 54% do PIB, contra 42% no final de 2004 e 44% no final de 2002.

Gráfico 4
Dívida Interna Líquida do Setor Público como % do PIB a
Preços Correntes (Final de Período)

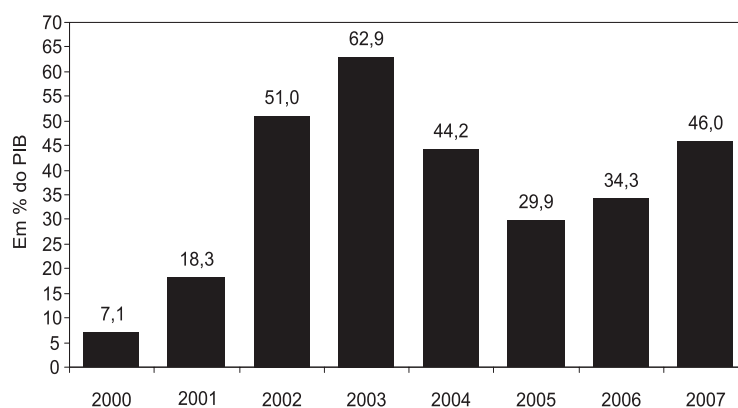


Fonte: Banco Central do Brasil e IBGE.

São vários os fatores que explicam a trajetória de alta de 2005 em diante: i) o juro real médio *ex post* no período foi de cerca de 9,3% ao ano, contra 8,1% em 2003/2004; ii) a mudança na composição da dívida, com forte queda de papéis atrelados a variações na taxa de câmbio e elevação da participação de títulos atrelados à Selic, justamente em um período no qual houve intensa e ininterrupta apreciação cambial e elevação dos juros básicos (entre o final de 2004 e meados de 2005); e iii) a esterilização de parte das compras de divisas feitas pelo BC desde o final de 2004.

Além disso, o perfil da dívida pública mobiliária interna – embora venha apresentando sensível melhora desde meados de 2004 –, ainda é ruim, com peso ainda relativamente grande de papéis pós-fixados (LFTs e a maior parte das operações compromissadas) e vencimentos curtos (em dezembro de 2007, cerca de 52% da dívida venciam em 12 meses, quando se consideram também as operações compromissadas) –, combinação que tem como resultado uma elevada necessidade bruta de financiamento do governo central, como pode ser visto no Gráfico 5.

Gráfico 5
**Necessidade Bruta de Financiamento Interno =
 Títulos Resgatados (Tesouro + BC) + Operações
 Compromissadas de até 1 Mês
 + Déficit Nominal Interno (Governo Central)**



Fonte: Banco Central do Brasil e Secretaria do Tesouro Nacional.

A elevada e crescente dívida mobiliária interna gera um efeito *crowding-out* (expulsão) “clássico”, ou de primeira ordem, que restringe a oferta de recursos emprestáveis ao setor privado, como fica nítido na comparação com outros países apresentada na Tabela 4. Ademais, o seu perfil ruim, principalmente por conta dos vencimentos ainda curtos, inibe a formação de uma estrutura a termo de juros prefixados de longo prazo, o que gera um efeito *crowding-out* de segunda ordem, já que a ausência de um *benchmark* acaba elevando consideravelmente o prêmio de liquidez para as emissões de papéis privados mais longos, o que, obviamente, constitui um forte fator de desincentivo para as mesmas. A observação dos números da estrutura financeira de países desenvolvidos (também na Tabela 3) sugere que o efeito *crowding-out* de segunda ordem pode ser até mesmo mais importante do que o de primeira ordem, já que esses países possuem dívidas públicas relativamente elevadas, mas, ainda assim, também contam com um mercado de capitais bastante robusto. Por

fim, a necessidade bruta de financiamento do governo central restringe uma redução mais rápida da taxa de juros real básica da economia, a qual, apesar de vir recuando consideravelmente, segue como uma das mais elevadas no mundo – fator que também dificulta a constituição de uma estrutura a termo de juros prefixados de longo prazo.

3. Perspectivas da Dívida Mobiliária Interna e Desbloqueio Financeiro

A boa notícia é que a perspectiva para os próximos anos parece ser promissora no que toca à superação dos bloqueios delineados acima. A forte queda do risco soberano (medido pelo EMBI+) de 2005 para cá (de cerca de 400 pontos-base em janeiro de 2005 para cerca de 200 pontos-base no final de 2007), refletindo primordialmente o fortalecimento expressivo das contas externas, e a expectativa de uma taxa de câmbio real e efetiva relativamente estável no médio e longo prazos indicam que a taxa de juros real de médio e longo prazos brasileira tem espaço para chegar a cerca de 4,5% a 5,5% a.a. nos próximos anos.³ Se essa perspectiva se confirmar, a dinâmica do endividamento interno pode evoluir de forma mais favorável, ainda que não seja efetuado um esforço fiscal adicional.

De fato, apesar de ainda continuar dos mais altos no mundo, o juro real brasileiro já mostrou expressivo recuo desde meados de 2006 e, apesar do ciclo de aperto dos juros em 2008, a tendência de longo prazo continua sendo de queda, perspectiva reforçada pela obtenção do grau de investimento pela economia brasileira. Com efeito, os

³ *Em uma pequena economia aberta com mobilidade perfeita de capitais, a teoria econômica estabelece que a taxa de juros real de médio e longo prazos doméstica deve ser aproximadamente igual à taxa de juros real internacional livre de risco de maturidade semelhante, acrescida da expectativa de depreciação da taxa de câmbio real e efetiva doméstica e do risco-país (identidade conhecida como paridade real de juros). Os parâmetros utilizados na conta apresentada acima foram: juro real internacional de 2% a 3% a.a. e risco-país em torno de 150 pontos-base. Acrescentamos, de maneira arbitrária, cerca de 1 ponto percentual às taxas obtidas no exercício acima, tendo em vista o fato de que a mobilidade de capitais, no mundo real, é imperfeita.*

Tabela 4
Estrutura Financeira em 2004

(Dados como % do PIB)

	TÍTULOS PÚBLICOS	EMISSÕES DE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS	EMISSÕES CORPORATIVAS	TOTAL DE TÍTULOS	AÇÕES (CAPITALIZAÇÃO DE MERCADO)	CRÉDITO BANCÁRIO
Países Emergentes	25	8	5	38	61	65
África	32	5	6	43	187	73
África do Sul	32	5	6	43	187	73
Ásia	22	13	7	43	74	104
China	17	11	1	29	39	141
Hong Kong	10	15	4	28	523	149
Índia	34	0	0	35	56	37
Coreia do Sul	23	32	21	75	57	80
Europa	27	1	1	28	34	24
Rússia	3	-	2	5	44	24
América Latina	29	5	3	37	40	21
Brasil	45	11	1	56	50	25
Chile	20	10	11	41	115	57
México	23	1	3	26	25	14
Países Centrais	67	57	16	140	91	77
Zona do Euro*	54	30	10	93	55	104
Japão	141	26	16	183	79	94
Estados Unidos	47	94	22	164	129	46

Fonte: *Global Financial Stability Report (FMI)*, setembro de 2005.

*Inclui Áustria, Bélgica, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Irlanda, Itália, Holanda, Portugal e Espanha, excluindo Luxemburgo.

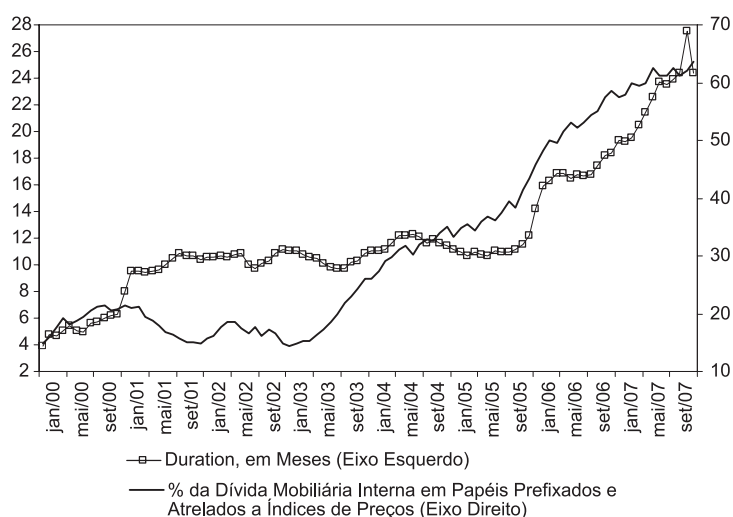
encargos anuais com o pagamento de juros sobre a dívida pública deverão recuar dos 6% do PIB atuais (7% entre 1998 e 2006) para cerca de 3,5% do PIB nos próximos cinco anos. Isso significa que, mantido um superávit primário de 3,5% do PIB para o setor público consolidado não financeiro, o déficit nominal brasileiro tende a se aproximar de zero nos anos seguintes, interrompendo e mesmo revertendo a tendência de alta da dívida mobiliária interna. Em outras palavras, a significativa redução da velocidade de expansão da dívida mobiliária interna (num contexto de juros cadentes e de crescimento mais firme do PIB) abre o espaço crescente para o desenvolvimento do crédito privado e do mercado de capitais, conforme será abordado adiante.

Vale lembrar que, do ponto de vista da dinâmica do endividamento, o que importa é o fluxo do resultado primário, independentemente da combinação receitas/gastos correntes com base na qual esse resultado é alcançado. Contudo, é muito importante que o governo busque viabilizar medidas de contenção dos gastos correntes como proporção do PIB, por três motivos: i) sinalizar preocupação com a solvência futura do setor público, já que a população brasileira vem envelhecendo rapidamente; ii) aumentar efetivamente o investimento público em infraestrutura, que hoje é muito baixo, tanto em termos históricos como na comparação com outros países (desenvolvidos e emergentes); e iii) reduzir a carga tributária geral da economia, incompatível com o nível de renda *per capita* do país e que constitui, atualmente, um sério entrave à eficiência microeconômica e à competitividade do sistema empresarial formal. Essa sinalização, sem dúvida, ajudaria a acelerar a redução do juro real doméstico em direção à taxa de “equilíbrio” de longo prazo, conforme descrito acima.

Não obstante, mesmo na ausência desta sinalização mais positiva, as perspectivas atuais de melhora das contas públicas, especialmente no que se refere ao endividamento interno, e da continuidade da redução da taxa de juros real vêm implicando uma melhoria sensível do perfil da dívida mobiliária doméstica, como pode ser visto no Gráfico 6. Esse movimento também contou com a ajuda dos investidores externos, após a edição da Medida Provisória 281, isentando

de IR as aplicações de estrangeiros em papéis domésticos de longo prazo, que começou a vigorar em fevereiro de 2006. Com efeito, entre fevereiro de 2006 e dezembro de 2007, houve um ingresso líquido de US\$ 20,4 bilhões, direcionados para tais aplicações (contra apenas US\$ 400 milhões em 2005, menos de US\$ 40 milhões em 2004 e US\$ 160 milhões em 2003).

Gráfico 6
Indicadores da Dívida Pública Mobiliária Interna



Fonte: Banco Central do Brasil e Secretaria do Tesouro Nacional.

Por fim, a manutenção do controle fiscal e o impulso continuado ao desenvolvimento do sistema financeiro com juros cada vez mais baixos, no contexto de uma posição externa robusta, deverão atuar no sentido de reduzir a volatilidade do crescimento econômico ao permitir a expansão de decisões privadas de investimento de forma sustentada. Com efeito, a redução da taxa real de juros de longo prazo, com redução concomitante dos prêmios de risco-país e desenvolvimento de uma estrutura a termo consistente, induzirá uma queda da taxa interna de retorno requerida pelo investimento produtivo, alargando a fronteira de possibilidades de inversão privada.

Esse processo também descortinará novas perspectivas no que refere-se à qualidade e à potência da política macroeconômica. Caballero e Krishnamurthy (2004), por exemplo, ao analisar dados históricos de vários países, chegaram à conclusão de que a menor profundidade do sistema financeiro de algumas economias emergentes em relação aos países desenvolvidos restringia a potencial eficácia anticíclica da política fiscal nos primeiros. Em particular, nesses países, os efeitos de uma política fiscal expansionista se mostravam contraproducentes e instabilizadores, já que o *crowding-out* se mostrava sistematicamente maior do que nos países desenvolvidos, especialmente em momentos de estresse. No caso brasileiro, sob a perspectiva atual de melhoria da *duration* da dívida mobiliária, de redução do ritmo de crescimento da dívida pública e de queda continuada da taxa de juros, está aberto o espaço para um rápido processo de amadurecimento financeiro, para o reforço à acumulação produtiva e para a criação de condições de viabilidade de políticas (fiscal e monetária) anticíclicas.

4. Crédito Direcionado, Mecanismos de Poupança Compulsória e o Potencial de Desenvolvimento Financeiro

Alguns economistas têm apontado a existência de certas normas de direcionamento do crédito e dos mecanismos de poupança compulsória como o empecilho principal ao desenvolvimento do sistema financeiro brasileiro, em especial do mercado de capitais. Neste trabalho, os autores argumentam diferentemente. Longe de ter sido obstado pela presença desses mecanismos (direcionamento do crédito e poupanças compulsórias), o desenvolvimento financeiro brasileiro foi truncado fundamentalmente pela precariedade do nosso processo de estabilização – até meados de 2005.

De início, seja excusado recordar que a origem e a existência desses instrumentos decorreram da necessidade de estruturação pelo Estado de

fontes de *funding* ao longo de décadas de instabilidade macroeconômica com alta inflação. Dada essa instabilidade interna (que dificultava enormemente o desenvolvimento financeiro) e a dificuldade de obtenção de recursos de longo prazo no exterior (com as várias crises de endividamento externo que se sucederam de 1982 em diante), esses mecanismos operavam de modo a transferir compulsoriamente recursos (que de outra forma seriam destinados a financiar uma parcela do consumo das famílias) para apoiar investimentos (empresariais e residenciais). Ou seja: tratava-se de uma intervenção compulsória para financiar gastos públicos (FGTS) e para oferecer crédito ao setor privado (FAT, via BNDES) e, na medida em que essa intervenção viabilizava investimentos, permitia trocar um pouco de crescimento do PIB corrente por mais PIB potencial. É ilusório imaginar que, considerada a persistência de inflação alta e volátil, indivíduos e empresas iriam poupar na ausência dessa compulsoriedade.

Ademais, além da incerteza inflacionária, é preciso levar em conta o fato de que a esmagadora maioria da população brasileira tem um nível de rendimento médio muito baixo e, portanto, uma elevada propensão marginal ao consumo. Assim, não é pertinente afirmar que esses mecanismos de poupança compulsória constituíram um entrave ao desenvolvimento financeiro brasileiro. Mesmo após 2005/2006, com a consolidação da estabilização, é discutível afirmar que esses mecanismos são impeditivos do desenvolvimento financeiro.

No que toca ao crédito direcionado, por exemplo, não é tão simples afirmar que o crédito concedido pelo BNDES a taxas de juros mais baixas (TJLP) do que a taxa básica (Selic) implique que essa última, dada uma meta de inflação, tenha de ser maior do que seria na ausência da atuação anticíclica desse banco. O BNDES financia exportações (cuja demanda, em grande parte, depende da evolução da economia internacional – algo fora do escopo de atuação das autoridades monetárias domésticas) e, primordialmente, investimentos (que, num prazo variável, dependendo da complexidade dos projetos, se

converterão em nova capacidade produtiva, reduzindo a probabilidade de surgimento de pressões inflacionárias de demanda).⁴

Isso posto e com a nítida perspectiva de que a economia brasileira pode consolidar o processo de estabilização macroeconômica nos anos vindouros, é preciso dizer que os mecanismos de poupança compulsória necessitam ser alvo de aprimoramento. Em vez de funcionarem como fatores de distorção, esses mecanismos deveriam se tornar instrumentos adicionais para o aprofundamento do crédito e do mercado de capitais doméstico.⁵

Com efeito, caso seja possível conter a expansão e concretizar a melhora do perfil e da qualidade da dívida mobiliária pública nos próximos anos pode-se gerar um espaço muito positivo de *crowding-in* para o desenvolvimento financeiro do país.

O Gráfico 5 (apresentado na seção anterior) e a Tabela 5 mostram que um pedaço importante desse *crowding-in* já vem ocorrendo desde 2003 pelo fato de a apreciação cambial (entre 2003 e 2007) ter reduzido o estoque de dívida pública dolarizada. Isso proporcionou crescente confiança na solvência externa da economia brasileira e se traduziu em expressiva valorização da bolsa de valores. Houve, além disso, uma redução expressiva da razão dívida pública/PIB, o que abriu espaço para o desenvolvimento financeiro privado.

⁴ Alguns poderiam argumentar que, no curto prazo, o investimento constitui apenas um vetor adicional de demanda, dado o seu prazo de maturação, podendo gerar, assim, algum tipo de pressão inflacionária de demanda. Isso é verdade no contexto de uma economia fechada. Em uma economia aberta, já não é tão simples fazer essa afirmação, ainda mais quando se constata que, no caso brasileiro, a elasticidade das importações com relação ao investimento é bastante superior à elasticidade das importações com relação à demanda total excluindo investimento (consumo e exportações).

⁵ Uma experiência bem-sucedida nesse sentido foi, por exemplo, a autorização para que os trabalhadores com carteira assinada aplicassem parte dos recursos do seu Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) em ações da Petrobras e da Companhia Vale do Rio Doce (em 2000 e em 2002, pela ordem).

Tabela 5
Distribuição do *Crowding-In* Financeiro Privado entre 2003 e 2007

(Dados em % do PIB a Preços Correntes)

	2003	2004	2005	2006	2007	2007/2003
Ações (Capitalização de Mercado)	39,8	46,6	52,6	66,2	96,8	57,0
Emissões Primárias	0,0	0,2	0,2	0,6	1,3	1,3
Instituições Financeiras (CDBs/RDBs)	8,5	9,7	11,8	12,1	11,7	3,2
Emissões Corporativas	0,5	0,6	2,2	3,3	2,3	1,8
Crédito Bancário	24,6	25,7	28,3	31,4	36,6	12,0
Recursos Livres	15,0	16,4	18,8	21,4	25,8	10,8
Recursos Direcionados (Inclui BNDES)	9,6	9,3	9,5	10,0	10,8	1,2
Total	73,4	82,6	94,7	113,0	147,3	74,0

Fontes: Banco Central do Brasil e IBGE.

A Tabela 5 mostra que nos últimos quatro anos a participação do crédito bancário em relação ao PIB saiu de menos de 25% para quase 37% do PIB. Dentro do crédito bancário, dois importantes vetores de expansão devem ser destacados: o crédito consignado (que, no fundo, é crédito ao consumo) e o crédito imobiliário. Note-se que o crédito com recursos direcionados teve expansão bem mais modesta no período do que o crédito com recursos livres.

As emissões de debêntures do setor privado – um instrumento por excelência apropriado para suportar investimentos – passaram de quase zero para pouco mais de 2% do PIB em 2007, comportamento semelhante ao da emissão primária de ações. Não tão espetacular, mas digno de nota, foi ainda o crescimento dos CDBs do sistema bancário.

O que pode acontecer daqui para frente? Se o governo demonstrar persistência em manter o controle fiscal, no sentido de conter a velocidade de crescimento dos gastos correntes em termos nominais, o *crowding-in* privado pode se acelerar. Para isso, o Tesouro Nacional também poderia contribuir demonstrando mais proatividade na gestão da dívida pública, atuando de forma mais criativa e mais bem coordenada com o Banco Central. Isso significa oferecer títulos com características mais adequadas, aproveitando a consolidação da confiança no controle da inflação a longo prazo, para reduzir os encargos de juros (custo fiscal da dívida) e desenvolver uma estrutura a termo de taxas de juros consistente e de longo prazo. Além disso, o governo pode ajudar a reforçar a confiança nos papéis privados ao fomentar o desenvolvimento institucional (CVM, Bovespa, governança corporativa) e ao apoiar o desenvolvimento da securitização (por exemplo, mercado secundário de Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRIs) com mais segurança jurídica.

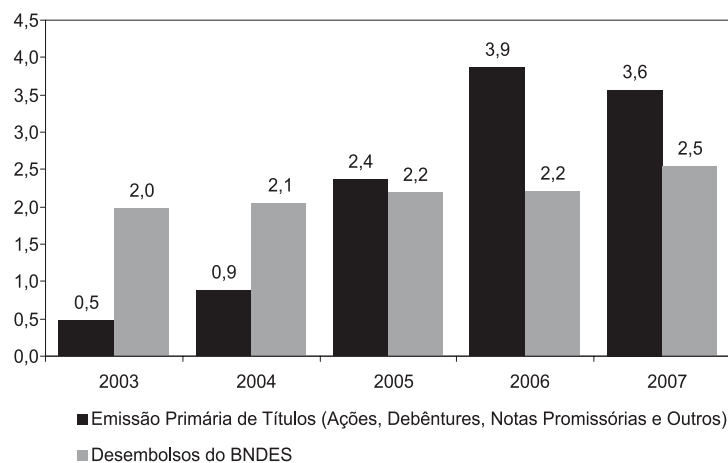
No que tange às mudanças nos mecanismos de poupança compulsória, é importante enfatizar que devem ser feitas de maneira gradual e cuidadosa, para não desequilibrar os sistemas existentes e de modo a evitar que os preços dos ativos subam demasiadamente, de maneira artificial, em função de entradas expressivas de recursos no mercado. Com relação ao crédito direcionado via FAT/BNDES, a continuidade do avanço da estabilização e o próprio desenvolvimento do mercado financeiro deverão fazer com que seu papel, naturalmente, tenda a perder importância relativa com o passar do tempo. Isso já vem ocorrendo – não coincidentemente, a partir de 2005 – no mercado de capitais, como pode ser visto no Gráfico 7.

No que toca ao crédito imobiliário concedido no âmbito do Sistema Financeiro de Habitação (SFH) – que tem como lastro 65% dos depósitos de poupança, com a obrigatoriedade de que os bancos cobrem uma taxa máxima de juros de 12% ao ano mais a TR, totalizando, nas condições atuais, uma taxa de cerca de 14% a 15% ao ano –, a situação hoje é bastante distinta daquela que vigorou por muito tempo. Se em um passado recente o custo de oportunidade foi sistematicamente maior do que as taxas que os bancos eram obrigados a cobrar nessa modalidade de empréstimos, de alguns meses para cá

isso se inverteu: uma NTN-B com vencimento em 2024, por exemplo, tem uma remuneração real de cerca de 7% ao ano (com a perspectiva de continuar caindo, como apontado na seção anterior). Contudo, essa perspectiva exige que as condições de “custo” do *funding* do SFH e, obviamente, que as suas taxas ativas sejam recalibradas, *pari passu*, de forma competitiva para que o sistema possa continuar operando em bases viáveis.

Gráfico 7

Emissões Primárias no Mercado de Capitais Doméstico e Desembolsos do BNDES, como % do PIB



Fontes: Banco Central do Brasil, BNDES e IBGE.

Ainda que as operações de crédito habitacional venham crescendo expressivamente desde 2004 (com alta real de 49,4% entre 2004 e 2007), o espaço para a expansão do crédito habitacional é enorme nos próximos anos, já que no Brasil ele ainda é pequeno (em 2006, representava apenas 2% do PIB, contra 6% na Polônia, 8% na República Tcheca, 9% no México, 13% no Chile, 20% na África do Sul, chegando a 65% nos Estados Unidos e 111% na Holanda, segundo levantamento do BNDES). Nesse sentido, a instituição do Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), em 1997, com a posterior introdução das figuras jurídicas da alienação fiduciária para imóveis, da regula-

mentação do patrimônio de afetação e criação dos títulos imobiliários (em 2004), deverá paulatinamente ganhar importância *vis-à-vis* o antigo SFH, já que a captação de poupança não deverá acompanhar o ritmo de crescimento da demanda por crédito habitacional.⁶

Essa perspectiva de fortalecimento do crédito imobiliário no âmbito do SFI deverá fazer com que os bancos se utilizem cada vez mais dos CRIs, contribuindo para dinamizar o mercado de capitais doméstico desde que se desenvolva um subsistema provedor de liquidez (mercado secundário) eficiente e com escala crescente. Há, portanto, um potencial extraordinário de expansão para os CRIs e seus correlatos. Assim, o crédito securitizável à habitação pode funcionar como uma alavanca poderosa para a aceleração dos negócios imobiliários.

O aumento das emissões corporativas de debêntures como alternativa à dívida pública é também uma possibilidade real e desejada pelo mercado de capitais. Este vai competir pesadamente com o sistema de crédito no financiamento ao sistema empresarial. Se o sistema de crédito não se habilitar e não conseguir se libertar das amarras do compulsório, perderá a corrida. As emissões de debêntures privadas (o ativo que mais cresceu) têm grande possibilidade de expansão nos próximos anos, oferecendo suporte à expansão da formação de capital fixo do setor privado. Esse movimento contribuirá também para acelerar os avanços em matéria de governança corporativa no setor empresarial.

Em suma, a sustentação de uma política de ajuste fiscal de longo prazo, com redução continuada da taxa de juros, combinada com uma gestão minimamente criativa da dívida pública, abrirá um extraordinário espaço para o desenvolvimento nos próximos anos do crédito, do mercado de capitais e dos instrumentos sofisticados de gestão de riscos. Essa avenida já está aberta e o desenvolvimento

⁶ *A poupança deverá ficar cada vez menos atrativa: o CMN já determinou, a pedido da Federação Brasileira de Bancos (Febraban), mudanças no cálculo da TR, para reduzi-la quando a taxa Selic ficar abaixo de 11%, evitando um potencial desequilíbrio entre as aplicações de poupança e as de renda fixa. Essa alteração, contudo, é apenas um paliativo, uma vez que se vislumbram quedas adicionais da taxa básica de juros nos próximos anos. Desse modo, serão necessárias novas medidas, no sentido de tornar isonômicos os retornos líquidos de ambas as aplicações.*

financeiro brasileiro já vem ocorrendo a passos largos, a despeito da sobrevivência dos mecanismos de direcionamento e dos fundos de poupança compulsória. Um dos desafios do presente é pensar como esse ciclo de desenvolvimento financeiro se fará de forma a preencher as modalidades de longa maturidade e de maior risco que são críticas para o desenvolvimento do país como o *project finance* para grandes projetos de infraestrutura, o crédito agrícola (cujos riscos requerem tratamento especial), o crédito às pequenas empresas, o crédito à inovação tecnológica e o crédito de longo prazo às exportações.

Referências

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. “Crédito habitacional acelera o investimento residencial no país”. *Boletim Visão do Desenvolvimento*, n. 18, Rio de Janeiro, nov. 2006.

CABALLERO, Ricardo J. *On the macroeconomics of asset shortages*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research (NBER), 2006 (Working Paper, 12753).

CABALLERO, Ricardo J. & KRISHNAMURTHY, Arvind. *Fiscal policy and financial depth*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research (NBER), 2004 (Working Paper, 10532).

GARCIA, Márcio G. P. & SALOMÃO, Juliana. “Alongamento dos títulos de renda fixa no Brasil”. In: BACHA, Edmar Lisboa & CHRYSOSTOMO, Luiz de Oliveira Filho (eds.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação, alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2006.

GIAMBIAGI, Fábio. “A contabilidade fiscal e o superávit primário”. *Valor Econômico*, 3.1.2007.

Capítulo 7

Os Determinantes das Taxas de Câmbio Nominal e Real no Brasil no Período 2003-2007

Daniela Magalhães Prates*

** Professora do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp) e pesquisadora do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica (Cecon) deste Instituto. Pesquisadora do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq).*

1. Introdução

A adoção do regime de câmbio flutuante no Brasil, em janeiro de 1999, foi acompanhada pela mudança na gestão da política monetária – com a implementação do regime de metas de inflação em julho daquele ano – e pelo aprofundamento da abertura financeira. Simultaneamente à maior integração financeira com o exterior, ocorreu uma importante mudança na inserção comercial do país: superávits crescentes na balança comercial, que, a partir de 2003, foram suficientes para garantir resultados positivos nas transações correntes.

A partir de 2003, esses superávits foram acompanhados por uma tendência quase ininterrupta de apreciação nominal e real da moeda doméstica – que não se restringiu à mera reversão do *overshooting* cambial de 2002. Como essa apreciação verificou-se simultaneamente à alta dos preços internacionais das principais *commodities* exportadas pelo país, vários analistas argumentaram que os movimentos da taxa de câmbio em termos nominal e real seriam, na realidade, um reflexo da melhora dos termos de troca da economia brasileira. Sob essa perspectiva, caso essa melhora não fosse neutralizada pela queda da taxa de câmbio nominal, os ganhos de termos de troca não seriam absorvidos – na forma de aumento do poder de compra dos salários –, e a consequência seria a alta dos índices de preços internos; ou seja, a inflação interna se converteria no mecanismo de ajuste, neutralizando o aumento dos preços externos.¹ Assim, os movimentos da taxa de câmbio nominal responderiam às mudanças na competitividade externa real dos bens produzidos internamente.

Este artigo pretende elucidar os fatores condicionantes da evolução da taxa de câmbio nominal após a adoção do regime de câmbio flutuante em 1999, especialmente na fase de apreciação da moeda doméstica (de 2003 a 2007).

¹ *Esse tipo de argumento foi defendido pelo diretor do Banco Central do Brasil (Bacen) Afonso Bevilacqua [Ribeiro (2005)] e está resumido na Carta do Ibre de novembro de 2006.*

O tema da determinação da taxa de câmbio é, sem dúvida, complexo e sujeito a várias controvérsias teóricas, que ultrapassam os objetivos deste artigo.² No entanto, é importante explicitar as premissas subjacentes à análise desenvolvida nas próximas seções.

Essas premissas estão vinculadas ao período de tempo aqui considerado, o curto prazo – especificamente, o quinquênio 2003–2007. Ou seja, os determinantes de longo prazo da taxa de câmbio em termos nominais e reais não serão objeto deste estudo. Com isso, já se descartam várias questões teóricas envolvidas na análise das tendências dessa taxa nos períodos de maior amplitude temporal.³ Na realidade, a reflexão teórica sobre os diferentes condicionantes da evolução da taxa de câmbio, dependendo do período de tempo considerado (curto, médio ou longo prazo), ganhou importância somente no início dos anos 1970. As teorias dominantes até então, desenvolvidas no contexto do regime de Bretton Woods, aplicavam-se, essencialmente, às variações de longo prazo da relação entre os preços das divisas, pois os movimentos de curto prazo eram praticamente inexistentes. Foi após o colapso desse regime e a emergência de um ambiente de intensa volatilidade cambial, associada à combinação do sistema de câmbio flutuante (naquele momento, entre os países centrais) com a crescente mobilidade de capitais, que surgiram várias abordagens voltadas para a compreensão da trajetória de curto prazo das taxas de câmbio.

O deslocamento do foco temporal das análises, do longo para o curto prazo, foi acompanhado por uma mudança de ênfase nos fatores

² Dado o seu papel central na análise da interação entre as economias nacionais, a reflexão teórica em relação aos determinantes das taxas de câmbio remonta à economia política clássica. A origem da primeira teoria de determinação da taxa de câmbio, a teoria da Paridade do Poder de Compra (PPC), formalizada por Cassel (1916), pode ser encontrada nas obras de David Ricardo. A respeito das diferentes abordagens sobre a determinação da taxa de câmbio, ver: Plihon (1999); Zini Jr. (1988); Krueger (1983).

³ Uma dessas questões refere-se à validade ou não da teoria da PPC. Por exemplo, o trabalho do CEPII (1995) mostra que as diferenças entre as taxas de câmbio real (calculadas com base na taxa nominal multiplicada pelo diferencial de inflação) e aquela da PPC se ampliaram após os anos 1970. Se a PPC fosse verificada, a taxa de câmbio real deveria ser estável, pois os movimentos da taxa nominal compensariam as diferenças de preço entre os países. Contudo, na realidade, as taxas de câmbio real são sujeitas a amplas variações no longo prazo, e sua evolução está diretamente associada ao nível relativo de desenvolvimento dos países, como mostram os artigos pioneiros de Gilbert & Kravis (1954), Lafay (1984) e Balassa (1972).

condicionantes das paridades cambiais. Enquanto as abordagens desenvolvidas nas décadas de 1950 e 1960 vinculavam os movimentos dessas paridades à situação da balança comercial e em conta corrente – influenciadas pelo contexto vigente de taxas fixas, rápido crescimento do comércio internacional e regulação dos fluxos de capitais –,⁴ as novas formulações teóricas passaram a destacar o papel dos fatores financeiros na trajetória das taxas de câmbio no curto prazo, que se tornaram extremamente instáveis em razão do novo sistema monetário e financeiro internacional.⁵

Nessa agenda de pesquisa com foco no curto prazo, proliferaram ao longo dos anos 1970 e 1980 teorias no âmbito da literatura econômica convencional (*mainstream*), que procuraram modelar a influência das variáveis monetárias e financeiras na trajetória da taxa de câmbio ou explicar as causas da instabilidade dessa trajetória.⁶ Mesmo mantendo as hipóteses restritivas de racionalidade substantiva, informação completa e perfeita substitutibilidade dos ativos, essas abordagens tiveram o mérito de enfatizar a influência preponderante das variáveis de estoque (ativos monetários e financeiros) na determinação da taxa de câmbio, relativamente às variáveis de fluxo (comércio de bens e de serviços). Isso abriu caminho para a compreensão do papel da dinâmica do mercado de divisas, como um mercado de ativo, na determinação dessa taxa no curto prazo. Ademais, algumas delas também avançaram no sentido de mostrar o papel da interação entre os fluxos comerciais e financeiros na evolução da taxa de câmbio: enquanto as variáveis financeiras condicionariam essa evolução no curto prazo, os fatores reais (ou fundamentos, como as di-

⁴ Nesse período, duas abordagens guiavam a reflexão teórica e os trabalhos empíricos sobre os determinantes dos balanços de pagamento: a abordagem das elasticidades e a abordagem da absorção [Plihon (1999) e Krueger (1983)].

⁵ Como ressalta Belluzzo (1995, p.16): “(...) as flutuações das taxas de câmbio, supostamente destinadas a corrigir desequilíbrios do balanço de pagamentos e dar maior autonomia às políticas domésticas, foram desestabilizadoras (...) a crescente mobilidade dos capitais de curto prazo obrigou a seguidas intervenções da política monetária, determinando oscilações entre as taxas de juros das diversas moedas”.

⁶ No primeiro grupo, destacam-se: a abordagem monetária do balanço de pagamentos, os modelos de escolha de portfólio e a teoria da eficiência dos mercados de câmbio. No segundo grupo, as mais relevantes são: os modelos de overshooting ou “sobre-reação” das taxas de câmbio – sendo o pioneiro o modelo de Dornbush (1976) – e os modelos de bolhas racionais. Para mais detalhes, ver Plihon (1999) e Krueger (1983).

ferências de ganhos de produtividade e de nível de desenvolvimento econômico) seriam seus principais determinantes no longo prazo.⁷

Da mesma forma que essas teorias do *mainstream*, este artigo parte da hipótese de que no curto prazo a dinâmica dos fluxos financeiros (ou seja, dos movimentos de capitais) sobrepõe-se, em geral, àquela dos fluxos comerciais, exercendo influência decisiva sobre o comportamento da taxa de câmbio nominal, cuja trajetória se transmite à taxa de câmbio real. Mas, ao contrário dessas teorias, a perspectiva analítica aqui adotada tem uma inspiração keynesiana e, assim, rejeita os postulados convencionais – de homogeneidade dos comportamentos, equilíbrio geral e expectativas racionais –,⁸ enfatizando na análise da dinâmica do mercado de câmbio os comportamentos miméticos, a heterogeneidade dos agentes e suas interações, que conduzem a uma dinâmica instável e não ao equilíbrio. Como enfatizou Keynes, num ambiente de incerteza, os agentes, nas suas decisões de alocação da riqueza, passam a ser guiados pela lógica especulativa, na medida em que procuram “prever a psicologia do mercado”. Nesse contexto, o mimetismo é um comportamento racional, e os preços dos ativos financeiros – entre eles, a taxa de câmbio nominal – refletem as convenções prevalecentes nos mercados financeiros, ou seja, a “opinião média do mercado”.⁹ Nesse processo de antecipações autorrealizadoras, um preço pode se confirmar mesmo se ele se distancia do seu nível de equilíbrio fundamental.

Se, de um lado, esse referencial de inspiração keynesiana constitui o quadro mais geral de referência da análise desenvolvida nas próximas seções, de outro lado, algumas adaptações são necessárias para sua aplicação ao nosso objeto de estudo. Isso porque mesmo esse referencial abstrai questões fundamentais para a compreensão da evolução da taxa de câmbio do real no período considerado.

Em primeiro lugar, a natureza não-conversível da moeda brasileira (assim como das moedas dos demais países periféricos). Essa natu-

⁷ Os modelos de Branson (1975) e de Dornbush (1976) procuram mostrar essa interação.

⁸ As teorias que se concentram nessa dinâmica são as de eficiência de mercado e bolhas racionais.

⁹ Sobre o comportamento mimético e a formação dos preços dos ativos financeiros, ver Orléan (1999).

reza, reflexo das assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional, resulta tanto na existência de um prêmio de risco-país em relação à moeda-chave como num risco cambial mais elevado, fatores que afetam as condições de paridade entre os juros internos e externos.¹⁰ Como destaca Plihon (1999), as diversas teorias existentes, convencionais e heterodoxas, não exploraram todas as implicações da globalização financeira para a dinâmica dos mercados cambiais. Uma mesma teoria não é adequada para todas as moedas – moeda-chave, conversíveis e não-conversíveis – já que “no âmbito de um sistema (ou não-sistema) monetário internacional (...) existe uma hierarquia de moedas que determina condições, potencialidades e graus de liberdade diferenciados para as economias nacionais” [Miranda (1995, p. 187)].

Em segundo lugar, apesar da influência decisiva das transações financeiras na trajetória da taxa de câmbio no curto prazo, destacada pelas teorias contemporâneas convencionais e heterodoxas – em função tanto da ordem de grandeza dessas transações (que envolvem estoques de ativos denominados em diferentes moedas) *vis-à-vis* os fluxos comerciais, como da maior velocidade de ajuste dos mercados de ativos relativamente ao de bens e serviços –, a dinâmica dos mercados de divisas, lócus da determinação dessa taxa, também é afetada pelo comportamento das transações cambiais relativas ao comércio exterior. Essa influência ganha relevância no caso do Brasil (bem como no de outros países periféricos), que conviveu historicamente com uma situação de vulnerabilidade externa e incorreu em déficits comerciais e em conta corrente ao longo da segunda metade dos anos 1990. Assim sendo, a obtenção de superávits comerciais crescentes a partir de 2001 e em transações correntes após 2003 teve impactos relevantes sobre os fluxos efetivos de moeda estrangeira e, assim, sobre a dinâmica do mercado primário de divisas, as expectativas dos agentes e a taxa de câmbio.

Em terceiro lugar, a despeito de as operações comerciais e financeiras com o exterior (registradas no mercado primário de divisas) constituírem determinantes centrais da trajetória da taxa de câmbio,

¹⁰ Sobre essas assimetrias, ver Prates (2002) e sobre as consequências da natureza não-conversível das moedas dos países emergentes sobre os prêmios de risco, ver Carneiro (2006).

para a compreensão dessa trajetória é fundamental inserir na análise o papel do mercado secundário (ou interbancário) de câmbio – no qual os bancos realizam transações de compra e venda de moeda estrangeira entre si – e, principalmente, das chamadas operações virtuais, ou seja, dos derivativos financeiros na evolução da taxa de câmbio do real. Não há dúvida de que os mercados de derivativos vinculados às taxas de câmbio, que proliferaram com o avanço da globalização financeira ao longo das três últimas décadas,¹¹ passaram a exercer uma influência decisiva no processo de formação do preço das principais divisas negociadas nos mercados cambiais globais (dólar, marco/euro, iene, libra esterlina, franco suíço), em razão das características desses mercados – principalmente, os elevados volumes negociados (e, assim, sua maior liquidez, relativamente aos mercados à vista), bem como sua transparência quando negociados nos mercados organizados.¹²

Assim, a compreensão do nosso objeto de estudo requer a análise da evolução e da interação entre os quatro tipos de operações que influenciaram a trajetória da taxa de câmbio do real em termos nominais e, *pour cause*, reais, no período considerado: de um lado, as operações comerciais e financeiras, que são registradas no balanço de pagamentos; de outro lado, as operações interbancárias e, principalmente, as operações virtuais, que praticamente não afetam a evolução desse balanço, mas, em contrapartida, têm a capacidade de influenciar de forma decisiva a evolução da taxa de câmbio nominal.

A análise será desenvolvida em cinco seções, incluindo esta introdução. A segunda seção procurará destrinchar os impactos das operações comerciais e financeiras sobre o mercado de câmbio à vista e,

¹¹ Os mercados futuros de câmbio foram os primeiros derivativos financeiros a serem lançados, em março de 1972, pela Chicago Mercantile Exchange. O lançamento ocorreu em resposta à grande volatilidade introduzida pelo regime de câmbio flutuante após a ruptura dos acordos de Bretton Woods, que fez com que boa parte das incertezas de curto prazo se concentrasse na taxa de câmbio e engendrassse uma demanda por cobertura de riscos. Sobre o movimento de proliferação de novos derivativos financeiros nos anos 1990, associado ao crescimento surpreendente do mercado de derivativos de balcão e ao aprofundamento de novas práticas de gestão dos recursos, ver Farhi (2002).

¹² Contudo, ainda são poucos os estudos teóricos e empíricos que tratam dessa influência. Para uma referência teórica sobre o tema, ver Burnside et al. (2006). Já o trabalho de Klitgaard (2004) apresenta testes empíricos sobre o impacto das posições dos investidores nos mercados futuros na determinação da taxa de câmbio do dólar no curtíssimo prazo.

principalmente, sobre o balanço de pagamentos, bem como explicitar a influência das intervenções das autoridades econômicas – Tesouro Nacional e Banco Central (Bacen) – no resultado desse balanço. A terceira seção resume a dinâmica do mercado secundário de câmbio, enquanto a quarta seção dedica-se à análise das operações virtuais, destacando os mecanismos de transmissão entre as cotações futura e à vista da taxa de câmbio. Seguem-se algumas considerações finais.

2. A Dinâmica do Mercado Primário de Câmbio e do Balanço de Pagamentos

Após a adoção do regime de câmbio flutuante no Brasil, a evolução do balanço de pagamentos – instrumento contábil que registra de forma sistemática e organizada as transações econômicas realizadas entre os residentes de um país e os residentes no resto do mundo num determinado período de tempo – sofreu importantes alterações, sintetizadas na Tabela 1. A evolução das duas principais contas desse balanço – transações correntes e conta capital e financeira – foi bem distinta da observada durante a vigência do regime de câmbio administrado. Os saldos comerciais tornaram-se positivos e crescentes após 2001, viabilizando a obtenção de superávits nas transações correntes a partir de 2003 (fato inédito desde 1992). Já a conta capital e financeira, após os resultados positivos, mas decrescentes, do período 1999–2003, tornou-se deficitária no biênio 2004–2005 – em razão, principalmente, das operações de regularização com o Fundo Monetário Internacional (FMI) – e novamente superavitária em 2006 e 2007.

Esta seção pretende avaliar os impactos das operações comerciais e financeiras dos agentes privados sobre o fluxo efetivo de divisas, bem como a sua interação com as intervenções do Bacen e do Tesouro no mercado de câmbio à vista, uma vez que esta interação consti-

tui um dos determinantes centrais da trajetória da taxa de câmbio nominal.

Essa avaliação não é uma tarefa fácil porque, nos dados disponibilizados pelo Bacen, referentes ao mercado de câmbio à vista e ao balanço de pagamentos, as operações privadas e oficiais (Tesouro e Bacen) não estão totalmente discriminadas. O desafio desta seção é exatamente tornar esses dados mais transparentes com base na desagregação de várias informações fornecidas pelo próprio Bacen, o que possibilitará dimensionar as transações privadas e oficiais realizadas no mercado de câmbio à vista e, assim, a interação entre a oferta de divisas pelo setor privado e a demanda pelo setor público.

A partir de março de 2006, o mercado de câmbio à vista brasileiro tornou-se unificado. O processo de liberalização cambial em curso desde o final da década de 1980 reduziu, progressivamente, o volume de operações cursadas pelo mercado paralelo (hoje circunscritas, praticamente, às operações ilegais), ao ampliar a conversibilidade da moeda doméstica e, assim, incorporar ao mercado legal o conjunto das transações correntes e financeiras envolvendo moeda estrangeira. Esse processo culminou, no início de 2006, com a virtual abolição do monopólio de câmbio da autoridade monetária – em janeiro, os bancos foram isentos da obrigação de depositar no Bacen, sem remuneração, os valores que excedessem a posição comprada de US\$ 5 milhões, um dos últimos resquícios desse monopólio – e com a unificação dos mercados de câmbio comercial e turismo (criado em 1989).

Tabela 1
Balço de Pagamentos

(Em US\$ Milhões)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Transações Correntes	-25.335	-24.225	-23.215	-7.637	4.177	11.738	14.199	13.621	1.461
Balança Comercial	-1.199	-698	2.650	13.121	24.794	33.666	44.757	46.458	40.028
Exportações	48.011	55.086	58.223	60.362	73.084	96.475	118.308	137.807	160.649
Importações	-49.210	-55.783	-55.572	-47.240	-48.283	-62.809	-73.551	-91.350	-120.621
Serviços e Rendas	-25.825	-25.048	-27.503	-23.148	-23.483	-25.197	-34.115	-37.143	-42.597
Transferências Unilaterais	1.689	1.521	1.638	2.390	2.867	3.268	3.558	4.306	4.029
Conta Capital e Financeira	17.319	19.326	27.052	8.004	5.111	-7.356	-8.808	15.982	89.155
Conta Capital	338	273	-36	433	498	339	663	869	756
Conta Financeira	16.981	19.053	27.088	7.571	4.613	-7.696	-9.470	15.113	88.399
Capitais Voluntários	14.016	29.377	20.331	-3.909	-156	-3.333	13.801	15.113	88.399
Investimento Direto	26.888	30.498	24.715	14.108	9.894	8.695	12.676	-9.420	27.518
Investimentos Portfólio	3.802	6.955	77	-5.119	5.308	-4.750	4.885	9.573	48.390

Continua

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Derivativos	-88	-197	-471	-356	-151	-677	-40	383	-710
Outros Investimentos*	-16.586	-7.879	-3.990	-12.542	-15.207	-6.600	-3.720	14.577	13.201
Operações de Regularização	2.966	-10.323	6.757	11.480	4.769	-4.363	-23.271	0	0
Erros e Omissões	194	2.637	-531	-66	-793	-2.137	-1.072	965	- 3.131
Resultado Global	-7.907	-2.262	3.307	302	8.496	2.244	4.319	30.569	87.484
Resultado Global Excluindo FMI	-10.787	8.062	-3.451	-11.179	3.726	6.607	27.591	30.569	87.484

Fonte: Bacen: Nota para imprensa do Setor Externo (Quadro I) e séries especiais do Balanço de Pagamentos. Elaboração própria.

**Outros investimentos, excluindo operações de regularização com FMI.*

Três principais grupos de agentes atuam nesse mercado.¹³ O primeiro grupo é formado pelos bancos que possuem carteira de câmbio e pelas demais instituições (corretoras, distribuidoras e agências de turismo) autorizadas a operar divisas com clientes.¹⁴ O segundo grupo é formado pelos clientes que transmitem aos bancos (e demais instituições intermediárias) as ordens de compra e venda de divisas, envolvendo o setor privado não-financeiro (exportadores e importadores, empresas que contratam empréstimos externos), o setor financeiro não-autorizado a operar nesse mercado (como gestores de fundos), os investidores estrangeiros e o setor público (Tesouro Nacional, governos subnacionais e empresas públicas). Finalmente, o Bacen, que, além de regulamentar, registrar e fiscalizar as operações, num regime de câmbio flutuante pode intervir no mercado para influenciar ou reduzir a volatilidade das cotações e acumular reservas em moeda estrangeira.

Como nos demais países, o mercado de câmbio tem dois segmentos: o primário e o secundário (sobre esse segmento, ver a terceira seção). No segmento (ou mercado) primário, como o próprio nome diz, são realizadas as transações primárias com divisas, resultantes das operações entre os agentes residentes e não-residentes (exportações, importação, investimentos estrangeiros), que transmitem aos bancos suas ordens de compra e venda de moeda estrangeira. Essas operações, que determinam o volume de dólares no mercado, são, em geral, registradas no balanço de pagamentos. Contudo, o movimento líquido de câmbio e o saldo desse balanço não coincidem, de forma geral, por causa das diferentes formas de contabilização: enquanto esse movimento é registrado no momento da contratação (daí a denominação “câmbio contratado”), que precede a liquidação em dois dias úteis, os fluxos do balanço de pagamentos consistem nas transações efetivamente liquidadas (as diferenças entre as opera-

¹³ O mercado de câmbio à vista, de forma geral, não tem uma localização geográfica específica (como as Bolsas de Valores ou de Derivativos Organizados), sendo a maioria das transações realizada por meio eletrônico, mediante o câmbio escritural. Todavia, a criação da clearing de câmbio da BM&F forneceu um “endereço” para uma boa parte dos negócios com a taxa de câmbio à vista realizada com real.

¹⁴ Como os bancos são os principais intermediários das transações cambiais, na análise aqui realizada não será enfatizado o papel das demais instituições autorizadas a operar moeda estrangeira com clientes.

ções contratadas e liquidadas surgem por causa de cancelamentos de transações por uma das partes).

O mercado primário é dividido, por sua vez, em três segmentos, de acordo com a natureza da operação: comercial (balança comercial e de serviços); financeiro (fluxos de capital e rendas de investimento) e transações com instituições no exterior (movimentações relacionadas com transferências internacionais em reais, no país, de domiciliados no exterior, que cursavam pela CC5 até a sua extinção em março de 2005). Todavia, as informações sobre o movimento de câmbio contratado não permitem a identificação do fluxo efetivo de divisas decorrente das transações privadas. Isto porque as transações de compra e venda de divisas pelo Tesouro, realizadas por intermédio do Banco do Brasil, estão incluídas nesse movimento. Como os dados sobre essas transações divulgadas pelo Bacen (no Quadro IV da Nota para Imprensa do Setor Externo) referem-se à data de liquidação e não de contratação (que afeta o movimento de câmbio) e como o Tesouro tem um prazo de até 360 dias entre a contratação da compra de moeda estrangeira e a quitação de uma obrigação no exterior, não é possível separá-las do fluxo de divisas privado (as compras e vendas de moeda estrangeira pelo Bacen não têm impacto nos fluxos do mercado primário, mas somente na posição cambial dos bancos, como detalhado na terceira seção).

Assim, para avançar na análise da interação entre as operações privadas (comerciais e financeiras) e as intervenções oficiais, é necessário recorrer aos dados sobre o balanço de pagamentos. O Bacen disponibiliza, na Nota para Imprensa do Setor Externo, o balanço de pagamentos convencional (Quadro I, que segue a metodologia do FMI e constitui a base da Tabela 1), e o chamado “Balanço de Pagamentos – Mercado” (Quadro III), que exclui as transações realizadas com reservas oficiais (incluídas no Quadro I), mas inclui as compras/vendas de divisas pelo Tesouro em mercado, não constituindo, assim, um retrato das operações comerciais e financeiras privadas cursadas via mercado de câmbio.

Com base nas informações dos Quadros I, III e IV (o Quadro IV consiste no demonstrativo das reservas internacionais, que apresenta as compras oficiais de divisas e as liquidações do Tesouro referentes

ao serviço da dívida soberana), foi possível estimar as intervenções do Tesouro em mercado e obter a Tabela 2, que exprime de forma transparente, de um lado, os ingressos líquidos de recursos na conta de transações correntes e na conta financeira decorrentes de transações privadas e, de outro lado, o impacto líquido das compras e vendas de moeda estrangeira pelo Bacen e pelo Tesouro Nacional.¹⁵

A Tabela 2 revela informações fundamentais para a compreensão da trajetória de apreciação nominal do real a partir de 2004, quando se intensifica (em 2003, a apreciação foi decorrência, principalmente, da reversão do *overshooting* cambial de 2002). Nessa tabela, o hiato financeiro corresponde à soma do saldo de transações correntes e da conta financeira, que deve equivaler necessariamente à soma (com sinal contrário) das intervenções do Bacen com a variação dos ativos dos bancos no exterior (num regime de flutuação pura, o hiato financeiro corresponde à variação desses ativos, também com sinal contrário, dado o método das partidas dobradas). O hiato financeiro recalculado constitui, por sua vez, o saldo de recursos efetivamente gerado pelas transações privadas (excluindo as intervenções do Tesouro das contas corrente e financeira).

No ano de 2004, esse hiato, além de não ter sido expressivo – US\$ 10,4 bilhões –, foi mais do que absorvido pelo Tesouro e pelo Bacen, que compraram, respectivamente, US\$ 7,3 bilhões e US\$ 5,3 bilhões em mercado, totalizando a cifra de US\$ 12,6 bilhões. A diferença de US\$ 2,2 bilhões corresponde, exatamente, à venda de divisas pelos bancos, que reduziram sua posição ativa em moeda estrangeira.

¹⁵ Para mais detalhes sobre a metodologia utilizada na elaboração dessa tabela, ver Anexo.

Tabela 2
Balço de Pagamentos – Transações Privadas*

(Em US\$ Bilhões)

	2004	2005	2006	2007
Transações Correntes Mercado	14,5	16,4	10,6	- 4,6
Intervenções do Tesouro (Líquido)	- 2,7	- 24,5	1,7	- 4,8
Transações Correntes Mercado s/ Tesouro	17,2	40,9	8,9	0,3
Conta Financeira (Líquido)	- 11,4	6,2	21,9	93,9
Investimento Estrangeiro Direto	18,2	15,1	18,8	34,6
Investimento Estrangeiro em Carteira	2,2	7,1	14,7	39,8
Emprést. Médio e Longo Prazos	- 8,8	- 2,7	20,9	- 0,7
Crédito Comercial – Curto, Médio e Longo Prazos	- 3,4	1,4	11,9	35,8
Investimentos Brasileiros no Exterior	- 13,4	- 7,6	- 34,5	- 5,4
Demais (Conta Capital, Títulos Curto Prazo, Derivativos, Moedas e Depósitos, Erros e Omissões)	- 1,4	0,5	6,9	8,3
Intervenções do Tesouro (Líquido)	- 4,7	- 7,5	- 14,0	- 9,1
Conta Financeira (Líquido) s/ Tesouro	- 6,6	13,8	38,7	112,3
Hiato Financeiro	3,1	22,7	36,1	89,3
Intervenções Líquidas do Banco Central	- 5,3	- 21,5	- 34,3	- 78,6
Bancos: Variação de Ativos no Exterior	2,2	- 1,2	- 1,7	- 10,7
Hiato Financeiro Recalculado	10,4	32,0	48,4	103,3
Intervenções Líquidas do Tesouro	- 7,3	- 9,3	- 12,3	- 14,0

Fonte: Bacen (Quadros I, III e IV da Nota para Imprensa do Setor Externo).

Elaboração própria com a colaboração de Thiago Said Vieira (Assessor Pleno do Departamento Econômico do Bacen – Divisão de Balço de Pagamentos).

* Enquanto o Balço de Pagamentos – Mercado (Quadro III) exclui do Balço de Pagamentos tradicional (Quadro I) somente as operações do Bacen, o Balço de Pagamentos – Transações Privadas exclui, além dessas operações, as compras/vendas de divisas pelo Tesouro no mercado de câmbio à vista.

Já em 2005 e 2006 o hiato financeiro gerado pelo setor privado foi significativo, de US\$ 32 bilhões e US\$ 48,4 bilhões, respectivamente, ancorado nas duas principais contas do balço de pagamentos – mas com preponderância das transações correntes em 2005 e da

conta financeira em 2006. Esses recursos traduzem-se em excesso de dólares (ou seja, liquidez em moeda estrangeira) no mercado de câmbio, que exerce pressões baixistas sobre o preço dessa moeda e, assim, de valorização do real. Contudo, no biênio 2005–2006, o setor público manteve uma presença ativa nesse mercado, com o aumento da importância das intervenções do Bacen relativamente às do Tesouro. A magnitude das suas intervenções acompanhou, *pari passu*, a ampliação do superávit privado. Em 2005, o Bacen adquiriu US\$ 21,5 bilhões, e o Tesouro, US\$ 9,3 bilhões, um total de US\$ 30,8 bilhões, quase a totalidade do hiato financeiro recalculado (US\$ 32 bilhões). Nesse ano, os bancos absorveram uma parte, mesmo que pouco significativa frente às intervenções oficiais, desse hiato (US\$ 1,2 bilhão), ampliando seus ativos no exterior nessa proporção. Em 2006, o hiato financeiro atingiu US\$ 48,4 bilhões e, como em 2004, as compras oficiais, que somaram US\$ 34,3 bilhões, superaram esse montante, sendo a diferença de US\$ 1,7 bilhão suprida pela redução dos ativos dos bancos no exterior. Já em 2007, quando o hiato financeiro atingiu o valor recorde de US\$ 103,3 bilhões (reflexo do superávit igualmente recorde da conta financeira nesse ano), os bancos absorveram um volume mais expressivo (US\$ 10,7 bilhões), enquanto as intervenções do Tesouro somaram US\$ 14 bilhões e as do Bacen, US\$ 78,6 bilhões.

Assim, durante o período 2004–2007, quando a trajetória foi de intensa apreciação nominal da moeda doméstica – em termos anuais, de 8,1% em 2004, 11,8% em 2005, 8,7% em 2006 e 10,9% em 2007 (cotação média do ano frente à média do ano anterior) –, pode-se caracterizar o regime de flutuação cambial no Brasil como excessivamente “sujo”.¹⁶ Considerando os quatro anos conjuntamente, o Bacen e o Tesouro adquiriram cerca de US\$ 183 bilhões. Esse montante foi canalizado seja para a redução do endividamento externo, seja para as reservas internacionais.

Esses valores deixam claro que, ao contrário do que advogam alguns analistas e o próprio Bacen, a apreciação do real nesse triênio não foi

¹⁶ Já no período anterior (1999–2003), com exceção do primeiro semestre de 2001 e do segundo semestre de 2002, o regime cambial brasileiro aproximou-se do padrão de flutuação pura, como destacam Pires de Souza & Hoff (2006).

o reflexo do excesso de oferta de divisas, associada às transações correntes, em relação à demanda num ambiente de livre flutuação. De um lado, a oferta de divisas não foi gerada somente pela balança comercial e em transações correntes, mas também pelo ingresso, via conta financeira (principalmente em 2006 e 2007), em grande parte estimulado pelo diferencial entre os juros internos e externos. De outro lado, tanto o superávit das transações correntes como os fluxos líquidos de capitais registrados no balanço de pagamentos foram, na sua maior parte, absorvidos pela demanda oficial por divisas.

Resta, então, um importante *puzzle*: por que a taxa de câmbio nominal se apreciou numa magnitude tão expressiva, a despeito das intensas compras oficiais de divisas no mercado cambial? Para responder a essa pergunta, é necessário inserir na análise as operações interbancárias e virtuais, analisadas nas seções seguintes.

3. As Operações Interbancárias de Câmbio

Os bancos desempenham um papel central no mercado primário de câmbio, pois constituem os intermediários das operações realizadas e os *market makers*, garantindo liquidez para o conjunto dos agentes econômicos. Para exercer essas funções, absorvendo o excesso de divisas e suprindo a demanda diante de uma insuficiência de moeda estrangeira, essas instituições precisam manter uma posição de câmbio, que é afetada passivamente por todas as operações de compra e venda no mercado primário. Além das transações no segmento primário, a posição cambial dos bancos também sofre influência das ordens de compra e venda de moeda estrangeira ditadas pelo Bacen (realizadas pelos bancos *dealers*); essas ordens, por sua vez, não têm impacto nos fluxos do mercado primário, mas somente na posição cambial (ver Equação 1).

Equação 1

$\Delta PC = \text{operações no mercado primário} + \text{intervenções do Bacen} + \text{ajustes}$

onde:

PC = posição de câmbio

Ajustes = toda variação de posição que não é explicada nem pelo fluxo, nem pelas ações do Bacen, em geral decorrente da não-liquidação de uma operação contratada. Por exemplo, o cancelamento de uma exportação contratada que não afeta o fluxo já registrado, mas a posição cambial dos bancos.

A posição de câmbio de um banco pode ser nivelada/fechada (contratos de compra equivalentes aos de venda; ou seja, posição credora equivalente à devedora) ou aberta, na qual o saldo das suas operações de câmbio não é nulo. Nesse último caso, o banco pode carregar uma posição vendida (curta, no jargão do mercado) – isto é, devedora em moeda estrangeira, resultado de vendas superiores às aquisições – ou uma posição comprada (longa) – credora em moeda estrangeira. Se o banco está com uma posição vendida, ele se beneficiará de uma apreciação da moeda doméstica (já que a moeda estrangeira, na qual ele é devedor, se depreciou), e se está com uma posição comprada, lucrará se a moeda doméstica depreciar e a estrangeira (na qual é credor) apreciar. Ou seja, em ambos os casos, incorre em risco cambial, que consiste no risco de perda de capital decorrente das variações futuras da taxa de câmbio. Somente no caso da posição nivelada/fechada, a instituição bancária em questão não está sujeita a esse risco [Plihon (1999)].

Contudo, a mudança passiva da posição de câmbio, determinada pelas decisões dos clientes e do Bacen, não tem por que coincidir com aquela desejada pelos bancos. Uma das funções do segundo segmento do mercado de câmbio – o segmento secundário – é exata-

mente permitir o ajuste da posição corrente em direção àquela desejada por cada instituição bancária. Nesse segmento, que surgiu no início dos anos 1990 e que também é denominado de mercado interbancário de câmbio,¹⁷ os bancos realizam transações de compra e venda de divisas entre si – as quais não têm impacto no balanço de pagamentos –, tanto para ajuste de suas posições (realizando, nesse caso, operações de *hedge* cambial) como para arbitragem e especulação.

No caso das operações de *hedge*, o banco procura eliminar ou mitigar o risco cambial, que tem origem na variação indesejada da sua posição de câmbio decorrente das transações no mercado primário. Por exemplo, se a instituição fica com uma posição vendida em dólar – porque um importador, ou o Bacen, efetuou compras superiores a vendas – e não deseja mantê-la, vai procurar neutralizar essa posição com a compra de dólar de outra instituição no interbancário. O banco pode igualmente realizar operações de arbitragem. Além de procurar lucrar com as diferenças entre as cotações das taxas de câmbio nos mercados primário e secundário, os bancos também buscam arbitrar taxas de juros em diferentes moedas, captando divisas por meio de suas linhas de crédito interbancárias no exterior. Essas divisas serão convertidas em reais e aplicadas no mercado interno a uma taxa de juros superior àquela incidente sobre o empréstimo exterior. Nesse caso, o lucro do banco corresponderá ao diferencial entre os juros internos e externos, descontada a variação cambial no período (ou seja, a diferença entre a taxa de juros interna em dólar – a taxa do cupom cambial – e a taxa de juros externa).¹⁸ O último tipo de operação refere-se às transações especulativas, nas quais o banco opta por manter sua posição em aberto (em razão, por exemplo, de suas expectativas em relação à taxa de câmbio), expondo-se voluntariamente aos riscos de câmbio para obter ganhos de capital [Plihon (1999) e Garcia e Urban (2004)].¹⁹

¹⁷ Para uma descrição detalhada do funcionamento do mercado interbancário de câmbio no Brasil, ver Garcia & Urban (2004) e Pires de Souza & Hoff (2006).

¹⁸ Em geral, essas operações são casadas com operações de *hedge* no mercado de derivativos de câmbio.

¹⁹ A definição clássica de especulação de Keynes (1936) é o da “atividade que consiste em prever a psicologia do mercado”. Farhi (1998 e 1999) propõe um novo conceito de especulação, mais adequado à dinâmica financeira contemporânea. Segundo Farhi (1999, p.104): “num contexto em que a formação de expectativas sobre mudanças de níveis de preços nor-

Se no segmento primário surge a variável central para a determinação da taxa de câmbio, o fluxo de ordens dos clientes,²⁰ as negociações mais relevantes para a formação dessa taxa ocorrem no mercado interbancário²¹ e no mercado de derivativos de câmbio, que também é lócus das operações de *hedge*, arbitragem e especulação dos bancos, como detalhado na quarta seção. Isso porque um banco, individualmente, pode recorrer ao mercado interbancário para neutralizar uma mudança indesejada da sua posição de câmbio, mas essa estratégia não é possível para o sistema bancário como um todo (pois as transações nesse mercado são um jogo de soma zero). Numa situação de convergência de opiniões, o mecanismo de ajuste no interbancário num regime de câmbio flutuante será a variação do preço (ou seja, a taxa de câmbio), que pode ocorrer independentemente do fluxo de câmbio no mercado primário naquele momento.

Os dados mensais referentes ao movimento de câmbio contratado e à posição dos bancos são divulgados pelo Bacen nas séries temporais (ver Gráficos 1 e 2). Também foi possível obter os dados das

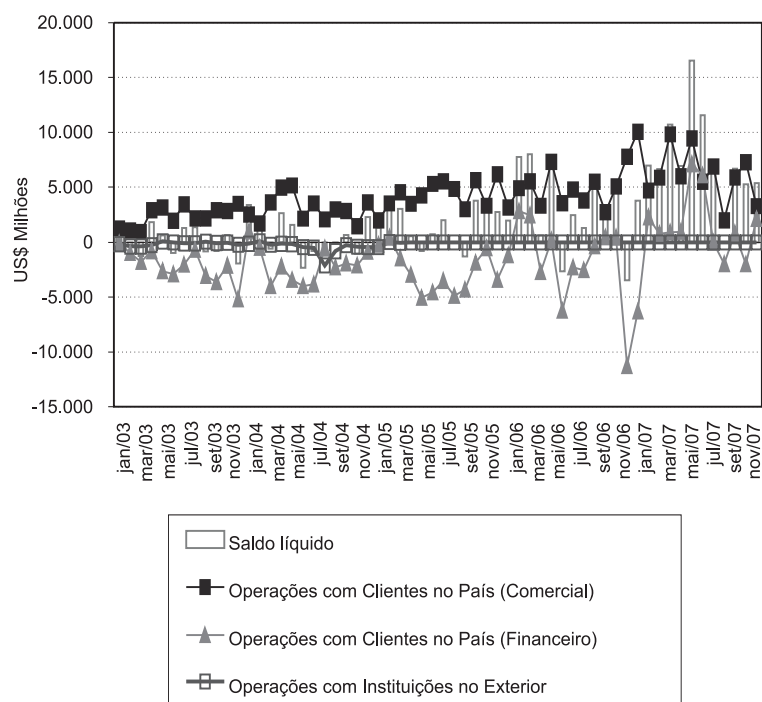
teia a atuação da grande maioria dos agentes – hedgers, arbitragistas ou especuladores – (...) consideramos como especulação as posições líquidas, compradas ou vendidas, num mercado de ativos financeiros (à vista ou de derivativos) sem cobertura por uma posição oposta no mercado com outra temporalidade no mesmo ativo, ou num ativo efetivamente correlato. Essa definição permite estabelecer a distinção entre as posições especulativas e as posições de hedge ou as de arbitragem”.

²⁰ Como ressaltam Garcia & Urban (2004), o Bacen não disponibiliza os dados do fluxo de ordens no Brasil, em geral utilizado pela literatura de microestrutura de mercados, que analisa o processo de formação da taxa de câmbio nos mercados primário e secundário [Lyon (2001)].

²¹ De acordo com o trabalho de Garcia & Urban (2004), realizado com base em informações (dados e entrevistas com participantes do mercado) até 2003, o mercado interbancário de câmbio brasileiro era naquele momento muito pouco líquido, em razão das regras restritivas em relação ao número de participantes, bem como aos riscos envolvidos na estrutura de negociação, contratação e liquidação, que limitavam os volumes negociados. Segundo os autores, esses riscos teriam sido mitigados, mas não eliminados, após a introdução da clearing de câmbio da BM&F no âmbito da implementação do novo sistema de pagamentos brasileiro. Com isso, segundo os autores, os bancos teriam passado a utilizar o interbancário somente para suprir suas necessidades de moeda estrangeira nas transações no mercado primário e a recorrer ao mercado de derivativos de câmbio da BM&F, cuja liquidez é muito maior, para realizar as três operações mencionadas acima. Essa migração de transações para a BM&F, por sua vez, teria resultado num círculo vicioso de enxugamento da liquidez do interbancário e ampliação dos volumes negociados nessa Bolsa, fatores que exerceriam um papel fundamental na formação da taxa de câmbio do real.

intervenções do Banco em mercado de 2004 a 2007, que não estão disponíveis nessas séries²² (ver Gráfico 3).

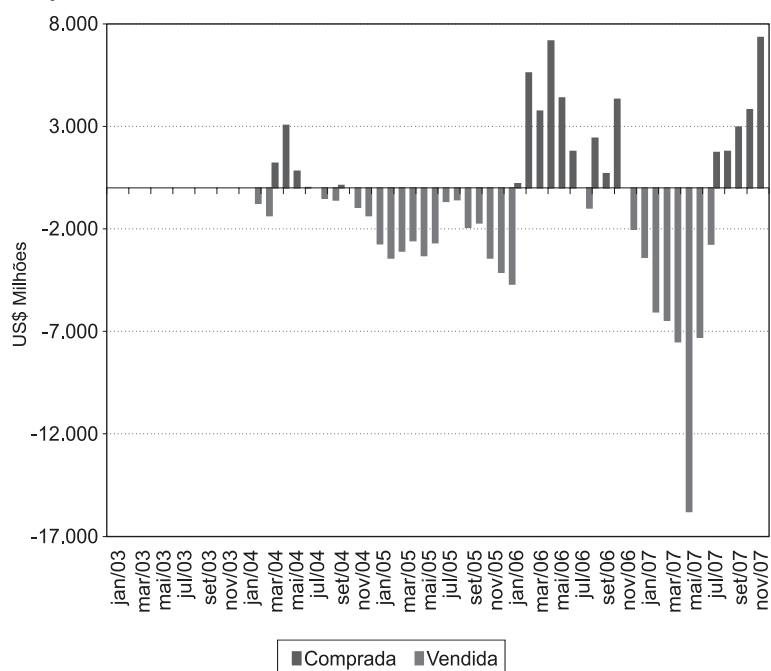
Gráfico 1
Movimento de Câmbio



Fonte: *Elaboração própria, com base em dados do Bacen.*

²² Essas informações são divulgadas na Nota para a Imprensa do Setor Externo.

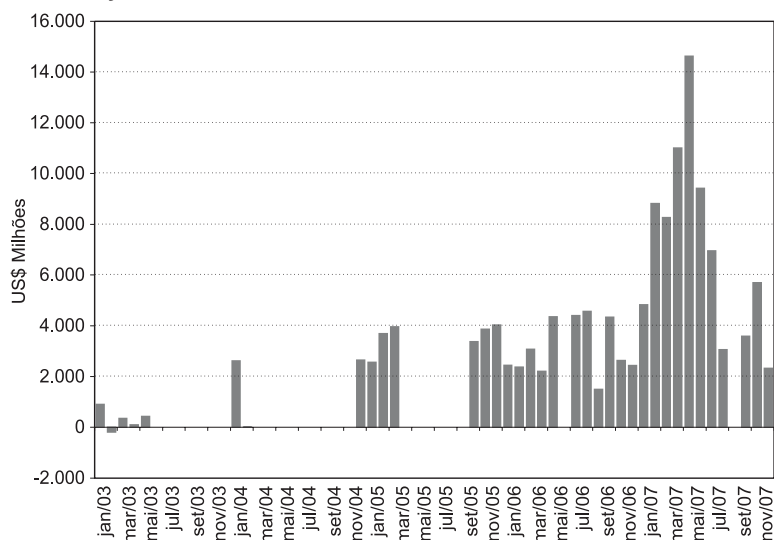
Gráfico 2
Posição dos Bancos



Fonte: Elaboração própria, com base em dados do Bacen.

A resposta para o nosso *puzzle* – a forte apreciação do real apesar das intervenções frequentes e expressivas das autoridades econômicas no mercado de câmbio, que absorveram quase a totalidade do superávit de divisas de 2004 a 2007 (ver Gráfico 3) – parece estar tanto na estratégia subjacente às intervenções cambiais do Bacen como na dinâmica do mercado de derivativos, ou seja, das operações virtuais. Assim, antes de analisar essa dinâmica, é importante esclarecer a relação entre a atuação da autoridade monetária no mercado secundário de câmbio e a evolução da taxa de câmbio nominal.

Gráfico 3
Intervenções do Bacen no Mercado de Câmbio



Fonte: Elaboração própria, com base em dados do Bacen.

A estratégia de intervenção do Bacen no mercado de câmbio à vista subordina-se aos objetivos do regime de câmbio flutuante no Brasil. Esses objetivos coincidiram, de forma geral, com aqueles do regime de metas de inflação – estabilidade dos preços e do sistema financeiro –, aos quais se somou, a partir de 2004, o acúmulo de reservas internacionais. Ou seja, na fase de auge do ciclo de liquidez internacional, as intervenções do Bacen na ponta compradora do mercado de câmbio objetivaram reconstituir um colchão de liquidez em moeda estrangeira e reduzir a volatilidade cambial, sem procurar influenciar a tendência de apreciação do real (que se revelou fundamental para a eficácia da política de metas). Nesse contexto, o patamar da taxa de câmbio não constituiu uma meta da gestão cambial. A autoridade brasileira somente interveio, em algumas circunstâncias, para reduzir o ritmo dessa apreciação, adotando a estratégia de *leaning against the wind*, já que mudanças abruptas desse patamar podem ampliar a incerteza, estimular movimentos especulativos e aumentar a volatilidade cambial.

Coerentemente com os seus objetivos macroeconômicos gerais e suas respectivas metas, o Bacen perseguiu uma estratégia, previamente anunciada aos seus *dealers*, de atuar no final do dia, antes do fechamento do mercado, absorvendo as “sobras” de dólares aos preços vigentes no momento, sem procurar influenciar as cotações. Como destaca Archer (2005), é exatamente esta a estratégia recomendada quando a autoridade monetária não pretende influenciar o patamar de taxa de câmbio.

Todavia, caso o Bacen tivesse adotado outra estratégia de intervenção no mercado de câmbio à vista – no que diz respeito aos volumes diários, ao *timing* e à transparência –, a intensidade da apreciação do real poderia ter sido bem menor, mas não seria estancada. Defendesse, aqui, a hipótese de que uma mudança nessa estratégia somente reduziria a intensidade, mas não seria suficiente para deter a tendência de valorização cambial no contexto de ampla abertura financeira por causa de duas especificidades.

A primeira consiste no alto custo fiscal das operações de esterilização (associado ao patamar da taxa de juros básica e ao elevado estoque da dívida mobiliária interna). A adoção de uma estratégia mais agressiva de compra de divisas (com o objetivo de influenciar a trajetória da taxa de câmbio), com esterilização parcial dos seus impactos monetários, colocaria em xeque a política de metas de inflação ancorada na manutenção de uma alta taxa de juros básica. A segunda (e principal) especificidade reside na existência de mercados de derivativos financeiros (BM&F) amplos e líquidos, resultado da interação de três fatores que se autoalimentaram no auge do ciclo recente de liquidez: o maior grau de desenvolvimento desses mercados, relativamente aos demais países emergentes, associado ao contexto de alta inflação dos anos 1980; a adoção do regime de câmbio flutuante em 1999; e o acesso sem restrições dos investidores estrangeiros à BM&F a partir de 2000. O papel desse mercado na trajetória da apreciação do real a partir de 2004 é analisado na próxima seção.

4. As Operações Virtuais

A análise realizada nas seções precedentes mostrou que grande parte do fluxo efetivo de divisas no mercado à vista – associado às operações comerciais e financeiras registradas no balanço de pagamentos – foi absorvida pelo Bacen e pelo Tesouro no período 2004–2007. Esse fluxo e sua absorção, bem como as operações interbancárias, revelam-se insuficientes para explicar uma apreciação cambial da magnitude observada. Para compreendê-la, é fundamental levar em consideração as chamadas operações virtuais.

No Brasil, assim como na maioria dos países, o mercado de câmbio possui o segmento à vista e o segmento futuro (que consiste no mercado de derivativos de câmbio),²³ cuja interação determina a trajetória da taxa de câmbio nominal no curto prazo. As três principais motivações subjacentes às operações cambiais dos bancos e demais agentes privados no segmento à vista – *hedge*, arbitragem e especulação – estão presentes no mercado futuro de câmbio, e é exatamente sua interação que garante a liquidez desse mercado. Todavia, na realidade, o mercado que negocia as taxas de câmbio futuras e envolve o conjunto de derivativos vinculados à taxa de câmbio, além de consistir no lócus por excelência das operações de *hedge* cambial, revelou-se um espaço privilegiado para a especulação e criou novas oportunidades de arbitragem, como a chamada “arbitragem no tempo”, que se ancora nas diferenças entre as cotações nos segmentos à vista e futuro.²⁴

²³ *Derivativo é um contrato firmado entre duas partes, no qual se definem pagamentos futuros, com base no comportamento dos preços de um ativo de mercado, ou seja, um derivativo é um contrato cujo valor deriva de um outro ativo. Em âmbito mundial, os mercados de derivativos financeiros (derivativos vinculados às taxas de câmbio e de juros) surgiram logo após o colapso do sistema de Bretton Woods e a adoção do regime de taxas de câmbio flutuantes nos países centrais em 1971. Segundo Farhi (2001a), esses fatores acarretaram “forte elevação da volatilidade das principais variáveis financeiras, ampliando consideravelmente o leque de incertezas dos agentes econômicos e elevando os riscos embutidos nos compromissos futuros. A busca de proteção contra esse ambiente financeiro instável foi a base da criação dos mercados de derivativos financeiros”.*

²⁴ *Para uma descrição dos mecanismos básicos de hedge, arbitragem e especulação nos mercados de derivativos, ver Farhi (1998, cap. 1).*

Em relação às operações de *hedge*, os bancos e demais agentes no mercado à vista recorrem aos instrumentos derivativos para cobrir os riscos de suas posições. De forma geral, as operações comerciais (exportação e importação) são transações a prazo que envolvem linhas de crédito comercial. Exportadores e importadores carregam posições abertas em moeda estrangeira quando assinam contratos de comércio exterior com data de liquidação futura e, assim, precisam recorrer a operações de cobertura do risco cambial.

Alguns autores vinculam cada modalidade de transação a um tipo específico de agente: *hedgers*, especuladores e arbitragistas. Essa abordagem pode ser útil para fins analíticos, mas sua aderência à realidade é questionável em alguns casos, pois as três motivações mencionadas podem estar subjacentes às operações dos diversos atores desse mercado (uma exceção é o papel de arbitragista dos corretores de câmbio). Vale citar alguns exemplos: um exportador, que em princípio seria enquadrado na categoria *hedge*, pode decidir manter uma posição em aberto, adotando um comportamento especulativo; os bancos, em geral, cobrem suas posições no mercado à vista mediante operações inversas no mercado futuro, mas também usufruem a sua posição privilegiada de intermediários financeiros para lucrar com operações de arbitragem e especulação.

É importante esclarecer o papel dos mercados futuros de câmbio nas operações de arbitragem e, principalmente, nas de especulação. Como destaca Farhi (1998), se, de um lado, os mercados de derivativos financeiros surgiram com o objetivo de fornecer *hedge* contra as variações das taxas de câmbio e de juros, permitindo o gerenciamento da instabilidade desses preços-chave (mediante contratos futuros, a termo ou de opções), de outro lado, expandiram o espaço para a especulação nos mercados financeiros e introduziram novos riscos em âmbito macroeconômico.

Assim, os instrumentos virtuais negociados nesses mercados têm um caráter dual e ambíguo: fornecem proteção e segurança às operações reais (fluxos comerciais e financeiros), tendo sido fundamentais para a consolidação do ambiente de globalização (financeira e produtiva), mas, em contrapartida, abriram novas oportunidades de

arbitragem e se converteram em instrumentos por excelência de transações especulativas.²⁵ Isso porque os derivativos, como um todo, e os cambiais, especificamente, envolvem um alto grau de alavancagem (os contratos do câmbio futuro exigem somente depósitos de garantia, equivalentes a uma pequena porcentagem do valor da transação; as opções envolvem o pagamento do preço do prêmio) e não resultam, no vencimento, em entrega efetiva de divisas (ao contrário de outros países, nos quais a legislação permite essa entrega), sendo geralmente liquidados antes do vencimento por meio de uma operação de sentido inverso (ver Quadro 1).

Um exemplo simples elucida as vantagens dos instrumentos derivativos nas operações de especulação. Se um agente econômico antecipa a depreciação do real em relação ao dólar norte-americano e deseja especular, ele tem duas opções: a) forma uma posição de câmbio comprando os dólares no mercado à vista (que serão aplicados e vendidos após a depreciação); b) forma uma posição comprada de dólares, a moeda cuja expectativa é de apreciação, no mercado futuro; nesse caso, ele precisa somente da quantia correspondente ao depósito de garantia, que ele pode cobrir até mesmo com uma carta de fiança bancária ou depósito de títulos públicos federais e outros ativos considerados de primeira linha. Nos dois casos, a especulação revela-se lucrativa se, *ex post*, a depreciação efetiva do real superar a diferença entre as taxas de juros das duas moedas. Porém, por causa da alavancagem dos instrumentos derivativos, esse lucro será percentualmente muito maior em relação ao que seria obtido numa operação no mercado à vista.

Já nas operações de arbitragem no tempo – entre os mercados à vista e futuro –, procura-se obter lucro com base em diferenças de curtíssimo prazo nas cotações das moedas e nas respectivas taxas de juros. Essas operações, realizadas principalmente pelos bancos e gestores de fundos, desempenham um papel essencial na dinâmica do mercado de câmbio, pois tendem a eliminar os desequilíbrios entre os segmentos à vista e futuro e constituem, assim, o mecanismo fundamental de transmissão entre as respectivas cotações, como

²⁵ Para uma análise detalhada das características e modalidades dos derivativos financeiros e de suas repercussões macroeconômicas, ver Farhi (1998 e 1999).

explicado a seguir. Nesse tipo de operação, o operador procura maximizar a rentabilidade da sua posição de tesouraria sem incorrer em risco de câmbio.

Os derivativos vinculados à taxa de câmbio do real são negociados em dois tipos de mercado. Em primeiro lugar, o mercado organizado, ou seja, a Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F), que negocia os contratos padronizados de câmbio futuro, *swaps* e opções (ver Quadro 1). Dois marcos fundamentais na dinâmica desse mercado foram a adoção do câmbio flutuante, em 1999, e, em 2000, a permissão para participação de investidores estrangeiros, sem quaisquer limites.²⁶ Porém, essas duas mudanças ampliaram significativamente o número e o volume de contratos negociados, ampliando a liquidez desse mercado e, assim, as oportunidades de arbitragem e especulação.

Quadro 1

Principais Instrumentos Derivativos Vinculados à Taxa de Câmbio do Real

Os derivativos de câmbio são contratos de liquidação futura cujo valor deriva da taxa de câmbio presente. Esses derivativos podem ser negociados em mercados organizados (bolsas de valores – no Brasil, a BM&F) ou de balcão. Os principais instrumentos derivativos vinculados à taxa de câmbio do real negociados na BM&F são os contratos futuros, as opções e os *swaps*.

Contratos futuros. Nos mercados futuros organizados, as especificações da mercadoria ou do ativo, as datas de vencimento e as modalidades da eventual entrega são previamente definidas de forma precisa em contratos padronizados. O objeto da negociação passa a ser não mais a mercadoria ou o ativo subjacente, mas o contrato que representa um compromisso padronizado de compra ou de venda, a um preço fixado no momento da realização do negócio para um vencimento futuro específico. Para cada ativo subjacente, os contratos fixam as datas dos diversos vencimentos. O vencimento de maior liquidez do futuro de câmbio da BM&F – aquele que concentra a maioria dos negócios rea-

²⁶ *Sobre a dinâmica dos mercados futuros de câmbio da BM&F durante a vigência do regime de câmbio administrado, ver Farhi (2001a e 2001b).*

lizados e que permite aos agentes, a qualquer momento, abrir ou encerrar uma posição – consiste no chamado primeiro futuro, o contrato que vence no primeiro dia útil de cada mês. Enquanto no mercado à vista, com entrega imediata ou diferida, o operador negocia mercadorias disponíveis ou suscetíveis de estarem disponíveis num lapso determinado de tempo, nos mercados futuros é possível vender a descoberto um ativo subjacente que não se possui ou comprar ativo que não se pretende vir a possuir. Para liquidar essas posições, basta realizar, em qualquer momento durante a vida útil do contrato, a operação inversa à posição inicialmente assumida. Essa forma de liquidação é a mais comumente empregada em todos os mercados futuros e representa mais de 99% de todas as liquidações, inclusive nos mercados que preveem a possibilidade de entrega efetiva no vencimento, o que não ocorre na BM&F. Ela só é possível por causa do alto grau de padronização dos contratos. Quando as posições são carregadas até a data do vencimento, seu encerramento na BM&F ocorre mediante a liquidação por diferença (já que a liquidação por entrega efetiva não é permitida): no vencimento, a liquidação de todas as posições ainda existentes é efetuada pela Bolsa em questão com base na cotação do ativo à vista naquela data.

A câmara de compensação da Bolsa promove diariamente a conciliação de todas as transações futuras, assegurando que, para cada posição vendida a um determinado preço, existe uma posição comprada no mesmo preço e promovendo as necessárias liquidações das posições já existentes. Uma vez efetuada a conciliação e registradas as operações, os compradores e os vendedores passam a não ter mais relação entre si. Assim, essa câmara constitui, desse momento em diante, a contraparte de todas as transações registradas. Tal procedimento reduz ou elimina os riscos de crédito, assegurando a integridade financeira dos negócios realizados, e possibilita a liquidação de posições através da operação contrária, sem necessidade de recorrer à contraparte inicial do negócio. Como, por definição, o número de posições compradas é exatamente igual ao número de posições vendidas, a posição líquida da câmara de compensação é sempre nula. Com exceção de uma pequena taxa de registro das operações, o saldo financeiro final das atividades da compensação é também nulo, na medida em que as somas que recebe são idênticas às somas que deve pagar. Para o funcionamento das câmaras de compensação, é essencial que todas as operações realizadas durante o dia, a preços bastante diversos, e aquelas que provêm de pregões

anteriores possam ser financeiramente equiparadas. Esse é o papel do preço de fechamento, denominado ainda “preço de ajuste”, base oficial dos cálculos da compensação, que determinarão as quantias a pagar pelos detentores de posições com prejuízos e a receber pelos detentores de posições com lucro. Esses pagamentos (chamados de “ajustes diários”, “ajustes de margem” ou ainda de “margem”), além de igualarem financeiramente todos os contratos existentes, têm a função de verificar a existência de disponibilidades financeiras das partes com prejuízos. Com efeito, eles obrigam todos os participantes com posições perdedoras a cobrir periodicamente seus prejuízos, impedindo que esses se avolumem a ponto de ultrapassar sua capacidade financeira. Os ajustes diários são cobrados ou pagos pela compensação enquanto as posições não são liquidadas. Mas, por motivo de segurança, esse organismo exige um depósito inicial – em geral, uma pequena fração do valor do contrato –, tanto dos compradores quanto dos vendedores, todas as vezes que uma posição não é encerrada no mesmo dia em que foi iniciada. Esse depósito pode ser constituído de títulos públicos, avais bancários ou, mais raramente, depósitos em dinheiro remunerados pelas taxas correntes para aplicações de curto prazo. Ele tem por finalidade garantir o pagamento dos ajustes diários. Caso estes não sejam efetuados, é declarada a inadimplência do devedor, e suas posições são imediatamente liquidadas. Nesse caso, o depósito inicial é utilizado para cobrir os ajustes diários devidos. Caso o prejuízo seja superior a esse depósito, a corretora membro da Bolsa que originalmente registrou a operação é obrigada a cobri-lo. Quando esta, por sua vez, não consegue cobrir o prejuízo, o capital próprio da câmara de compensação será utilizado. Normalmente, o depósito original é devolvido no dia seguinte ao da liquidação das posições e após o pagamento dos ajustes devidos. Avalia-se o efeito de alavancagem nos mercados futuros tomando-se como base exatamente o depósito inicial, que constitui o requisito mínimo para qualquer participação. Levando-se em conta que o depósito inicial é devolvido no encerramento da posição, conclui-se que a alavancagem embutida no mecanismo de mercado futuro é bastante elevada, já que o custo real de participar do mercado se resume a uma eventual perda de liquidez momentânea acarretada pela exigência de depósito.

Opções. Os mercados de opções sobre ativos financeiros nasceram, de um lado, do desejo dos detentores de ativos financeiros de beneficiar-se de uma eventual alta de seus preços, sem arcar com o risco de eventu-

ais quedas; de outro lado, do desejo dos devedores de tirar proveito de uma possível baixa de preços, estando cobertos do risco de uma alta. Com a utilização dos mecanismos de opções, os participantes do mercado conseguem, mediante o pagamento de um prêmio, eliminar algumas das restrições à realização sistemática das operações de cobertura de riscos. As opções são definidas como sendo o direito, e não a obrigação, de seu comprador (ou titular) de adquirir ou de vender um ativo subjacente, a um preço predeterminado (preço de exercício) num futuro também determinado (vencimento ou maturidade). Até esse vencimento, as opções são consideradas como tendo “vida útil”. As opções que dão a seu titular o direito de comprar o ativo subjacente são chamadas de opções de compra (*call options*), enquanto as opções que garantem a seu titular o direito de vender o ativo subjacente são conhecidas como opções de venda (*put options*). O comprador da opção só exercerá seu direito contratual se isso for vantajoso, ou seja, se no momento do exercício a opção permitir comprar o ativo subjacente mais barato do que os preços do momento no mercado à vista ou vendê-lo mais caro. Caso contrário, deixará sua opção vencer sem exercê-la. Para usufruir desse direito, o titular da opção paga ao vendedor (lançador), no momento da realização do negócio, uma soma em dinheiro ou “prêmio”. Em troca do recebimento do prêmio, o vendedor da opção assume a obrigação de vender ou comprar o ativo subjacente a um preço predeterminado num futuro também estabelecido, se este for o desejo do comprador. Os perfis de ganhos e perdas das opções são completamente distintos daqueles originados da detenção direta do ativo subjacente ou de sua venda. Esses perfis são igualmente distintos e assimétricos para os compradores de uma opção e para seus vendedores. A assimetria das situações dos compradores (que têm direitos e não obrigações) e vendedores de opções (que têm obrigações e não direitos) exprime-se também no fato de que, nos mercados organizados, os depósitos originais só são cobrados dos vendedores de opções de compra ou de venda. Os compradores de opções, após o pagamento do prêmio devido, são dispensados do pagamento dos depósitos originais, na medida em que seus prejuízos máximos estão limitados ao valor desse prêmio. Em compensação, o prejuízo dos vendedores de opções pode, teoricamente, ser ilimitado, bastando para isso que o preço do ativo subjacente esteja muito acima do preço em que se comprometeram a vendê-lo ou muito abaixo do preço em que se engajaram a comprá-lo. No entanto, seus ganhos limitam-se ao prêmio recebido. Para um titular de opção, o efeito de alavancagem é muito mais acentuado

nos mercados de opções do que nos mercados futuros. Uma pequena soma inicial de dinheiro pode mais do que centuplicar em algumas situações.

Swaps. Nos anos 1980, ocorreu a imensa expansão dos contratos de troca (*swaps*), que representam uma das grandes inovações financeiras no plano internacional. Por definição, um *swap* é um contrato entre duas partes que se comprometem a trocar entre si ativos ou fluxos financeiros num prazo predeterminado. Há dois tipos básicos de *swaps*. O primeiro é o *swap* de juros, que envolve a troca de fluxos financeiros expressos na mesma divisa. O segundo é o *swap* de câmbio ou de divisas expresso em moedas diferentes. Os *swaps* de taxas de juros e de câmbio são instrumentos financeiros tipicamente negociados no mercado de balcão. No entanto, as principais instituições financeiras fornecem permanentemente cotações para os tipos de operações mais comuns.

Fonte: Farhi (1999).

Como explica Farhi (2006), o NDF (em inglês, *non-deliverable forward*) é conceitualmente similar a uma simples operação de câmbio a termo em que as partes concordam com um montante principal, uma data e uma taxa de câmbio futura. A diferença é que não há transferência física do principal no vencimento. A liquidação financeira reflete a diferença entre a taxa de câmbio inicial e a constatada na data do vencimento e é feita em dólares ou em outra divisa plenamente conversível.

Após esse breve resumo das características dos mercados de câmbio vinculados ao real, apresentam-se, a seguir, os mecanismos de transmissão entre as cotações futura e à vista da taxa de câmbio nominal. Além da dimensão informacional,²⁷ essa transmissão ocorre, princi-

²⁷ Como destaca Farhi (1998, p. 270-272), a chamada dimensão informacional dos derivativos diz respeito à “utilidade dos derivativos como instrumento de avaliação da média das expectativas dos participantes dos mercados sobre os valores futuros esperados de uma ampla gama de ativos financeiros e de commodities. Os investidores, os usuários e os produtores das commodities associadas a derivativos costumam consultar os indicadores presentes nesses instrumentos (...) para fundamentar suas decisões de investimento de produção ou de formação de estoques. Essa dimensão informativa dos derivativos permite que os agentes econômicos (...) tomem suas decisões de posse de importantes indicadores da média das

palmente, mediante as operações de arbitragem, a já mencionada “arbitragem no tempo” (ajuste temporal). A interação entre os contratos futuros de NDF e aqueles negociados na BM&F desempenha um papel central na formação da taxa de câmbio à vista do real, como detalhado a seguir.

Como explica Farhi (1999), a diferença entre os preços de qualquer ativo no mercado à vista e futuro é denominada de “base” ou “prêmio”. No caso dos ativos financeiros, o prêmio em situações normais²⁸ está relacionado, essencialmente, à taxa de juros vigente no mercado monetário para o mesmo prazo (além dos custos de transação) – em outras palavras, o preço futuro consiste no preço à vista capitalizado pelo prêmio, que equivale a essa taxa de juros. No caso da taxa de câmbio, a base ou prêmio depende do diferencial de juros entre as duas divisas em questão. Assim, a cotação da taxa de câmbio futura (no período $t+1$) depende da sua cotação à vista (período t), capitalizada pelo diferencial entre os juros das duas divisas no período de tempo considerado $[(t+1) - t]$. A Equação 2 expressa a fórmula de determinação da taxa de câmbio futura (ver Quadro 2).

Equação 2

$$F = S (1+i)/(1+i^*) \text{ (equação 1)}$$

onde:

F = taxa de câmbio futura (*forward*)

S = taxa de câmbio à vista (*spot*)

i = juro interno

i* = juro externo

expectativas dos participantes nos mercados sobre a evolução futura dos preços dos mais diversos ativos (...)”.

²⁸ Uma base pequena indica que os dois preços caminham juntos e que as expectativas do mercado apontam para a manutenção da tendência dos preços no mercado à vista. Períodos de variação da base são muito freqüentes, em razão da dinâmica especulativa dos mercados futuros, e dependem da natureza do ativo subjacente – mercadorias estocáveis, não-estocáveis, ativos financeiros e divisas (Farhi, 1998).

Assim como nos demais mercados que possuem segmentos à vista e futuro, três situações são possíveis: a) a taxa de câmbio futura equivale à taxa à vista mais o prêmio ou desconto normais, que representam a diferença entre as taxas de juros interna e externa; b) a taxa futura carrega um prêmio anormal (ou seja, é superior à taxa à vista acrescida do prêmio normal); e c) a taxa futura embute um desconto anormal.

Prêmios ou descontos “anormais”, contudo, somente vigoram durante períodos muito curtos de tempo, pois as operações de arbitragem entre os dois segmentos conduzem à convergência para uma base “normal” entre as cotações do mercado *spot* e do futuro. Quando a taxa futura indica um prêmio efetivo superior ao normal – situação (b) –, os agentes procuram comprar o ativo no mercado à vista (onde está mais barato) e vendê-lo no futuro (onde está mais caro) para lucrar com a diferença de cotação (também se pode raciocinar em termos de taxas: dessa forma, ele aproveita a taxa de aplicação embutida mais elevada, que equivale ao prêmio efetivo, superior ao prêmio normal, determinado pelo diferencial de juros vigente naquele momento). Na situação (c), a oportunidade de arbitragem segue o caminho contrário: quando o prêmio efetivo diminui, os agentes vendem o ativo (que possuem ou tomam emprestado) no mercado à vista e o adquirem no mercado futuro, usufruindo da diferença de cotação ou de uma taxa de captação mais baixa.

São exatamente as pequenas divergências entre a cotação futura e a cotação à vista em períodos mais curtos (em razão da vigência de um prêmio ou de um desconto anormal, as situações b e c mencionadas acima) que abrem espaço para as operações de arbitragem, as quais tornam essas duas cotações intrinsecamente vinculadas (ver Gráfico 4).

Quadro 2

Um Exemplo de Cálculo da Cotação a Termo

A formação do preço do câmbio no mercado futuro segue a mesma lógica do cálculo do câmbio a termo pelos bancos no mercado interbancário. O exemplo a seguir foi adaptado de Plihon (1999, p. 23).

Suponhamos que um exportador francês pretenda se proteger do risco de depreciação dos dólares que receberá de seu cliente no exterior den-

tro de três meses mediante uma operação a termo com o seu banco. Assim, ele venderá a termo os dólares em questão para o seu banco, que entregará dentro de três meses o contravalor em euros da receita de exportação, a uma cotação definida imediatamente. O banco, por sua vez, procurará neutralizar o impacto da ordem do cliente sobre sua posição de câmbio. Assim, a ordem de venda a termo traduz-se nas seguintes operações: o banco contrai um empréstimo de três meses em dólar à taxa de juros I^* ; em seguida vende no mercado à vista os dólares contra euros à taxa de câmbio E e aplica o valor em euros à taxa de juros I . No prazo de liquidação, o banco quitará seu empréstimo com os dólares entregues pelo exportador e entregará os euros que ele aplicou. A fim de calcular o preço que cobrará do seu cliente para realizar a cobertura a termo, o banco precisa levar em consideração, de um lado, a taxa de câmbio à vista (E) no momento da conclusão da venda a termo e, de outro lado, o diferencial entre a taxa de juros do empréstimo em dólar (I^*) e a taxa de juros da aplicação em euro (I). Mais precisamente, o custo (para o banco) da cobertura a termo, a ser cobrado do cliente, é dado pelo preço em euros dos dólares emprestados à taxa de juros I^* , convertidos em euros à taxa E e aplicados à taxa I , isto é:

$$F = E \times (1 + I) / (1 + I^*)$$

Se a taxa $I^* = 5\%$; a taxa $E = 0,8$ euro por dólar; e a taxa $I = 3\%$, a taxa de câmbio a termo faturada pelo banco será:

$$F = 0,8 \times [1 + (0,03 \times (90 / 360))] / [1 + (0,05 \times (90 / 360))]$$

$$= 0,79065$$

O desconto do euro é igual à diferença entre a cotação a termo e a taxa à vista, ou seja:

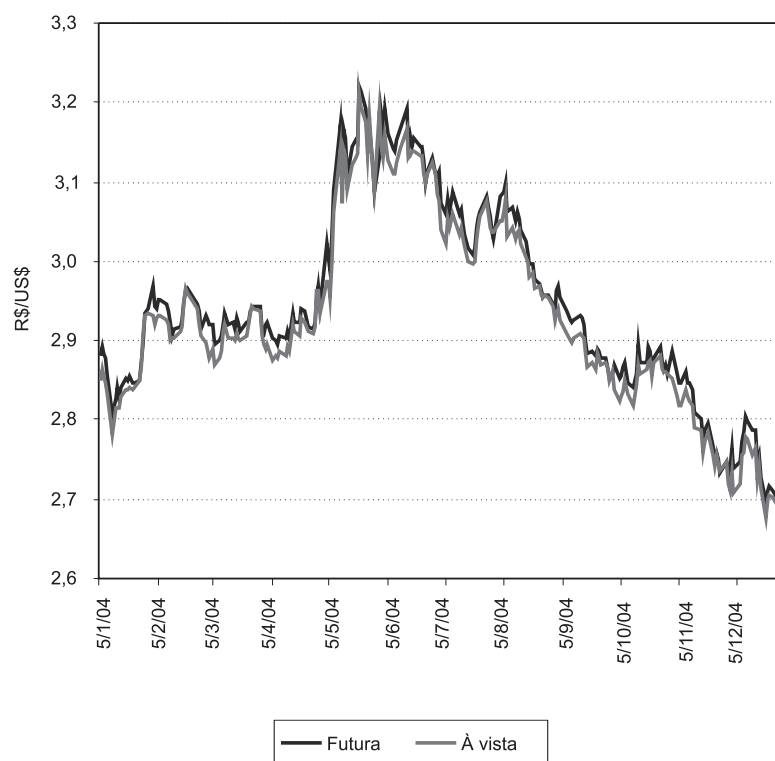
$$F - E = 0,8 - 0,79065 = 0,00395$$

O desconto no período de três meses é igual a 0,00395. Em porcentagem da taxa à vista, a taxa de “desconto” é igual a 0,5% em três meses e, assim, 2% em termos anuais, que corresponde exatamente ao diferencial entre as taxas de juros do euro e do dólar.

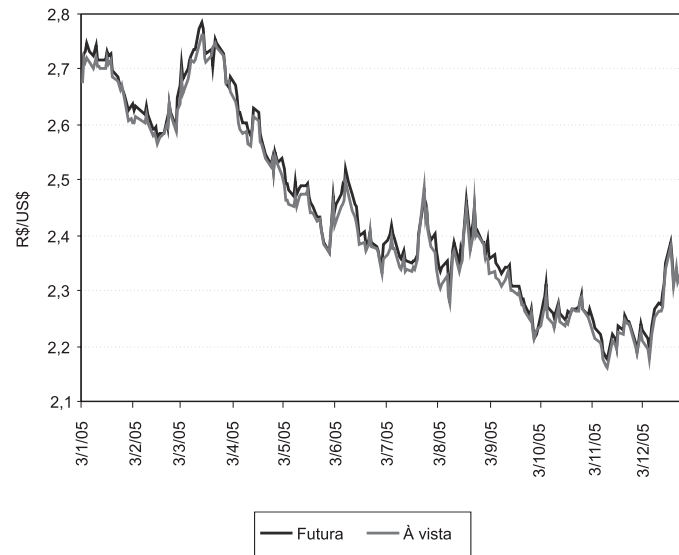
No período 2004–2007, o choque de juros promovido pelo Bacen (entre setembro de 2004 e setembro de 2005) e, num segundo mo-

mento, a estratégia de redução em doses homeopáticas da meta da taxa Selic, num contexto de forte queda do risco-país, além de ter incentivado aplicações externas em títulos de renda fixa denominados em reais no mercado internacional e no doméstico, resultou na ampliação das apostas de valorização do real e na queda da taxa de juros básica da economia por parte dos investidores estrangeiros [Farhi (2006)].

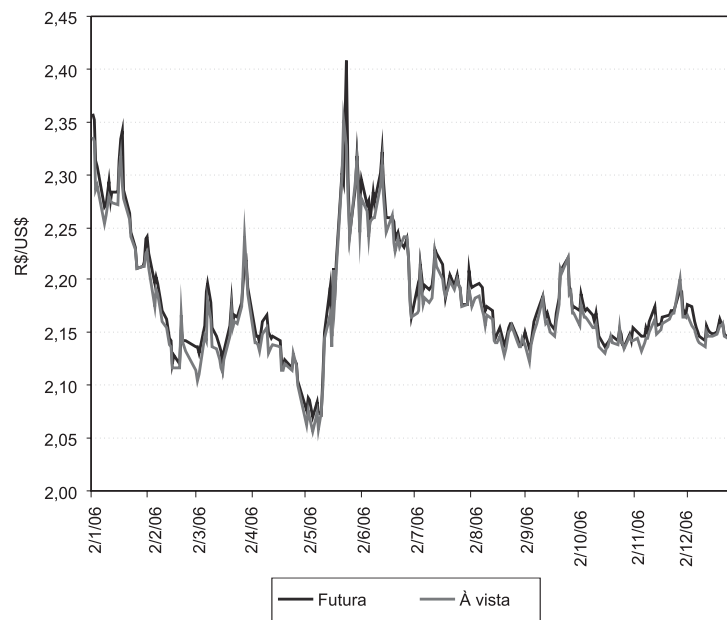
Gráfico 4
Taxa de Câmbio à Vista e Futura – Evolução Anual 2004



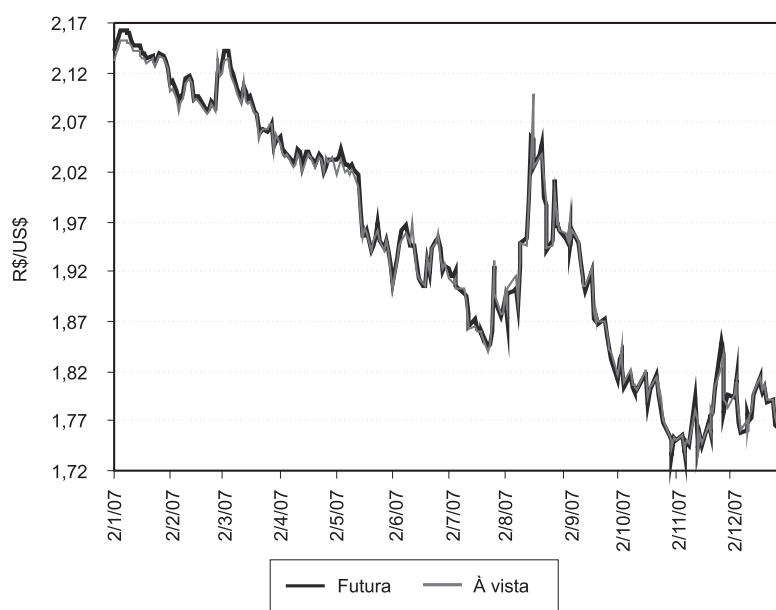
2005



2006



2007

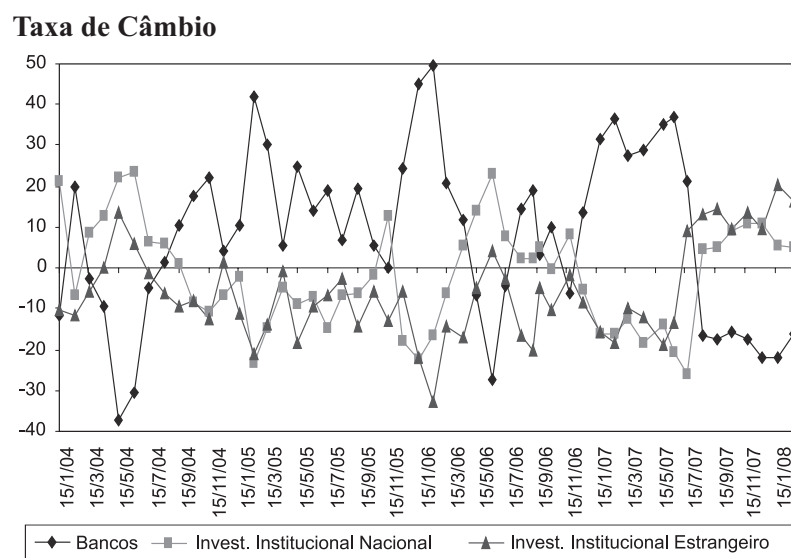


Fonte: Bacen e BM&F.

Essas apostas se consubstanciaram, na maioria dos meses, na formação de posições vendidas em dólar (a moeda que se desvalorizava) na BM&F, que realiza lucros na apreciação do real. Já no mercado de derivativos de juros, desde setembro de 2004, quando o Bacen iniciou o “processo de elevação da taxa de juros” que levou a Selic de 16% para 19,75%, os investidores institucionais estrangeiros “reinaram incontestes” na ponta comprada (Gráfico 5). Essa posição representa uma expectativa na queda da taxa Selic, sobretudo nos vencimentos mais longínquos, apostando que a taxa de juros básica da economia brasileira não poderá manter-se indefinidamente em patamar tão alto (relativamente tanto aos juros vigentes nos demais países emergentes quanto à paridade descoberta do real). Já a posição dos bancos na ponta contrária reflete, de forma geral, operações de *hedge* que buscam cobrir exposições cambiais associadas a empréstimos externos e, principalmente, as posições no mercado de

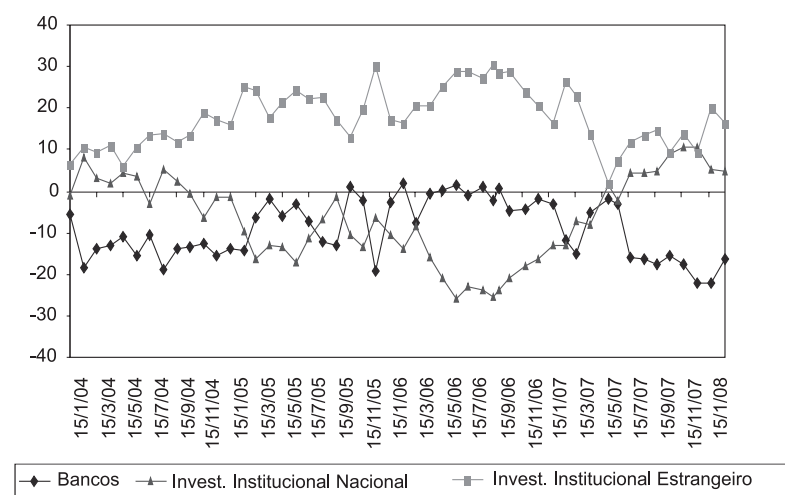
câmbio à vista, como mencionado na seção anterior. Por exemplo, em 2005, os bancos mantiveram posições vendidas nesse mercado e compradas no futuro (ver Gráfico 5), enquanto os investidores estrangeiros ocupavam a ponta contrária. Essas operações “espelho” ou “reflexas” dos bancos no mercado de derivativos de câmbio, em resposta às posições abertas no mercado à vista, revelaram-se, por sua vez, fundamentais para garantir as divergências de opinião e, assim, ampliar a liquidez das transações nesse mercado.²⁹

Gráfico 5
Posições Líquidas dos Investidores em Derivativos de Taxa de Câmbio e de Juros*



²⁹ Os dados fornecidos pela BM&F têm a limitação de não permitirem a distinção entre as posições dos bancos internacionais e aquelas mantidas por bancos nacionais [Farhi (2006)].

Taxa de Juros



Fonte: BM&F.

* As posições líquidas de cada tipo de investidor (compradas menos vendidas) são medidas pelo estoque dos contratos em aberto (que se referem exatamente às posições assumidas e não liquidadas). Os valores abaixo da linha representam posições líquidas vendidas, e os acima da linha, posições líquidas compradas.

As posições vendidas dos investidores estrangeiros pressionaram para baixo a cotação do dólar no mercado futuro, que se tornou inferior à cotação à vista em vários momentos (ver Gráfico 4), abrindo espaço para a operação de arbitragem descrita na situação (c), qual seja: como o prêmio efetivo (diferencial de juros embutido no preço futuro) ficou menor do que o normal e a cotação à vista mais alta, passam a ser vantajosas a venda de dólar no mercado à vista (que está mais caro) e a compra no futuro; assim, o investidor ganha o diferencial de cotação. Na realidade, essa venda equivale à compra de reais, que podem ser aplicados a taxas de juros mais elevadas no mercado interno (superiores à embutida no preço futuro). Como destacam Burnside et al. (2006), esse tipo de operação de arbitragem envolvendo as taxas de câmbio à vista e futura é similar à estratégia de *carry trade*, que consiste em tomar emprestado na moeda com menor taxa de juros e aplicar/emprestar na moeda de maior taxa de

juros, com a vantagem de envolver menores custos de transação e permitir a alavancagem de recursos.

A Tabela 3 apresenta os volumes dos contratos de câmbio e de juros em aberto negociados na BM&F, que tiveram uma trajetória crescente desde 2003, atingindo em 2007 as cifras de 115,9 milhões e 263,4 milhões, respectivamente. Uma breve comparação internacional elucida a dimensão relativa dessa bolsa e o tamanho das apostas de apreciação do real, lideradas pelos investidores estrangeiros. Além de ocupar uma das primeiras posições no *ranking* das principais bolsas de derivativos mundiais no início de 2007 – especificamente, o oitavo lugar no bimestre janeiro-fevereiro de 2007 – e a segunda entre as bolsas emergentes (perdendo somente para a Korea Exchange, a bolsa da Coreia do Sul, na qual predominam as opções sobre o índice de ações), o número de contratos negociados na BM&F registrou a maior taxa de crescimento entre os primeiros bimestres de 2006 e 2007 (ver Tabela 4).

Tabela 3
Volumes Negociados na BM&F, por Ativo

ANO	CÂMBIO *	TAXAS DE JUROS **
2003	19.320.993	83.553.886
2004	27.421.447	139.066.000
2005	41.810.287	146.655.688
2006	65.361.333	189.327.122
2007	115.883.665	263.434.704

Fonte: Síntese de Dados, BM&F.

* Valor nominal dos contratos de dólar futuro = US\$ 50 mil.

** Valor nominal do contrato DI de 1 dia = R\$ 100 mil.

Se considerarmos somente os derivativos de câmbio vinculados ao real negociados na BM&F, estes ocupavam no primeiro bimestre de 2007 a posição recordista em número de contratos negociados, não somente no âmbito dos mercados organizados dos países emergentes, mas também do segmento mundial de derivativos de câmbio (ver Tabela 4). Segundo Johnson (2007): “*BM&Fs U.S. Dollar*

contract led the sector (i.e., the foreign currency sector) for the second year in a row with a 51,4% increase to 10.97 million contracts. It was followed by CMEs Euro FX contract which rose 22% to 6,73 million contracts” [grifo nosso]. O número de contratos de câmbio negociados na BM&F correspondia a quase 25% do total de contratos de derivativos de câmbio negociados em mercados organizados neste bimestre (44,70 milhões, cifra 41,6% superior à registrada no mesmo bimestre do ano anterior). Esse número recorde também está relacionado ao fato de alguns investidores globais utilizarem esses contratos como uma *proxy* de derivativos de moedas emergentes, que são altamente correlacionadas ao real (como a lira turca e o rand sul-africano), mas não possuem mercados de derivativos organizados líquidos e profundos.

Tabela 4
Principais Bolsas de Derivativos

(Em Milhões de Contratos)

BOLSA	JAN. – FEV. 2007	JAN. – FEV. 2006	VARIAÇÃO (%)
Korea Exchange	450,61	513,07	-12,2
Eurex	267,87	226,04	18,5
Chicago Mercantile Exchange	235,80	192,47	22,5
Chicago Board of Trade	152,19	122,19	24,6
Euronext.Liffe	130,89	115,02	13,8
Chicago Board Options Exchange	122,61	99,24	23,5
International Securities Exchange	106,86	98,61	8,4
Bolsa de Mercadorias & Futuros	62,91	41,80	50,5
New York Mercantile Exchange	59,24	42,15	40,5
Bolsa de Valores de São Paulo	55,91	42,88	30,4

Fonte: *Futures Industry Magazine*, mai./jun., 2007.

Além da liberdade de atuação dos estrangeiros nos mercados de derivativos domésticos, o crescimento acentuado das posições nos mercados *offshore* de real foi decisivo para viabilizar as apostas de valorização do real e queda da taxa de juros interna. Como se trata de um mercado de balcão, não existem informações precisas e con-

fiáveis sobre os volumes negociados de NDF, como mencionado anteriormente. Segundo Pires de Souza e Hoff (2006), estimativas do mercado apontavam para um volume de US\$ 75 bilhões em posições em aberto com NDF no final de 2005.

Apesar da impossibilidade de avaliar de forma precisa a dimensão desse mercado de NDF, é inquestionável sua importância na trajetória de apreciação do real. As operações envolvendo esses instrumentos geram transações inversas (“espelhos”) na BM&F, criando “vasos comunicantes” entre os dois mercados. O principal tipo de operação consiste na compra, pelo investidor estrangeiro, de um contrato futuro de real no exterior (NDF), já que a expectativa do mercado é de apreciação do real (equivale a vender dólar futuro); o banco que vende esse contrato fica, então, com uma posição passiva em reais e ativa em dólar. Para neutralizar o risco cambial dessa posição, o banco realiza uma operação contrária na BM&F, formando uma posição vendida em dólares (ou seja, comprada em reais). Essa operação inversa tem um papel fundamental na ampliação da liquidez dos próprios instrumentos negociados na BM&F.

As operações de *swaps* reversos realizadas pela autoridade monetária também contribuíram para garantir essa heterogeneidade e, assim, tornar efetivas as apostas a favor da apreciação do real. Esses instrumentos equivalem à compra de dólar no futuro e à venda de contratos de DI,³⁰ ou seja, são exatamente o reverso dos *swaps* ofertados nos momentos de depreciação do real (1998, por exemplo), quando os investidores demandavam dólares em troca de reais. Com os *swaps* reversos, a autoridade monetária se posicionou na ponta oposta aos investidores estrangeiros nos contratos de câmbio e de juros da BM&F, formando posições compradas em câmbio e vendidas em juros (ver Tabela 5).

Após essa breve descrição das operações realizadas nos mercados de derivativos vinculados à taxa de câmbio e de juros do real, é importante explorar a relação *sui generis* que se estabeleceu entre a taxa de juros interna, o risco-país e as expectativas de variação cambial no período 2004–2007, a qual condicionou de forma decisiva

³⁰ Assim, essas intervenções também envolvem um custo elevado para o Bacen.

essas operações e, assim, a trajetória de apreciação da taxa de câmbio. Nesse quinquênio, a taxa de juros interna (e, assim, o diferencial entre os juros interno e externo) teve uma trajetória oposta àquela sugerida pela paridade descoberta da taxa de juros. Segundo essa paridade, expressa na Equação 3, a taxa de juros interna deve corresponder à soma da taxa de juros externa mais a expectativa de variação cambial, o risco cambial (como as expectativas são formadas sob incerteza, existe o risco de a taxa de câmbio realizada no futuro ser diferente da esperada) e, no caso dos países emergentes, o risco-país.

Tabela 5
Operações de Swaps do Bacen

PERÍODO	ESTOQUE DE CONTRATOS*		PROTEÇÃO EM DI**	EXPOSIÇÃO EM DÓLAR***
	VENDIDOS	COMPRADOS		
Dez. 2002	705.013	85.375	91.098	-91.098
Dez. 2003	628.886	31.550	82.278	-82.278
Dez. 2004	305.040	-	38.343	-38.343
Dez. 2005	32.313	164.394	-14.845	14.845
Dez. 2006	3.350	260.374	-26.217	26.217
Dez. 2007	3.350	463.050	-39.608	39.608

Fonte: Bacen, Notas para Imprensa, Política Fiscal.

* Operações realizadas por leilões no mercado aberto e registradas na BM&F. O total do estoque de contratos em final de período estão referenciados a contratos de US\$ 50 mil (o valor dos contratos no vencimento é swap cambial com ajuste diário = US\$ 50 mil; swap cambial sem ajuste = US\$ 1 mil; swap cambial com ajuste diário = US\$ 1 mil).

** Valor de referência da posição credora assumida pelo Bacen, equivalente ao somatório do valor atual do contrato em dólar, descontado pela taxa de ajuste, multiplicado pela quantidade de contratos colocados e convertida pelo dólar do dia de referência de cada período.

*** Valor de referência da posição devedora assumida pelo Bacen, equivalente ao somatório do valor atual do contrato em dólar, descontado pela taxa de ajuste, multiplicado pela quantidade de contratos colocados e convertida pelo dólar do dia de referência de cada período.

Equação 3

$$i = i^* + E_t (s_T - s_t) + r_c + r_p$$

onde:

$E_t (s_T - s_t)$ = depreciação esperada hoje

r_c = risco cambial

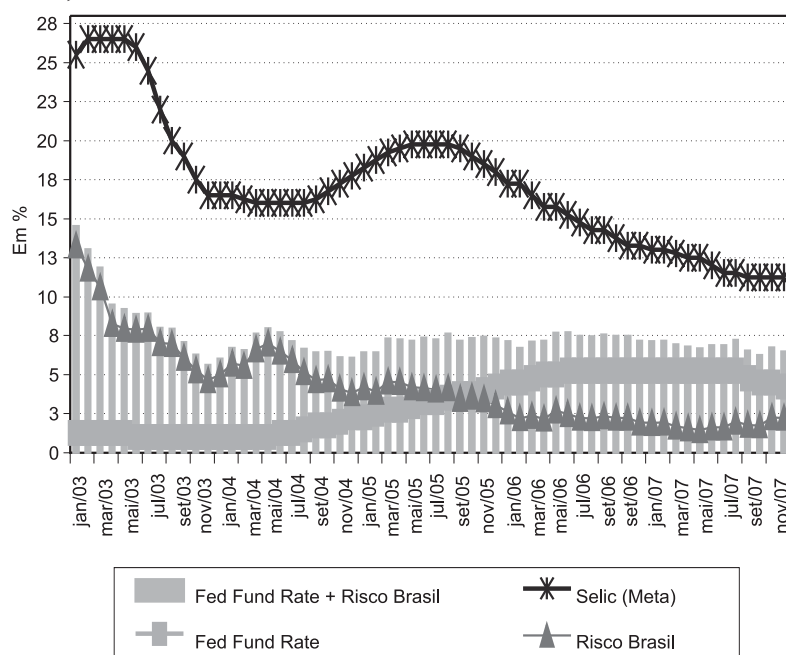
r_p = risco-país

No Brasil, durante a vigência do regime de câmbio administrado, bem como nos anos iniciais do regime de flutuação cambial, dada a situação da vulnerabilidade externa associada aos déficits comerciais e em transações correntes e ao elevado passivo em moeda estrangeira, a maioria das análises – por exemplo, Garcia e Didier (2003) – baseava-se na Equação 3 para destacar a subordinação da trajetória da taxa de juros doméstica à evolução das expectativas de depreciação cambial, do risco-país e da taxa de juros externa de referência (juros norte-americanos). Naquele período, predominavam no mercado expectativas de depreciação da moeda doméstica, em razão dos déficits em conta corrente, que ampliavam o risco cambial. Ademais, o risco-país somente cedeu na fase de alta do ciclo de liquidez para os países emergentes (até 1997). Assim, tanto a expectativa de variação cambial como os riscos-país e cambial exerciam pressões altistas sobre a taxa de juros interna.

Essa subordinação, contudo, não se verificou no período 2004–2007, quando predominou um cenário externo favorável para a economia brasileira, no âmbito do comércio e das finanças internacionais, que contribuiu para a redução substancial da vulnerabilidade externa do país. Ademais, entre setembro de 2004 e setembro de 2005, a elevação da taxa de juros básica promovida pelo Bacen não foi uma resposta nem à alta do risco Brasil e do risco cambial nem às expectativas de depreciação da moeda doméstica. Pelo contrário, as autoridades monetárias brasileiras perseguiram uma política monetária extremamente restritiva num contexto de queda do risco-país e de elevação gradual e tímida da taxa de juros externa de referência (ver Gráfico 6), o que ampliou o diferencial entre os juros externos e internos e resultou numa forte apreciação cambial (ver Gráfico 7).

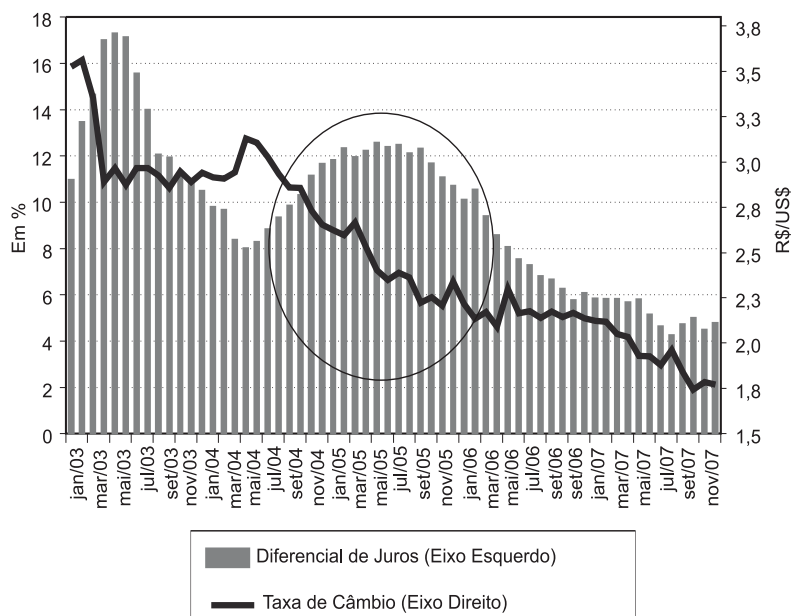
A trajetória cadente do risco Brasil e do risco cambial bem como a expectativa de apreciação estiveram associadas a dois fatores principais. Em primeiro lugar, o contexto de liquidez favorável aos mercados emergentes, um condicionante externo mais geral, que induziu a queda dos riscos dos países emergentes como um todo. Em segundo lugar, a situação favorável do balanço de pagamentos brasileiro, associada aos superávits da balança comercial e das transações correntes e, a partir de 2005, aos fluxos de capitais voluntários. Assim, pode-se afirmar que a influência desses superávits na evolução da taxa de câmbio nominal foi tanto direta (via fluxos de divisas no mercado de câmbio à vista), como indireta, mediante seus impactos sobre a “opinião média dos agentes”, ou seja, sobre a convenção do mercado em relação à trajetória da taxa de câmbio e dos riscos Brasil (país e cambial).

Gráfico 6
Selic, Risco-País e Juros Americanos



Fonte: Elaboração própria, com base em dados do Bacen e IpeaData.

Gráfico 7
Diferencial de Juros e Taxa de Câmbio Nominal



Fonte: Elaboração própria, com base em dados do Bacen e IpeaData.

5. Considerações Finais

A análise realizada nas seções precedentes mostrou que a trajetória da taxa de câmbio do real no período 2003–2007 foi condicionada pela interação das operações comerciais, financeiras, interbancárias e virtuais. Além da influência direta dessas quatro modalidades de operações, é importante ressaltar a existência de influências cruzadas entre si, cuja quantificação nem sempre é possível. Vale citar alguns exemplos. De um lado, o desempenho positivo das exportações contribuiu para a melhora dos indicadores de vulnerabilidade externa, o que estimulou os fluxos de capitais para o país, em um ambiente de liquidez favorável para as economias, bem como as

apostas de apreciação da moeda doméstica no mercado de derivativos. De outro lado, o diferencial entre os juros internos e externos ampliou a rentabilidade financeira das exportações, contribuindo para sustentar as vendas externas a partir de 2005.

Contudo, o papel fundamental das operações virtuais deve ser destacado. Uma especificidade do mercado de câmbio no Brasil em comparação com a maioria dos países emergentes é exatamente o grau de desenvolvimento do mercado de derivativos financeiros vinculados à taxa de câmbio e de juros do real em termos de número de instrumentos e volumes negociados.³¹ Além do histórico de alta inflação, a ampliação da abertura financeira no final dos anos 1990 teve um papel decisivo no crescimento da liquidez e profundidade desses mercados. A permissão de livre acesso dos investidores externos à BM&F, em janeiro de 2000, intensificou os canais de transmissão entre os fluxos de capitais, a taxa de juros e a taxa de câmbio nominal, levando ao limite o caráter de ativo financeiro dessa taxa, cuja trajetória se transmitiu à taxa de câmbio real, variável-chave para o desempenho da balança comercial.

Na fase de auge do novo ciclo de liquidez para os países emergentes, a implementação de uma política monetária restritiva teve papel decisivo no movimento de apreciação cambial desde meados de 2004. O amplo diferencial entre as taxas de juros interna e externa, num contexto de forte queda do risco-país, induziu os investidores estrangeiros a intensificarem suas apostas na valorização do real mediante aplicações nos mercados de ativos brasileiros, nos segmentos à vista (bolsa de valores e títulos de renda fixa) e, principalmente, futuro. Nesse contexto, os ganhos de termos de troca tiveram somente a capacidade de atenuar a perda de competitividade externa das exportações daqueles produtos beneficiados pela alta dos preços no mercado internacional.

Especificamente no período 2004–2007, ao contrário do observado historicamente na economia brasileira, não foram os movimentos da

³¹ No México e na Coreia, também está ocorrendo um crescimento rápido dos mercados de derivativos, associado, como no Brasil, à ampliação da abertura financeira. Todavia, na Coreia predominam as negociações com opções de ações, e no México prevalecem aquelas com derivativos vinculados à taxa de juros. Para mais detalhes, ver Holz (2007).

taxa de câmbio e dos riscos Brasil que influenciaram decisivamente a trajetória da taxa de juros básica definida pelo Bacen. Na realidade, a inter-relação entre taxa de juros e taxa de câmbio, inerente à combinação do contexto de mobilidade de capitais com um regime de câmbio flutuante, manifestou-se de uma forma singular: a elevação da taxa de juros interna num período de queda do risco-país e cambial (e de elevação gradual e lenta da *federal fund rate*) – que abria espaço, na realidade, para a redução da taxa de juros interna – reforçou as expectativas de apreciação cambial, associadas aos resultados favoráveis do balanço de pagamentos (em transações correntes a partir de 2003 e na conta capital e financeira após 2005). Nesse contexto, foi a trajetória dessa taxa de juros que condicionou os movimentos da taxa de câmbio, e a valorização da moeda doméstica tornou-se a variável de ajuste da paridade de juros. As operações realizadas com derivativos vinculados à taxa de câmbio do real desempenharam um papel central nesse processo.

Assim, a economia brasileira, bem como os demais países periféricos – vulneráveis a *sudden stops* ou a *overflows* dos fluxos de capitais de curto prazo –, deparou-se, na realidade, com uma “dualidade impossível” [Flassbeck (2001)]: o contexto de livre mobilidade de capitais implica perda de autonomia de política econômica, independentemente do regime cambial adotado,³² pois um regime cambial de flutuação pura, além de não levar ao ajustamento automático dos balanços de pagamentos, acentua a inter-relação entre taxa de juros e taxa de câmbio e a influência das decisões de *portfolio* dos investidores globais sobre esses preços-chave. Em contrapartida, como destacam Mohanty & Scatigna (2005), as economias que mantêm algum grau de controle sobre os fluxos de capitais conseguem, pelo menos parcialmente, insular suas políticas monetária e cambial dos efeitos desses ciclos.

Essa inter-relação, no entanto, manifestou-se de forma diferenciada, dependendo da fase do ciclo de liquidez internacional. Na fase de escassez de recursos externos (1999–2002), foram os movimentos

³² Vale lembrar que, de acordo com o enunciado da “trindade impossível”, um regime de câmbio flutuante com livre mobilidade de capitais garantiria plena autonomia da política monetária.

da taxa de câmbio que ditaram aqueles da taxa de juros básica (*policy rate*) – por causa dos efeitos deletérios da desvalorização cambial sobre a inflação e sobre a situação patrimonial dos agentes com dívidas em (ou denominada em) moeda estrangeira. Já no período de abundância desses recursos, foram os movimentos desta última taxa que passaram a condicionar a trajetória da taxa de câmbio. Porém, no caso do Brasil, o alto custo fiscal das operações de esterilização e o livre acesso dos investidores estrangeiros aos mercados de derivativos financeiros, amplos e profundos, impuseram constrangimentos adicionais às políticas cambial e monetária, restringindo ainda mais seus graus de liberdade.

Referências

ARCHER, David. “Foreign exchange market intervention: methods and tactics”. In: BIS – BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS. *Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications*, BIS Papers, n. 24, maio 2005.

BALASSA, B. “The purchasing theory doctrine: a reappraisal”. *Journal of Political Economy*, dez. 1972.

BELLUZZO, Luiz G. Mello. “O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados globalizados”. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 4, p.11-20, 1995.

BIS – BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS. *Quartely Review*, set. 2005a.

BRANSON, W. “Stock and flows in international monetary analysis”. ANDO et al. (ed.) *International aspects of stabilization policies*, Federal Bank of Boston, 1975

BURNSIDE, C. et al. *The returns of currency speculation*. Cambridge: National Bureau of Economic Research, ago. 2006 (Working Paper n. 12489).

CALVO, G. A. & REINHART, C. M. *Fear of floating*. National Bureau of Economic Research, nov., 2003 (Working Paper, 7.993).

CARNEIRO, R. M. *Globalização e inconvertibilidade monetária*. Campinas: IE/Unicamp, abr. 2006 (Texto para Discussão, 120).

CARVALHO, B. S. de. M & GARCIA, M. G. P. “Ineffective controls on capital flows under sophisticated financial markets: Brazil in the nineties”. In: EDWARDS, S.; GARCIA, M. G. P. (eds) *Financial markets volatility and performance in emerging markets*, NBER Forthcoming Books, 2006.

CASSEL, G. “The present situation of the foreign exchanges”. *The Economic Journal*, mar. 1916.

CEPII – CENTRE D’ÉTUDES PROSPECTIVES ET D’INFORMATIONS INTERNATIONALES. «Que sait-on des taux de change d’équilibre à long terme?» *Lettre du CEPII*, n. 136, jun. 1995.

CINTRA, Marcos Antonio Macedo. *As transformações no sistema financeiro brasileiro entre 1995 e 2006*. Campinas: Instituto de Economia da Unicamp, 2006 (Trabalho Não-Publicado).

DORNBUSH, R. “Expectations and exchange rate dynamics”. *Journal of Political Economy*, v. 1984, 1976.

FARHI, M. “O impacto dos ciclos de liquidez no Brasil: mercados financeiros, taxa de câmbio, preços e política monetária”. *Política Econômica em Foco*, n.7, nov. 2005–abr. 2006 (seção V), Boletim do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica do Instituto de Economia da Unicamp. Disponível em: <www.eco.unicamp.br>.

_____. *Novos instrumentos e práticas na finança internacional*. São Paulo: Fapesp, 2002 (Relatório de Pesquisa de Pós-Doutorado).

_____. *Derivativos financeiros no Brasil: estabilização monetária, ataques especulativos crise cambial*. São Paulo: Fapesp, 2001a (Relatório de Pesquisa de Pós-Doutorado).

_____. “Dinâmica dos ataques especulativos e regime cambial”. *Economia e Sociedade*, Campinas, n.17, 2001b.

_____. "Derivativos financeiros: hedge, especulação e arbitragem". *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 13, 1999, p.93-114.

_____. *O futuro no presente: um estudo dos mercados de derivativos financeiros*. Campinas: Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, 1998 (Tese de Doutorado).

FLASSBECK, H. *The exchange rate: economic policy tool or market price?* Geneve: United Nations Conference on Trade and Development, nov. 2001 (Discussion Paper n. 157).

FLEMING, M. "Domestic financial policies under fixed and under floating exchange rates". *IMF Staff Papers*, nov. 1962.

FMI – FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. *Global financial stability*. Washington, DC, set. 2005.

GARCIA, M. G; DIDIER, T. *Taxa de juros, risco cambial e risco Brasil*. Rio de Janeiro: PUC, 2003.

GARCIA, Márcio G. P; URBAN, Fábio. *O mercado interbancário de câmbio*. Rio de Janeiro: PUC, 2004.

GILBERT M.; KRAVIS I. *An international comparasion of national products and the purchansing power of currencies*. Paris: OCDE, 1954.

HOLZ, Rebecca. "Nearly 10 billion contracts traded worldwide in 10 months". *Futures Industry Magazine*, p. 12-13, jan.– fev. 2007.

JOHNSON, C. "Trading volume: strong start to 2007 in most markets". *Futures Industry Magazine*, mai.– jun. 2007.

KEYNES, J. M. *The general theory of employment, interest and money*. 14^a ed. Londres: MacMillan, 1964 (1^a ed., 1936).

KLITGAARD, T. & WEIR. "Exchange rate changes and net positions of speculators in the futures market". *FRBNY Economic Policy Review*, maio 2004.

KRUEGER, A. O. *Exchange rate determination*. Cambridge: Cambridge University Press, 1983.

LAFAY, G. «Pour des taux de change de référence». *Économie prospective internationale, La documentation française, 1^{er} trimestre*, 1984.

LYON, R. *The microstructure approach to exchange rates*. Cambridge: MIT Press, 2001.

MIRANDA, José C. “Algumas questões de economia internacional contemporânea”. In: Câmbio: o dilema da estabilização no México, na Argentina e no Brasil. *Indicadores FEE*, Porto Alegre, v. 23, 1995.

MOHANTY, M.S. & SCATIGNA, M. “Has globalisation reduced monetary policy independence?” In: BIS – BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS. *Globalisation and monetary policy in emerging markets, BIS Papers*, n. 23, maio 2005.

MORENO, R. “Motives for intervention”. In: BIS – BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS. *Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications, BIS Papers*, n. 24, maio 2005.

MUNDELL, R. A. “Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates”. *The Canadian Journal of Economics and Political Science*, v. 29, n. 4, p. 475-485, nov. 1963.

OCAMPO, José Antonio. *Developing countries' anti-cyclical policies in a globalized world*. Santiago: Cepal, nov. 2000 (Serie Temas de Coyuntura).

ORLÉAN, André. *Le pouvoir de la finance*. Paris: Editions Odile Jacob, 1999.

PIRES DE SOUZA, F.E. & HOFF, C. R. “O regime cambial brasileiro: 7 anos de flutuação”. In: BERLINSKI, J. et al. *15 anos de Mercosur: Comercio, Macroeconomia e Inversiones Extranjeras*, 2006.

PLIHON, D. *Les taux de change*. Paris: La Decouverte, 1999.

PRATES, Daniela M. “A inserção externa da economia brasileira no governo Lula”. *Política Econômica em Foco*, n. 7, nov. 2005, abr.

2006 (seção IV), Boletim do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica do Instituto de Economia da Unicamp.

PRATES, D. M. *Crises financeiras nos países “emergentes”: uma interpretação heterodoxa*. Campinas: Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, 2002 (Tese de Doutorado).

RIBEIRO, A. “Para Bevilaqua, juros altos não valorizam real”. *Valor Econômico*, 30 set. 2005. p. C2.

ZINI Jr., A. *Taxa de câmbio e política cambial no Brasil*. São Paulo: USP, 1988.

Anexo

Metodologia da Tabela 2

Estimativa das Liquidações do Tesouro em Mercado

US\$ Milhões

	2004	2005	2006	FONTES
Transações correntes “comum”	11.669	13.985	13.528	Quadro 1
Transações correntes de mercado, conceito original ¹	14.500	16.400	10.600	Quadro 3
TC de mercado, sem operações do Tesouro em mercado ²	17.166	19.408	16.116	resultado dessa tabela
receitas de juros geradas por reservas	1.131	1.280	3.000	Quadro 4
despesas de juros supost, pgs com reservas	-6.629	-6.704	-5.587	Quadro 4
Total de liquidações do Tesouro em mercado	-7.335	-9.321	-12.326	Quadro 4
Estimativa das liquidações do Tesouro classificadas TC	-2.666	-3.008	-5.516	resultado dessa tabela
Estimativa das liquidações do Tesouro classificadas CF	-4.668	-6.313	-6.811	por resíduo

¹Operações cursadas por mercado, independentemente de o residente pertencer ao setor público ou ao setor privado.

²Valores hipotéticos, supondo que todos os pagamentos efetuados pelo Tesouro, referentes a Bônus e Clube de Paris, houvessem sido realizados a partir de recursos das reservas internacionais.

Quadro I
Balço de Pagamentos

US\$ Milhões

DISCRIMINAÇÃO	2005*		2006*	
	DEZ	ANO	DEZ	ANO
Balança comercial (FOB)	4.330	44.703	5.011	46.074
Exportações	10.896	118.308	12.234	137.470
Importações	6.566	73.606	7.223	91.396
Serviços e rendas	-4.136	-34.276	-4.979	-38.852
Receitas	2.162	19.942	2.570	25.922
Despesas	6.298	53.518	7.550	62.774
Transferências unilaterais correntes (líquido)	335	3.558	356	4.306
Transações correntes	530	13.985	388	13.528
Conta capital e financeira	-11.501	-9.464	3.121	17.277
Conta capital ¹	-29	663	30	869
Conta financeira	-11.472	-10.127	3.090	16.408
Investimento direto (líquido)	1.550	12.550	181	-8.469
No exterior	143	-2.517	-2.306	-27.251
Participação no capital	189	-2.695	-938	-22.462
Empréstimos intercompanhias	-46	178	-1.368	-4.789
No país	1.406	15.066	2.487	18.782
Participação no capital	2.384	15.045	2.774	15.373
Empréstimos intercompanhias	-978	21	-287	3.409
Investimentos em carteira	1.410	4.885	807	8.622
Ativos	-77	-1.771	-1.112	-429
Ações	-34	-831	-1.242	-1.867
Títulos de renda fixa	-43	-940	130	1.438
Passivos	1.487	6.655	1.919	9.051
Ações	1.124	6.451	285	7.716
Títulos de renda fixa	363	204	1.633	1.335
Derivativos	-80	-40	15	383

Continua

DISCRIMINAÇÃO	2005*		2006*	
	DEZ	ANO	DEZ	ANO
Ativos	22	508	15	482
Passivos	-102	-548	0	-99
Outros investimentos	-14.352	-25.521	2.088	15.872
Ativos	-1.964	-5.035	5.390	-3.165
Passivos	-12.388	-22.486	-3.302	19.036
Erros e omissões	296	-201	-359	-236
Variação de reservas (- = aumento)	10.675	-4.319	-3.150	-30.569

¹Inclui transferências de patrimônio.

²Registra créditos comerciais, empréstimos, moeda e depósitos, outros ativos e passivos e operações de regularização.

³Registra amortizações de crédito de fornecedores e médio e longo prazos, empréstimos de médio e longo prazos e papéis de médio e longo prazos colocados no exterior. Exclui amortizações de empréstimos tomados pelo Banco Central e de empréstimos intercompanhias.

⁴Registra conversões de crédito de fornecedores de médio e longo prazos, empréstimos de médio e longo prazos e papéis de médio e longo prazos colocados no exterior.

*Dados preliminares.

Quadro III
Balço de Pagamentos – Mercado

US\$ Bilhões

DISCRIMINAÇÃO	2005*		2006*		2007*
	DEZ	ANO	DEZ	ANO	ANO ¹
Transações correntes²	0,4	16,4	0,1	10,6	1,0
Conta financeira (líquido)	5,0	6,2	-4,3	21,9	11,4
Investimento estrangeiro direto	1,4	15,1	2,5	18,6	18,0
Investimento estrangeiro em carteira	1,3	7,1	1,5	14,7	10,0
Empréstimos de médio e longo prazos ³	1,0	-10,2	-6,5	6,9	-2,5
Crédito comercial de curto, médio e longo prazos	2,0	1,3	2,9	6,9	–
Bancos (compradores)	0,4	-2,1	-0,3	-3,5	0,3
Demais (fornecedores)	1,6	3,4	3,2	10,4	-0,3
Investimentos brasileiros no exterior ⁴	-0,5	-7,6	-4,7	-32,3	-15,0
Demais ⁵	-0,3	0,5	–	6,9	1,0
Hiato financeiro	5,5	22,7	-4,2	32,5	12,4
Intervenções líquidas do Banco Central	-4,0	-21,5	-2,4	-34,3	–
Bancos: variação de ativos no exterior	-1,4	-1,2	6,7	1,9	-12,4

¹Projeção.

²Inclui compras de divisas pelo Tesouro Nacional nos bancos comerciais para efetuar pagamentos.

³Inclui papéis, agências, organismos e bancos e exclui Bônus da República. Inclui compras de divisas pelo Tesouro Nacional nos bancos comerciais para efetuar pagamentos.

⁴Inclui investimento direto, em carteira, derivativos (ativos), empréstimos de demais setores (exclui bancos) e outros ativos.

⁵Inclui conta capital, títulos de curto prazo, derivativos (passivos), moedas e depósitos estrangeiros, erros e omissões.

*Dados preliminares.

Quadro IV
Demonstrativo dos Fluxos de Reservas Internacionais

US\$ Milhões

DISCRIMINAÇÃO	2003	2004	2005	2006			2007 ¹
				JAN-SET	OUT-DEZ ¹	ANO ¹	
Posição de reservas no período anterior	37,823	49,296	52,935	53,789	73.393	53.799	74.764
Compras líquidas do Banco Central	1.591	5.274	21.491	24.920	–	24.920	–
<i>Spot</i> e linhas para exportação	-185	5.274	21.491	24.920	–	24.920	–
Linhas com recompra	1.776	–	–	–	–	–	–
Serviços da dívida (líquido)	-9,673	-12.582	-16.225	-21.497	-556	-22.053	-4.884
Juros	-4.803	-5.497	-5.423	-2.482	254	-2.587	-1.126
Receitas	1.531	1.131	1.280	1.925	1.075	3.000	3.500
Despesas	-6.334	-6.629	-6.704	-4.767	-821	-5.587	-4.626
Amortização	-4.870	-7.085	-1.802	-18.655	-810	-19.465	-3.758
Desembolsos	5-402	6.741	12.490	4.458	–	4.758	600
Organismos multilaterais	902	1.013	–	1.155	–	1.155	600
Bônus da República	4.500	5.728	12.490	3.303	–	3.603	–
Fundo Monetário Internacional	4.769	-4.363	-23.271	–	–	–	–
Desembolso	17.596	–	–	–	–	–	–
Amortização	-12.826	-4.363	-23.271	–	–	–	–

Continua

DISCRIMINAÇÃO	2003	2004	2005	2006			2007 ¹
				JAN-SET	OUT-DEZ ¹	ANO ¹	
Demais ²	3.876	1.235	-2.941	1.013	–	1.013	–
Liquidações do Tesouro Nacional (mercado)	5.507	7.335	9.321	10.699	1.627	12.326	8.226
Varição de haveres	11.473	3.639	864	19.594	1.071	20.965	3.942
Posição de reservas brutas	49.296	52.935	53.799	73.393	74.464	74.764	78.706
Posição de reservas líquidas (exclui empréstimo do FMI)³	20.525	27.541	–	–	–	–	–

¹Projeção.

²Compreende pagamentos/recebimentos do Convênio de Créditos Recíprocos (CCR), flutuação nos preços dos papéis, variação na paridade das moedas e preço do ouro, de ágio/deságio, pagamento de comissões, liberação de garantias colaterais.

³As reservas líquidas ajustadas denominadas em dólares consideram as paridades do mês anterior para mensurar os ativos denominados em outras moedas que não o dólar norte-americano. Desde a liquidação da dívida junto ao FMI, ocorrida em dezembro de 2005, não mais se aplica esse conceito.



Capítulo 8

As Origens e Desdobramentos da Crise do *Subprime*

Gilberto Rodrigues Borça Junior
Ernani Torres Teixeira Filho*

** Economistas da Área de Pesquisa e Acompanhamento Econômico (APE) do
BNDES.*

1. Introdução

A crise do *subprime* foi um dos temas que mais se destacaram no cenário econômico internacional de 2007. Ao longo do segundo semestre daquele ano, os mercados financeiros foram, em duas oportunidades, surpreendidos por notícias de que as perdas relacionadas ao financiamento de imóveis nos Estados Unidos eram muito elevadas. O mais importante, no entanto, não era a dimensão dos prejuízos, mas o fato de que, por sua concentração, ameaçavam a saúde financeira de importantes bancos e fundos de investimento.

Um exemplo desse fato ocorreu em 9 de agosto de 2007, quando o maior banco francês, o BNP-Paribas, suspendeu os resgates das quotas de três grandes fundos imobiliários sob sua administração: Parvest Dynamic ABS, BNP Paribas ABS Euribor e BNP Paribas ABS Eonia. Entretanto, outros eventos ocorridos poucos meses antes, apesar de terem causado menor impacto global, podem também ser considerados como marco inicial da crise. É o caso, em particular, da falência, em abril de 2007, da New Century Financial Corporation – o segundo maior credor de hipotecas do tipo *subprime* dos EUA.¹

Independentemente da data inicial, o importante é observar que a crise, desde então, atravessou momentos distintos. O que era considerado um problema localizado e sem maiores consequências tornou-se o início da mais profunda crise financeira desde a Grande Depressão de 1929. O melhor modo de marcá-los é acompanhar a evolução do comportamento do Federal Reserve (Fed) – Banco Central americano – diante dos acontecimentos. Em maio de 2007, aos primeiros sinais de turbulência, Ben Bernanke, presidente da instituição, afirmava que: “[...] o efeito dos problemas no segmento *subprime* sobre o mercado imobiliário como um todo será, provavelmente, limitado e não esperamos consequências significativas [...] para o resto da economia ou do sistema financeiro.” Assim, na sua

¹ Para uma cronologia dos acontecimentos da crise, ver Borio (2008).

visão inicial, o impacto da crise do *subprime* no mercado financeiro e na economia norte-americana como um todo seria bastante limitado.

Entretanto, poucos meses depois, Bernanke já demonstrava apreensão. Em agosto, alertava:

[...] vários eventos que se seguiram à crise do subprime levaram os investidores a acreditar que o risco de crédito poderia ser maior e mais difundido do que se pensava anteriormente. [...] A liquidez foi reduzida significativamente e as taxas de risco (*spreads*) aumentaram.

Em reação a esses acontecimentos, os investidores internacionais, inicialmente, se apressaram em desfazer suas posições em créditos hipotecários, chegando a afetar o funcionamento de vários mercados. Houve uma redução na liquidez dos títulos de curto prazo (lastreados por ativos) nos EUA – os chamados *commercial papers*. Na Inglaterra, registrou-se, pela primeira vez em mais de 140 anos, uma corrida contra um dos maiores bancos nacionais – o Northern Rock. Nos mercados interbancários, as taxas de juros começaram a subir, indicando que os grandes bancos estavam reticentes em realizar empréstimos de curto prazo entre si. Nesse estágio, os Bancos Centrais decidiram intervir, injetando liquidez, para evitar que a crise tomasse proporções sistêmicas.

Todavia, essas intervenções mostraram-se insuficientes. A crise financeira continuou seu curso no ano de 2008, agravando-se, consideravelmente, a partir de meados de setembro. No mês de março, a iminente falência do Bear Stearns, o quinto maior banco de investimento dos EUA, fez com que o Banco Central americano agisse de forma contundente. Nessa oportunidade, o Fed, em uma decisão tomada durante um fim de semana, estendeu uma linha de crédito de cerca de US\$ 30 bilhões ao JP Morgan Chase para a aquisição do Bear Stearns, ilustrando, assim, uma importante mudança regulatória no sistema financeiro norte-americano. O Bear Stearns, por se tratar de um banco de investimento e não de um banco comercial, não estava formalmente sob a jurisdição do Fed, mas mesmo assim foi objeto de intervenção.

Essa atitude, aliada à decisão de garantir as condições de liquidez de todo o mercado financeiro americano, afastou, pelo menos temporariamente, as expectativas mais pessimistas sobre o andamento da crise. Tal fato foi, posteriormente, reforçado pelo crescimento revisado do PIB de 0,9% da economia norte-americana no primeiro trimestre de 2008.² Diante disso, o secretário do Tesouro Americano à época, Henry Paulson, e importantes colunistas internacionais – como Paul Krugman (*New York Times*) e Anatole Kaletsky (*Times on line*) – sentiram-se confortáveis para anunciar, ao longo do mês de maio de 2008, que o pior da crise financeira já havia passado.

No entanto, a partir de meados de julho, esse otimismo foi sendo gradativamente abalado, com os problemas de liquidez estendendo-se às agências (privadas) garantidas pelo governo norte-americano (GSE – *government sponsored enterprises*) – Fannie Mae e Freddie Mac. O Tesouro dos EUA, após algumas medidas de injeção de liquidez nas instituições, optou, no início de setembro, por assumir seu controle acionário – significando, na prática, a sua estatização.

Ainda em setembro, foi a vez do Lehman Brothers, o quarto maior banco de investimento americano, enfrentar dificuldades. Após o anúncio de um prejuízo de US\$ 3,9 bilhões no terceiro trimestre de 2008 e da negativa do Fed de fornecer respaldo financeiro a uma possível operação de compra da instituição – o banco inglês Barclays e o americano Bank of America tinham interesse na aquisição –, o Lehman Brothers entrou com um pedido de concordata na Corte de Falências de Nova York.

A decisão do governo americano de não prover apoio financeiro ao Lehman Brothers agravou profundamente a crise, gerando um forte pânico nos mercados globais. Bancos e empresas, mesmo possuindo condições saudáveis do ponto de vista financeiro, passaram a ter amplas dificuldades para obter, respectivamente, novos recursos e linhas de crédito de curto prazo. Na esteira da piora da crise financeira, cresceram as preocupações e desconfianças com relação à solvência do sistema bancário norte-americano e seus impactos recessivos sobre o lado real da economia. Nesse sentido, a quebra do

² Os dados preliminares indicavam um crescimento de 0,6% no primeiro trimestre de 2008.

Lehman Brothers é, efetivamente, o ponto nevrálgico de agravamento da crise financeira [Borça Jr. (2008)].

Após esse episódio, multiplicaram-se as medidas de intervenção do governo norte-americano na tentativa de estancar as perdas do sistema financeiro. Entre algumas delas, podem-se destacar os seguintes: i) o suporte financeiro à maior companhia de seguros dos EUA – a American International Group (AIG); ii) o processo de consolidação do sistema financeiro norte-americano, com inúmeras compras de bancos entre os bancos de investimento e sua transformação em *holding banks* – o que os credenciava a receber auxílios de liquidez formais do Fed; iii) o primeiro pacote de ajuda ao sistema financeiro, Troubled Asset Relief Program (Tarp), no valor de US\$ 700 bilhões; iv) a criação de uma linha de crédito para a compra direta de *commercial papers* – visando, com isso, garantir a manutenção das operações rotineiras de capital de giro das empresas; e v) a criação de uma linha de crédito para os *money markets funds* (financiadores do mercado monetário americanos).

O agravamento da crise fica claramente explicitado pelas autoridades americanas em dezembro de 2008. Ben Bernanke, em um novo pronunciamento, passou a reconhecer a sensível deterioração dos indicadores econômicos dos EUA e seus impactos recessivos no restante do mundo, tanto nos países desenvolvidos quanto nos mercados emergentes:

(...) as condições econômicas (nos EUA) continuarão pouco favoráveis por mais tempo. Em particular, os gastos das famílias (americanas) com consumo continuarão deprimidos pela diminuição da renda, pela perda acumulada de emprego, pela falta de confiança do consumidor e pela falta de disponibilidade de crédito. A economia mundial também está em desaceleração.

Uma consequência menos dramática da crise foi, como afirmou a revista *The Economist* (29/12/2007), o “enriquecimento do vocabulário dos investidores internacionais”. Até então, poucas pessoas estavam familiarizadas com a existência de créditos *subprime* ou com a “sopa de letras” formada pelas siglas dos novos derivativos de crédito, como os CDO – *collateralized debt obligations* (títulos ga-

rantidos por dívidas); as SIVs – *structured investment vehicles* (empresas de investimentos estruturados); ABS – *asset-backed securities* (ativos lastreados em títulos); CDS – *credit default swaps* (*swaps* de risco de crédito); RMBS – *residential mortgage-backed securities* (títulos garantidos por hipotecas).³

Diante desse cenário, o trabalho tem por objetivo analisar as origens e os desdobramentos da mais recente crise financeira internacional, iniciada no mercado hipotecário *subprime* dos EUA. Nesse sentido, o artigo é composto de seis seções, incluindo esta introdução. Na segunda parte, analisa-se o expressivo crescimento do mercado imobiliário nos EUA nos últimos anos. Esse processo está fortemente ligado tanto à ampliação da escala do mercado hipotecário norte-americano – com a incorporação do segmento *subprime* – quanto a securitização desses créditos. Em seguida, na terceira seção, descreve-se a participação das instituições financeiras privadas na gestação da crise, destacando-se as transformações financeiras que possibilitaram a utilização de produtos estruturados como mecanismo propagador de riscos. A quarta seção trata do processo de deflação de ativos, especialmente dos preços dos imóveis nos EUA, relacionando-os com seus desdobramentos no mercado internacional de *commodities* e nas bolsas de valores. A quinta seção aborda, em conjunto, tanto o problema específico de liquidez dos bancos quanto algumas das medidas adicionais de liquidez implementadas pelo Fed na tentativa de evitar um colapso de seu sistema financeiro. O trabalho se encerra com breves notas conclusivas.

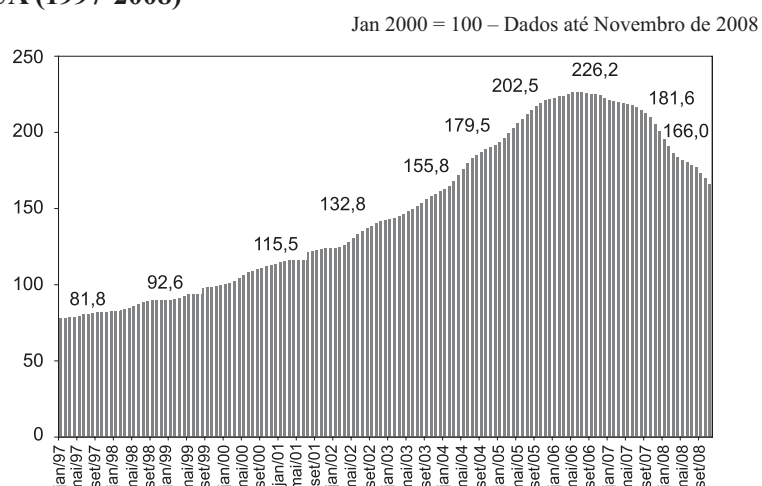
2. O *Boom* dos Imóveis nos Estados Unidos

Nos últimos dez anos, o mercado imobiliário norte-americano atravessou seu mais longo e intenso período de valorização em mais de cinquenta anos. Entre 1997 e 2006, o valor dos imóveis residenciais

³ Para entender o vocabulário da crise do *subprime*, ver Parisi-Capone (2008).

se elevou de forma contínua, atingindo, em média, preços três vezes maiores que o de 1997 (Gráfico 1). Essa valorização foi, em boa medida, impulsionada pela expansão do crédito imobiliário americano, apoiado em taxas de juros relativamente baixas, particularmente após o evento de 11 de setembro de 2001, quando as Torres Gêmeas da cidade de Nova York foram destruídas por um atentado terrorista. Nessa mesma linha de argumentação, Taylor (2009) afirma que os “excessos monetários” – com taxas de juros demasiadamente reduzidas – são, com frequência, responsáveis pela formação de bolhas especulativas e, conseqüentemente, pelas crises financeiras.

Gráfico 1
Evolução do Índice de Preços dos Imóveis Residenciais nos EUA (1997-2008)



Fonte: S&P/Case-Shiller Home Price Indices.

Como resultado, o mercado de hipotecas – o mecanismo de financiamento imobiliário mais importante nos EUA – movimentou, entre 2001 e 2006, uma média anual de US\$ 3 trilhões em novas operações, atingindo um máximo de quase US\$ 4 trilhões em 2003. Dois fatores são responsáveis por explicar a magnitude desses valores. De

um lado, houve forte ampliação da escala do mercado hipotecário norte-americano, com a incorporação de novos potenciais tomadores de financiamento imobiliário e, de outro, o crescimento vigoroso do processo de securitização desses créditos.

O primeiro fator refere-se à inclusão no mercado hipotecário daquele segmento de agentes econômicos que, pelas normas de concessão de crédito das instituições privadas e públicas, não tinham condições de arcar com as parcelas de seus respectivos financiamentos – os chamados *subprime*⁴. Alguns desses novos devedores eram denominados de *ninja*⁵ pelo fato de não terem renda, trabalho ou patrimônio compatível com suas hipotecas. Muitos não tinham sequer condições de apresentar a documentação mínima necessária para a abertura do crédito imobiliário, seja por serem residentes ilegais ou por terem ficado inadimplentes nos dois anos anteriores.

O segundo fator diz respeito à securitização desses créditos *subprime*. Nos últimos anos, as instituições financeiras, particularmente os bancos, adotaram um novo modelo de negócios, conhecido por Originação & Distribuição (O&D). Assim, em lugar de ficarem, como no passado, com a gestão do empréstimo residencial por toda a vida do contrato, os bancos atuavam como intermediários. Eram originadores das operações ao concederem financiamentos imobiliários às famílias *subprime*, mas, em seguida, vendiam (distribuíam) esses créditos a investidores do mercado de capitais, tais como fundos de pensão, companhias de seguro, *hedge funds* e pessoas físicas.

Com isso, os bancos deixavam de ocupar seus balanços por longos períodos de tempo com um único tomador. Seus ganhos deixavam de pertencer à intermediação de crédito propriamente dita para se concentrarem nos serviços de “originação e distribuição” desses empréstimos. Além disso, abstinham-se das preocupações com a qualidade do crédito que estavam originando, já que os mecanismos de securitização eram objeto de avaliações de risco independentes, por agências especializadas – as mais importantes são a Standard &

⁴ De acordo com Iedi (2008), as hipotecas *subprime* consistiam em empréstimos imobiliários concedidos a indivíduos sem histórico de crédito ou com histórico de inadimplência, ou seja, em geral, famílias de baixa renda ou minorias.

⁵ Da expressão em inglês: *no income, no job or assets*.

Poor's, Moody's e Fitch. Bastava atenderem aos parâmetros dos modelos estatísticos adotados por essas instituições. Finalmente, os bancos também não tinham mais que se preocupar com a captação de recursos junto a clientes. Essa tarefa, agora, passava a ser de fundos autônomos, em particular dos *money market funds*.

Os dados que constam da Tabela 1 ilustram esse processo. Pode-se perceber que, entre 2003 e 2006, a emissão de hipotecas *subprime* ganhou maior importância, passando de 8,5% para mais de 20% da totalidade de hipotecas emitidas. Em 2006, o volume de tais operações chegou a US\$ 600 bilhões. Esse crescimento foi, por sua vez, claramente sustentado pelo aumento do processo de securitização desses créditos. Em 2001, metade das operações *subprime* – no valor global de US\$ 95 bilhões – era transferida a investidores dos mercados de capitais. Em 2006, os volumes de securitização haviam aumentado em cinco vezes, atingindo US\$ 483 bilhões, ou 80,5% do total.

Tabela 1
Emissão de Hipotecas nos Estados Unidos (2001-2006)

ANOS	HIPOTECAS EMITIDAS (US\$ BILHÕES) (A)	HIPOTECAS SUBPRIME (US\$ BILHÕES) (B)	(A)/(B) %	HIPOTECAS SUBPRIME SECURITIZADAS (US\$ BILHÕES)	(C)/(B) %
2001	2.215	190	8,6	95	50,4
2002	2.885	231	8,0	121	52,7
2003	3.945	335	8,5	202	60,5
2004	2.920	540	18,5	401	74,3
2005	3.120	625	20,0	507	81,2
2006	2.980	600	20,1	483	80,5

Fonte: *Elaboração própria, com base em Wray (2007).*

É interessante destacar, com base nos dados apresentados, que o mercado hipotecário norte-americano parece ter atingido seu auge

em 2003, com a emissão de, aproximadamente, US\$ 4 trilhões em novas hipotecas. No entanto, a sustentação do ciclo imobiliário expansionista até o fim de 2006 deve-se à maior relevância adquirida pelo segmento *subprime* a partir de 2004, tanto no que tange à emissão de novas hipotecas quanto ao seu processo de securitização. Assim, a manutenção da bolha do mercado imobiliário dos EUA foi realizada, primordialmente, pela incorporação dessa parte “menos nobre” de tomadores de hipotecas.

Além de serem direcionados a tomadores sem capacidade de pagamento comprovada, os créditos imobiliários *subprime* apresentavam outras características que agravavam seu risco. Eram operações de longo prazo, normalmente de trinta anos, com condições híbridas de pagamento, por envolverem dois regimes diferentes de taxas de juros e de reajuste de prestações em um mesmo empréstimo.⁶ Assim, por um período inicial de dois ou três anos, as prestações e as taxas de juros eram fixas e relativamente baixas. Em compensação, nos 27 ou 28 anos restantes, as prestações subiam muito de valor e passavam a ser anualmente reajustadas com base em taxas de juros flutuantes de mercado. Eram os chamados empréstimos do tipo 2/28 ou 3/27.⁷

Enquanto, no período entre 2001 e 2004, as taxas de juros americanas apresentaram um forte movimento descendente – passando de 5,5% ao ano em janeiro de 2001 até 1,0% ao ano em junho de 2003 e permanecendo assim até maio de 2004 –, os preços dos imóveis continuavam a subir (Gráfico 1). Assim, nesses anos, os credores *subprime* que enfrentavam dificuldades para arcar com os reajustes de suas hipotecas dispunham da alternativa de liquidar o financiamento imobiliário existente mediante a contratação de um novo empréstimo hipotecário para o mesmo imóvel. Nas condições vigentes no mercado, essa troca reduzia o valor das prestações ou, o que era mais atraente, aumentava o valor financiado. Na prática, iniciava-se

⁶ Ver Kiff e Mills (2007).

⁷ Adicionalmente, existiam outros tipos de contrato, conhecidos como interest-only loans (empréstimos só de taxas de juros) com estruturas semelhantes, nos quais os tomadores honoravam, por um determinado período inicial, apenas os juros relativos ao financiamento imobiliário. Algum tempo depois, além da parcela de juros, era necessário realizar amortizações do principal da dívida contratada. Ver Cintra e Cagnin (2007).

um novo período de dois a três anos de prestações fixas baixas e, além disso, o credor recebia uma soma em dinheiro – proporcional à valorização líquida do imóvel – que servia não apenas para custear a liquidação e a recontração dos empréstimos, mas também para financiar suas despesas correntes.⁸ Era o que se chama no mercado brasileiro uma “troca com troco”.

De acordo com a classificação proposta por Hyman Minsky (1982),⁹ essa “bola de neve” financeira pode ser caracterizada como um processo Ponziano. Para o autor, financiamentos desse tipo são caracterizados pela impossibilidade de os tomadores servirem sua dívida – amortização e juros – apenas com renda de suas atividades correntes. Assim, a sustentação de um empréstimo Ponzi requer periódica renegociação, acompanhada, necessariamente, por um aumento no valor do crédito.

Minsky (1982) alerta também que processos dessa natureza não são resultados de ações específicas nem de fraudes perpetradas por elementos mal-intencionados, mas decorrem da própria concorrência do mercado em um período de estabilidade prolongada. Quanto mais longa a duração desse cenário, mais as instituições financeiras buscarão, diante do acirramento da concorrência, relaxar os critérios, isto é, as margens de segurança da concessão de crédito. Assim, nas palavras do autor, a “estabilidade é instabilizante”.

O problema de uma situação dessa natureza é que, na medida em que as condições de liquidez do mercado financeiro se deterioram, torna-se impossível refazer os créditos Ponzi em bases adequadas. Se os valores envolvidos nesses créditos forem elevados ou atingirem muito diretamente os bancos, o resultado é a reversão da “cadeia da fortuna” e o acúmulo de prejuízos crescentes. Caso o ajuste seja intenso e prolongado, o processo de liquidação de ativos pode adquirir características sistêmicas, colocando sob forte tensão o funcionamento de todo o mercado financeiro.

⁸ Em geral, metade da valorização líquida do imóvel financiado era destinada aos custos de intermediação, que incluíam as comissões pagas aos agentes e bancos.

⁹ Ver Minsky (1982).

Nesse processo, as condições de sustentação do ciclo imobiliário expansionista americano deixaram de existir à medida que a taxa básica de juros norte-americana foi sendo gradativamente elevada, passando do patamar de 1% a.a., em maio de 2004, para 5,25% a.a., em junho de 2006. A contraparte desse aperto monetário foi, a partir de 2007, uma sensível queda dos preços dos imóveis, o que inviabilizou a continuidade do processo de refinanciamento das hipotecas e, ao mesmo tempo, provocou uma ampliação dos inadimplimentos e execuções.

With housing prices rising rapidly, delinquency and foreclosures rates on subprime mortgages also fell, which led to more favorable credit ratings than could ultimately be sustained. As the short term interest rate returned to normal levels, housing demand rapidly fell bringing down both construction and housing price inflation. Delinquency and foreclosures rates then rise sharply, ultimately leading to the meltdowns in the subprime market and on all securities that were derivative from the subprimes [Taylor (2007)].

Outra consequência direta desse ajuste sobre o mercado *subprime* foi o desaparecimento da margem de ganho especulativo imobiliário que dava sustentação às renegociações de crédito. Assim, em lugar de obterem novas hipotecas, os credores *subprime* passaram a ser obrigados a dar seus imóveis em pagamento da dívida. As instituições financiadoras, por sua vez, passaram a oferecê-los em leilões, deprimindo ainda mais o preço desses ativos. O ciclo de valorização de ativos imobiliários deu, assim, lugar a um ciclo deflacionário, que veio a comprometer não só importantes instituições financeiras como também o funcionamento do mercado de crédito bancário em todo o mundo.

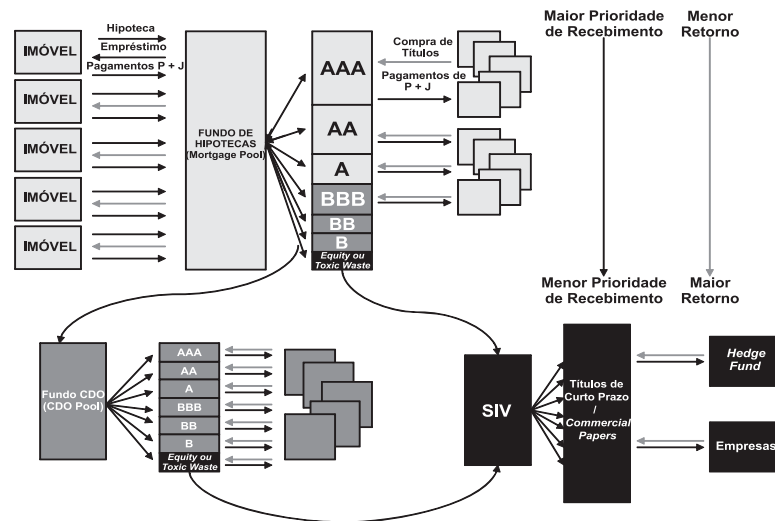
3. O Papel das Instituições Privadas nos Empréstimos *Subprime*

Como foi dito anteriormente, a maior parte dos financiamentos *subprime*, por causa do seu elevado risco de crédito, foi feita sem contar com as garantias tradicionalmente oferecidas pelo governo federal americano a empréstimos residenciais para tomadores de baixa renda. Além disso, o crescimento dos créditos *subprime* foi financiado, basicamente, por meio da colocação de títulos no mercado de capitais. Foi nessa atividade que grandes bancos, corretoras e agências classificadoras de risco americanas tiveram um papel decisivo.

A Figura 1 mostra, de forma estilizada, a engenharia montada pelas instituições financeiras privadas para o repasse desses créditos securitizados a terceiros no mercado de capitais. O processo se iniciava com a transferência de diferentes contratos de hipotecas para um fundo de investimento específico – o *mortgage pool*. Esse fundo, por sua vez, emitia cotas (tranches) de classes diferentes. Cada uma possuía determinada taxa de retorno diretamente proporcional ao risco assumido pelo seu detentor, isto é, quanto maior o risco de inadimplimento a que o cotista estivesse exposto, maior seria a rentabilidade a que teria direito. O tamanho relativo de cada tranche, assim como sua combinação de risco-retorno, era calculada com base em modelos estatísticos de gestão de risco aceitos pelas principais empresas classificadoras. Em geral, tais modelos utilizavam informações sobre as taxas de inadimplência por tipo de devedor e por tipo de empréstimo concedido, estabelecendo, assim, estimativas de perdas com o provisionamento mínimo de capital.

A parcela do fundo de hipotecas que assumiria as primeiras perdas no caso de atrasos ou inadimplência de pagamentos – ou seja, a que carregava o maior percentual do risco – era chamada de patrimônio líquido (*equity*), mas também era conhecida por “lixo tóxico” (*toxic waste*) pela dificuldade de ser tomada por investidores. Os detentores dessas cotas recebiam, em troca, a taxa de remuneração mais elevada do fundo e serviam, assim, como amortecedores de risco para os demais investidores.

Figura 1
Esquema Estilizado de Securitização dos Créditos *Subprime*



Fonte: Torres (2008).

Caso os prejuízos viessem a ser superiores ao montante aportado como *equity*, o excedente passava a ser automaticamente de responsabilidade dos investidores da classe de risco seguinte, no caso a “B”, e assim sucessivamente. Esse mecanismo constituía uma forma de proteção contra perdas (ou “suporte de crédito”) denominada subordinação.¹⁰ Isso significava que, em vez de todos os títulos do fundo de hipotecas possuírem a mesma probabilidade de perdas, estas seriam alocadas na ordem inversa de senioridade (prioridade de recebimento).

Na posição final, estava a tranche senior do tipo AAA. Seus detentores só teriam prejuízos caso todos os demais cotistas tivessem sofrido perdas integrais. Trata-se, portanto, de uma classe de investimento extremamente segura, mas que, por isso mesmo, proporcionava um ganho pequeno relativamente ao que era pago aos demais investidores.

¹⁰ Ver Moody's (2007)

Os bancos, para fins de colocação junto ao mercado de capitais, dividiam essas cotas em três grupos. As de menor risco – ou seja, as seniores, classificadas como AAA, AA e A – eram vendidas diretamente no mercado aos investidores. As cotas de risco médio – B, BB e BBB ou mezzanine – e as de risco extremo – o *equity* – eram submetidas a um novo processo de transformação financeira mediante o uso de derivativos de crédito, que melhoravam suas respectivas classificações de risco.

O caso das tranches de risco médio está retratado na Figura 1 pelos retângulos de cor intermediária. Essas cotas eram transferidas a um fundo CDO (Collateralized Debt Obligations), com outros títulos de dívida, como recebíveis de cartões de créditos, recebíveis de financiamentos a automóveis, empréstimos estudantis (*students loans*) e, até, outros investimentos imobiliários. Um fundo CDO podia, assim, ser composto por direitos sobre milhares de contratos, agrupados de diferentes formas e por meio dos mais diversos instrumentos. Com isso, esperava-se produzir a máxima diluição do risco de cada hipoteca individualmente e, assim, obter uma carteira que, por sua distribuição estatística, alcançasse melhores classificações de risco comparativamente às dos títulos que lhe deram origem.

Essa combinação de títulos com características diversas permitiu que inúmeros fundos lastreados em hipotecas *subprime* fossem classificados como de menor risco e, até mesmo, como *investment grade* pelas agências internacionais de *rating*. O resultado final desse processo gerava uma ampla disseminação do risco de crédito, o qual era transferido das instituições financeiras originadoras para os mais diversos tipos de investidores. De acordo com Cintra e Cagnin (2007, p. 319):

As combinações foram realizadas de modo que alguns desses ativos lastreados nas hipotecas *subprime* acabaram reclassificados como de excelente risco ou como grau de investimento. O reempacotamento das hipotecas de alto risco, com anuência das agências de classificação de risco de crédito, viabilizou sua aquisição pelos investidores com menor aversão ao risco, mas também pelos investidores institucionais, tais como os fundos de

pensão e as companhias de seguro, que observam regras de prudência.

O fundo CDO, com base nesses ativos, emitia novas séries de títulos com características de risco e retorno escalonadas, a exemplo do fundo de hipotecas (*mortgage pool*). Mediante esse processo, os bancos conseguiam que até 75% das dívidas colocadas no fundo CDO dessem lugar a novos títulos, classificados pelas empresas especializadas, em níveis superiores aos ratings dos ativos que constituíam originalmente o fundo.¹¹ Assim, por exemplo, a cada US\$ 100 em cotas já existentes de risco BBB, que eram incluídas na carteira de um fundo CDO, dava-se origem a US\$ 75 em títulos novos de classificação superior, ou seja, AAA, AA e A. Dessa forma, os bancos podiam captar recursos a um menor custo no mercado de capitais para financiar essa parte “menos nobre” dos ativos lastreados nas hipotecas *subprime*.

O Gráfico 2 mostra a evolução do lançamento total de novos CDOs nos EUA, lastreados nos mais diversos tipos de operação de crédito. Observa-se um sensível crescimento desse tipo de produto estruturado, especialmente entre 2005 e 2006.

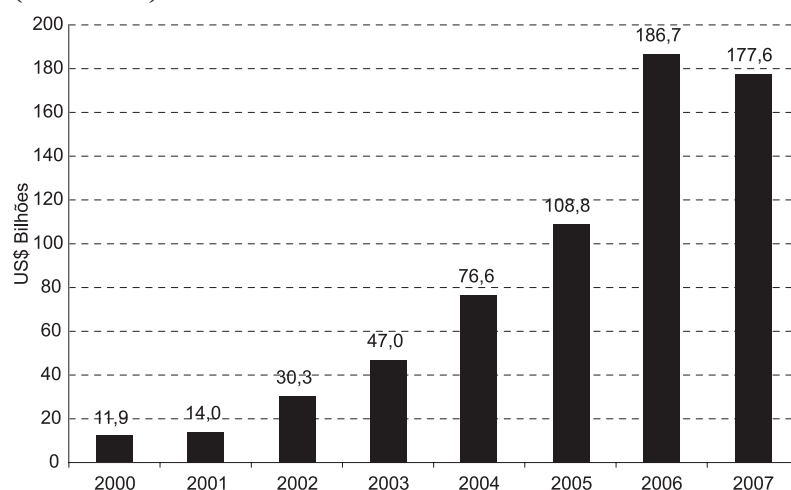
Resolvido o custo de captação dos créditos classificáveis pelas agências, restava ainda o que fazer com a tranche de pior risco – o *toxic waste*. Essas cotas eram um resíduo necessariamente produzido em cada uma das etapas do processo de transformação financeira. Da mesma maneira que nas demais tranches, era preciso obter uma forma menos custosa de financiamento dessas dívidas, a qual não comprometesse o balanço dos bancos e das corretoras originadoras dos fundos imobiliários.

A saída encontrada foi a criação de empresas de investimento estruturadas – as SIVs – cujo único propósito era emitir títulos de curto prazo lastreados nas hipotecas – *commercial papers* – usados, nos EUA, para remunerar aplicações de caixa de empresas. A maior dificuldade nesse tipo de estruturação era que os *commercial papers* possuem maturidade curta, de três ou seis meses, enquanto os ativos

¹¹ Ver Torres (2008).

que as SIVs mantinham em carteira, lastreados nos fluxos de pagamentos futuros dos financiamentos imobiliários, eram de até trinta anos. Esse descompasso tornava necessário que as SIVs mantivessem programas permanentes de colocação e resgate de seus títulos no mercado. A atratividade principal dessa estruturação era combinar a rentabilidade elevada das cotas de pior risco – o *toxic waste* – com as taxas baixas de juros dos *commercial papers*. Para garantir aos investidores que as SIVs eram robustas, os bancos, fundadores dessas empresas, estendiam linhas de crédito que lhes permitiam enfrentar dificuldades circunstanciais de liquidez.

Gráfico 2
**Evolução das Novas Emissões de CDO
(2000-2007)**



Fonte: Iedi (2008).

Portanto, o processo de transformação financeira, mediante a utilização de produtos financeiros estruturados – fundos CDOs e SIVs –, possibilitou, simultaneamente, a redução dos custos de captação das instituições financeiras com a venda de créditos de baixa qualidade no mercado de capitais e a proliferação de operações *off-balance*. Dessa forma, os bancos puderam não apenas ampliar seus níveis de

alavancagem, contornando os limites impostos pelo Acordo de Basileia, como também esperavam conseguir transferir os riscos de crédito para os mercados de capitais e patrimônio dos investidores.

Com isso, as instituições financeiras originaram tais obrigações sem que isso gerasse uma piora sensível da avaliação de seu próprio balanço. Dessa forma, a cessão de créditos *subprime* constituiu-se em uma oportunidade de obter bons retornos com contrapartidas de risco inferiores àquelas que teriam de ser arcadas na ausência dos mecanismos de derivativos de crédito analisados.

4. O Processo de Deflação dos Ativos

O mercado hipotecário americano possui uma característica importante. As famílias tomadoras de financiamento imobiliário, no caso de não conseguirem arcar com suas obrigações, podem liquidar seu empréstimo entregando a propriedade do bem ao banco financiador. Tal mecanismo é conhecido como *walk away*, no qual a execução do imóvel constitui-se na forma de pagamento da hipoteca. À medida que o preço dos imóveis torna-se inferior ao valor da dívida, há um incentivo maior para que ocorra esse tipo de situação.

Nesse sentido, o preço dos imóveis é um fator determinante no valor dos créditos hipotecários nos EUA. Há, portanto, duas situações básicas a serem destacadas nos momentos em que ocorre um movimento de deflação de preços como o atual. De um lado, os bancos, incapazes de estimar o valor de longo prazo de seus respectivos colaterais, retraem a oferta de crédito. De outro, há um acentuado aumento do custo de captação dos bancos com a venda desses créditos (securitizados) no mercado de capitais. Esse último ponto relaciona-se ao fato de o imóvel constituir-se em uma garantia adicional da hipoteca.

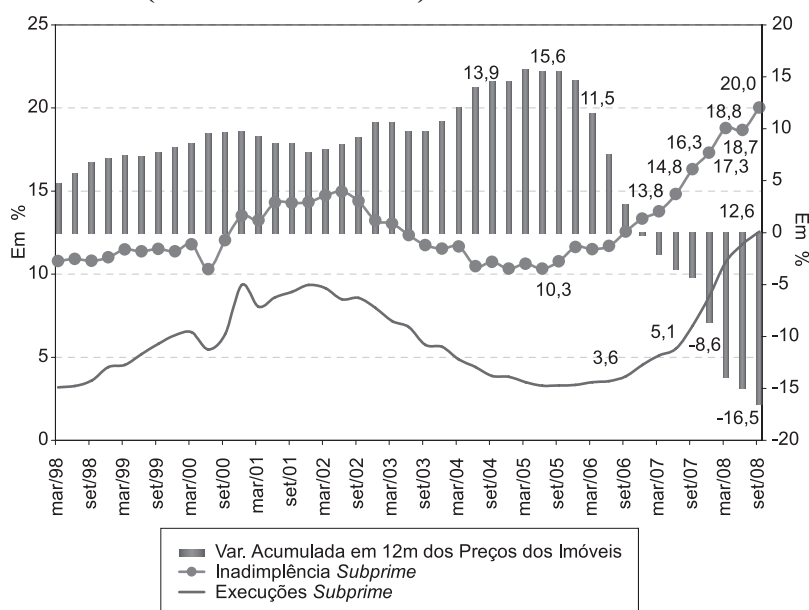
Um contrato de financiamento hipotecário realizado, dependendo das condições específicas do mercado, possui um determinado valor (preço) quando securitizado. Se os preços dos imóveis se reduzem,

a marcação a mercado desse contrato passa a ser diferente, pois o colateral – o imóvel – não mais fornece uma margem de segurança ao ofertante de recursos – o banco credor. Com isso, maiores são as chances de os compromissos hipotecários não serem honrados, uma vez que a dívida pode tornar-se maior que o valor do colateral, fazendo com que o tomador abandone o pagamento da hipoteca e entregue a propriedade do imóvel ao credor. Essa transação passa a ter maior risco do ponto de vista do emprestador, dificultando também a venda desses créditos a terceiros no mercado de capitais.

Esse argumento é corroborado pelo Gráfico 3, que mostra a evolução dos preços dos imóveis em vinte regiões metropolitanas dos EUA – mensurada pelo índice Case Shiller – e os percentuais de inadimplência e execução dos empréstimos do segmento *subprime*. É notória a forte correlação negativa entre as duas séries, ou seja, a partir do momento em que há uma queda dos preços imobiliários, os inadimplementos se acentuam em grande velocidade. Os dados referentes ao terceiro trimestre de 2008 indicam percentuais de inadimplência e execuções de 20% e 12,6%, respectivamente, para o total de hipotecas *subprime*.

Portanto, um dos elementos fundamentais para a superação desse cenário de crise, dado o crescimento recente do mercado hipotecário, é a estabilização dos preços dos imóveis. Isso se torna de extrema importância tanto na definição do valor das linhas de crédito por parte das instituições financeiras, quanto das garantias oferecidas pelos tomadores. Em última instância, a volta ao funcionamento normalizado do mercado de crédito está significativamente relacionada à estabilização dos preços imobiliários.

Gráfico 3
Variação dos Preços dos Imóveis (T/T-4) e da Inadimplência e Execuições de Hipotecas do Segmento *Subprime* 1998-2008 (Dados até o 3ºT/2008)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados da Bloomberg.

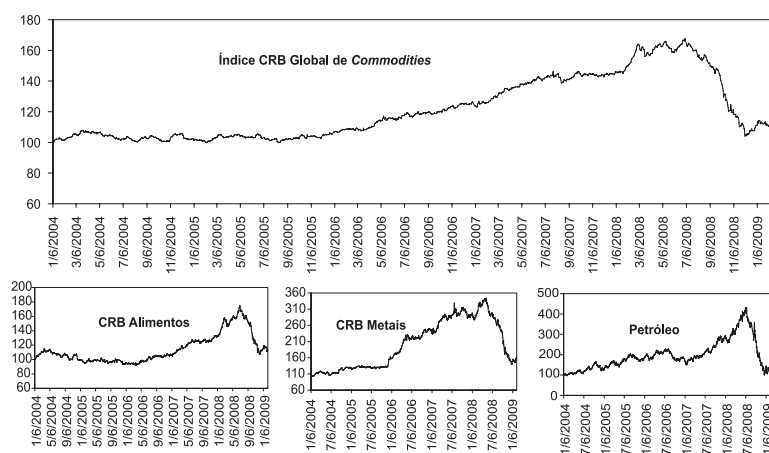
Todavia, a desvalorização de ativos não se limitou apenas ao mercado imobiliário norte-americano, mas também se estendeu aos mercados globais de *commodities* e às bolsas de valores de diversos países. De acordo com Caballero et al. (2008) o excesso de demanda por ativos líquidos, após o estouro da bolha imobiliária nos EUA, levou, em alguma medida, à recriação desse mesmo processo nos mercados de *commodities*, em especial no que tange ao petróleo (Gráfico 4).

Embora já estivesse em curso um processo de elevação dos preços das *commodities* como tendência de longo prazo, fruto do forte ciclo de crescimento da economia mundial desde 2002, sua elevação re-

pentina entre 2007 e 2008, seguida de uma intensa queda posterior, espelha de forma clara a formação de uma bolha especulativa.¹²

Gráfico 4 Evolução dos Preços das *Commodities* (2004-2009)

Jan. 2004 = 100 – Dados até 10.2.2009



Fonte: Elaboração própria, com base em dados da Bloomberg.

A partir do momento em que os efeitos da crise no lado real da economia global foram se tornando mais claros, especialmente nos EUA e na China, houve uma redução do processo especulativo de demanda por ativos líquidos que se abateu sobre o mercado de *commodities*. Os preços dos produtos básicos – agrícolas, metálicos e petróleo –, refletindo a forte desaceleração da atividade econômica global, iniciaram um amplo processo de correção.

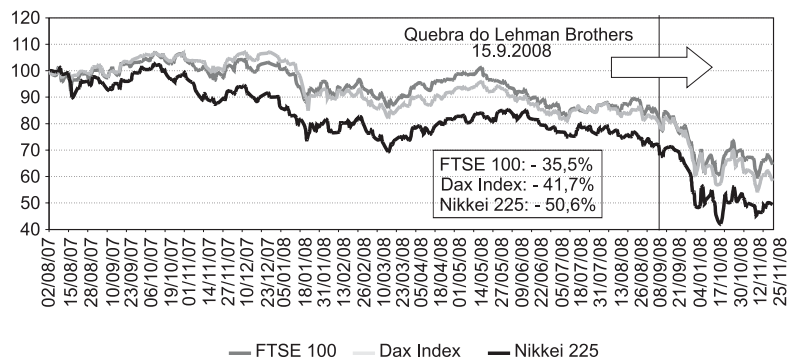
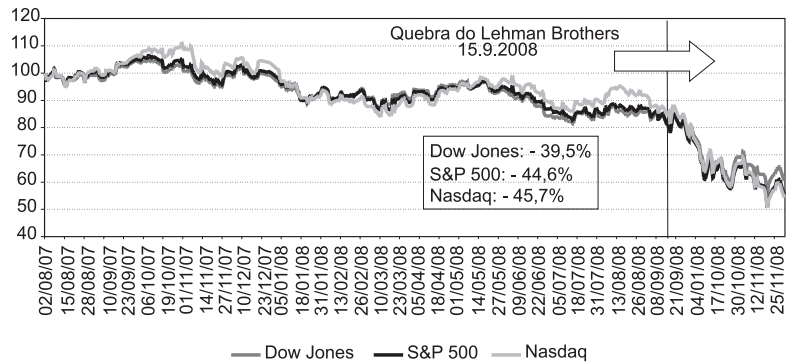
Os mercados acionários de diversos países também foram atingidos pelo processo de deflação de ativos. A quebra do Lehman Brothers em setembro de 2008, conforme já salientado, agravou profundamente a atual crise financeira internacional. A deterioração das expectativas foi tamanha, que as mais importantes bolsas de valores do

¹² Para uma análise das possíveis causas de elevação dos preços das *commodities*, ver Puga et al. (2008).

mundo apresentaram, após esse episódio, amplas oscilações em suas cotações. O Gráfico 5 mostra claramente esse processo, com a evolução dos principais índices nos EUA, Europa e Japão desde agosto de 2007, estopim da atual crise financeira.

Gráfico 5
Principais Bolsas de Valores do Mundo desde o Início da Crise (Agosto de 2007)

Dados até Novembro



Fonte: Elaboração própria, com base em dados da Bloomberg.

Os índices norte-americanos Dow Jones, S&P 500 e Nasdaq apresentaram, até o fim de novembro, quedas próximas ou superiores a 40%. Nas bolsas europeias, o cenário não é muito diferente. Tanto o Dax Index, de Frankfurt, quanto o FTSE 100, de Londres, já incorreram em perdas superiores a 35%. No entanto, o caso mais dramático é o do índice japonês Nikkei 225 da bolsa de valores de Tóquio, que já se desvalorizou mais de 50% desde o início da crise financeira. Os prejuízos estimados chegam a valores alarmantes. De acordo com os cálculos realizados pela Bloomberg, as empresas de capital aberto, em escala mundial, já registraram perdas equivalentes a mais de US\$ 32 trilhões em valor de mercado entre o fim de 2007 e meados de novembro de 2008.

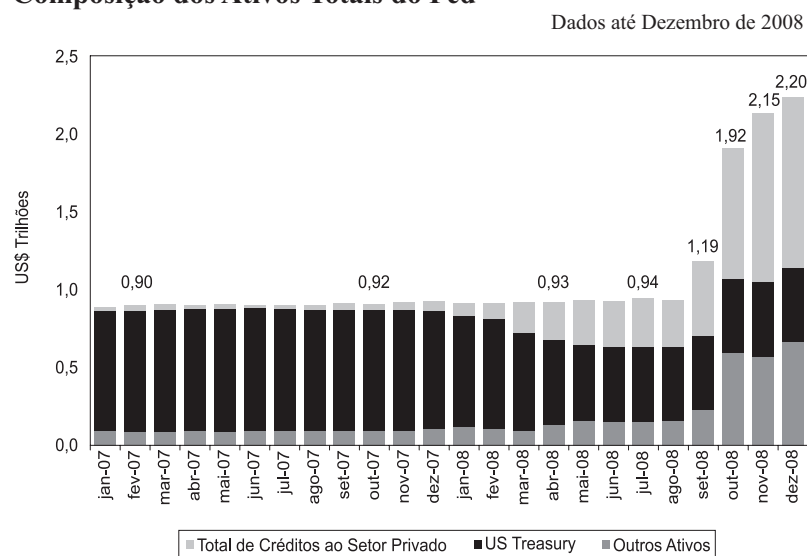
5. A Reação do Governo Americano e o Problema de Liquidez dos Mercados Interbancários

A deterioração das expectativas e a incerteza que se abateu sobre os mercados após a quebra do Lehman Brothers levou o Fed a agir. A autoridade monetária norte-americana ampliou, de forma rápida e abrangente, a liquidez da economia. Esse processo pode ser percebido pelos dados do Gráfico 6. Houve forte crescimento do valor dos ativos totais do Banco Central americano, que saltou de US\$ 940 bilhões para US\$ 2,26 trilhões entre agosto e dezembro de 2008 – um aumento de mais de 100%. Ademais, desde o início de 2007 ocorreu também uma modificação substancial em sua composição.

No início da crise financeira, em agosto de 2007, os títulos do Tesouro Americano (U.S. Treasury) representavam 87,0% dos ativos totais do Federal Reserve, isto é, cerca de US\$ 785 bilhões. Os créditos ao setor privado, por sua vez, totalizavam apenas US\$ 26 bilhões, ou seja, 3% do ativo total. Ao se observar esses dados no fim de 2008, nota-se uma inversão considerável nessa configuração. Os créditos ao setor privado atingiram US\$ 1,1 trilhão, alcançando 48,6% do ativo total. Já os títulos do Tesouro Americano reduziram-

se para o montante de US\$ 477 bilhões, representando pouco mais de 20% do ativo total. Ainda é importante destacar o forte crescimento da rubrica “outros ativos” a partir de setembro de 2008. Esse aumento está intimamente ligado ao estabelecimento de linhas de *swap* cambial do Fed com outros bancos centrais por causa do agravamento da crise internacional. Países como Brasil, Coreia do Sul e México estabeleceram esse tipo de acordo com o Banco Central norte-americano.

Gráfico 6
Composição dos Ativos Totais do Fed



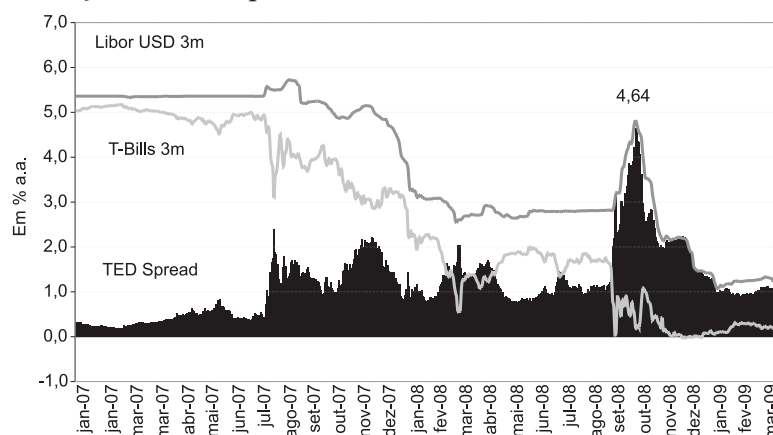
Fonte: Elaboração própria, com base em dados do Fed.

Desde o início da crise, a ampliação da liquidez da economia americana vem sendo realizada em duas frentes distintas pela autoridade monetária. Em primeiro lugar, pela diminuição da parcela de títulos do Tesouro Americano em sua carteira, os quais passaram a ser trocados por créditos privados menos líquidos que estavam nas cartei-

ras dos bancos.¹³ Em segundo lugar, pela ampliação do volume total de créditos ao setor privado mediante a utilização de vários instrumentos – operações compromissadas (*repurchase agreements*), leilões de crédito (*term action credits*) etc.

A despeito da ampliação da liquidez por parte do Fed, o mercado interbancário norte-americano passou por graves problemas. Os bancos, espelhando o pânico que tomou conta dos mercados, ficaram reticentes em realizar empréstimos de curto prazo entre si. O Gráfico 7 mostra o comportamento da TED *spread*, isto é, do diferencial entre a taxa Libor de três meses do mercado interbancário londrino dos depósitos em dólares (Libor USD 3M), e a taxa dos títulos públicos do governo americano de maturidade semelhante (T-bills 3M).

Gráfico 7
Evolução da TED *Spread*



Fonte: Elaboração própria, com base em dados da Bloomberg.

A *Libor* é a taxa mais utilizada internacionalmente como *benchmark* de curto prazo nos mercados interbancários, no qual os bancos realizam empréstimos entre si por prazos que variam de um dia (*over-*

¹³ Ver Torres Filho e Borça Jr. (2008).

night) até 12 meses sem a exigência de garantias. Em última instância, é um indicador da percepção de risco existente no âmbito das operações entre os bancos. Já os rendimentos dos títulos públicos americanos representam a taxa de remuneração livre de risco do mercado. O diferencial (*spreads*) entre essas taxas, ou seja, a TED spread, espelha o risco do setor privado bancário *vis-à-vis* o do setor público.

Pode-se notar que, desde o episódio do Lehman Brothers, a despeito do relaxamento da política monetária norte-americana e das demais medidas implementadas de injeção de liquidez, criaram-se fortes desconfiças com relação à saúde financeira dos bancos. Esse fato encareceu, de maneira rápida e abrupta, a tomada de recursos a curto prazo – noventa dias – nos mercados interbancários. Aumentou, consideravelmente, a percepção de risco dos bancos na realização de empréstimos entre si, fazendo com que, por exemplo, a TED spread atingisse o patamar de 4,64% a.a. no dia 10 de outubro – uma taxa que virtualmente paralisou as transações entre os bancos.

Simultaneamente, o rendimento dos títulos do Tesouro Americano com prazo de maturidade de três meses reduziu-se de forma drástica. Isso significa que o agravamento da crise internacional fez com que a demanda por títulos norte-americanos se elevasse de maneira rápida, espelhando uma espécie de fuga para qualidade.

Apenas lentamente pode-se perceber a volta do funcionamento, ainda que não plenamente normalizado, dos mercados interbancários. Embora a TED spread tenha recuado para níveis próximos de 1,0% a.a. – indicando que as medidas de injeção de liquidez começam a surtir os primeiros efeitos –, a percepção de risco do sistema bancário como um todo ainda é elevada.

6. Conclusões

A crise do *subprime* vem despertando a curiosidade dos economistas no sentido do entendimento de sua origem e desdobramentos. Uma característica que vale a pena ser ressaltada é a oscilação

das análises sobre suas eventuais repercussões no lado real da economia. Primeiramente, os diagnósticos mais pessimistas apontavam que a crise do *subprime* seria a mais grave e profunda desde a Grande Depressão de 1929. Todavia, a atuação pragmática do Fed e dos demais bancos centrais, injetando liquidez nos mercados por meio dos mais variados tipos de instrumento, foi fundamental para dissipar, pelo menos inicialmente, as expectativas mais catastróficas sobre a crise.

O desenrolar dos acontecimentos, no entanto, mostrou que inúmeras instituições financeiras estavam com suas carteiras de crédito amplamente comprometidas, colocando os bancos e, em última instância, todo o sistema financeiro internacional sob forte pressão. A falência do Lehman Brothers, ao potencializar a crise, provocou um amplo aumento da preferência pela liquidez dos bancos, prejudicando até o funcionamento dos mercados interbancários. Com a redução da liquidez na economia, os impactos recessivos já se transformaram em realidade. As únicas incógnitas se resumem em saber o quão profunda será a recessão e quanto tempo ela durará.

Muito se especulou, também, sobre a natureza diferenciada da crise do *subprime* e seus desdobramentos. Será, realmente, que ela possui alguma diferença significativa com relação às outras? A resposta aparente para essa pergunta é não. Na maior parte das vezes, as crises financeiras são compostas por dois tipos de fatores: os específicos e os estruturais/fundamentais. Geralmente, os fatores específicos estão ligados às inovações financeiras contemporâneas ao período de análise, como é, atualmente, o caso da proliferação de produtos financeiros estruturados de derivativos de crédito – fundos CDO, SIVs etc. Todavia, essas são apenas manifestações sintomáticas de causas mais profundas e recorrentes, presentes nos mais variados momentos de turbulência financeira.

A agressiva e generalizada tomada de risco por parte dos agentes econômicos, seguida da diminuição das margens de segurança por parte das instituições financeiras na concessão de recursos, é sempre responsável por criar os desequilíbrios típicos de momentos de boom que antecedem o estopim das crises [Borio (2008)].

Nesse ponto de vista, a análise da crise do *subprime* nos remete ao instrumental teórico desenvolvido por Minsky (1982), no qual as relações entre a dinâmica macroeconômica e o padrão de financiamento dos agentes privados tornam-se fundamentais para explicar não apenas as flutuações do nível de atividade, mas também os ciclos econômicos e suas reversões [Wray (2007), Kregel (2008) e Penin e Ferreira (2007)]. A subida dos preços imobiliários proporcionava, simultaneamente, maior propensão ao risco por partes dos mutuários das hipotecas – que renegociavam seus financiamentos em melhores bases –, assim como um relaxamento das condições de concessão de crédito: verificação inadequada da qualidade dos créditos originados, elevação da relação risco/garantia e taxas de juros iniciais “atraentes” em hipotecas de juros flutuantes. Essas condições, acrescidas de um ambiente macroeconômico próspero, validavam tais posturas, disseminando, do ponto de vista sistêmico, os riscos dessas operações.

No entanto, a reversão da “cadeia de fortuna” teve como desdobramento um forte processo de deflação de ativos, o qual se iniciou no mercado imobiliário norte-americano e se alastrou para os mercados internacionais de *commodities*. As bolsas de valores de diversos países também registraram perdas consideráveis a partir de meados de setembro de 2008, quando da falência do Lehman Brothers. Esse episódio, de acordo com Caballero et al. (2008), foi um divisor de águas da atual crise financeira. Até então, embora fosse considerada severa, a crise estava, em boa medida, circunscrita ao setor financeiro da economia, sendo relativamente bem administrada pelas autoridades. A quebra do quarto maior banco de investimento dos EUA levou à forte ampliação da preferência pela liquidez dos bancos, o que paralisou, virtualmente, os mercados interbancários e fez com que os bancos se tornassem reticentes na realização de empréstimos entre si.

De qualquer modo, embora a crise ainda esteja longe de seu fim, já há, pelo menos, duas lições importantes a serem tiradas. A primeira é que o arcabouço regulatório em uso e em discussão – Basileia I e II, respectivamente – precisa ser repensado, particularmente no que diz respeito à capacidade de auto-regulação do mercado. Os meca-

nismos de securitização dos créditos hipotecários por parte das instituições financeiras acabaram por gerar grandes níveis de alavancagem acompanhados de disseminação sistêmica de risco. Efetivamente, os instrumentos de regulação e supervisão via mercado terão de ser modificados.

A segunda é que haverá, certamente, maior intervenção do Estado na economia, especialmente no que tange ao funcionamento dos mercados e instituições financeiras. O primeiro ministro britânico, Gordon Brown, afirmou que o mundo precisa de nova arquitetura financeira internacional, ressaltando a necessidade de um novo Acordo de Bretton Woods.

Referências

BORIO, C. *The financial turmoil of 2007?: a preliminary assessment and some policy considerations*. Bank for International Settlements, 2008 (BIS Working Paper, 251).

CABALLERO, R. et al. *Financial crash, commodity prices and global imbalances*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research (NBER), dez. 2008 (Working Paper, 14521).

CINTRA, M. & CAGNIN, R. “Evolução da estrutura e da dinâmica das finanças norte-americanas”. *Econômica*, Rio de Janeiro, v. 9, n. 1, p. 89-131, dez. 2007.

FERREIRA, T. & PENIN, G. “A crise imobiliária norte-americana sob a ótica de Hyman Minsky”. *Boletim de Informações Fipe*, out. 2007. Disponível em: <http://www.fipe.org.br/publicacoes/downloads/bif/2007/10_25-29-ferr.pdf>. Acesso em: 5 de maio de 2008.

FREITAS, M. C. P. & CINTRA, M. A. M. *E la nave va: inflação e deflação de artigos*. XIII Encontro Nacional de Economia Política, João Pessoa, 2008. Anais do XIII Encontro Nacional de Economia Política – Celso Furtado: diálogos desenvolvimentistas – Caderno de Resumo. São Paulo : set. 2008

IEDI – INSTITUTO DE ESTUDOS PARA O DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. “Entendendo a crise do subprime e suas repercussões na economia mundial”. *Carta Iedi*, n. 300, fev. 2008.

KIFF, J & MILLS, P. Money for nothing and checks for free: recent development in U.S. subprime mortgage markets. Washington, DC: International Monetary Fund, jul. 2007 (IMF Working Paper, 07/188). Disponível em: <<http://www.imf.org>>.

KREGEL, J. “Minsky’s cushions of safety: systemic risk and the crisis in the U.S. subprime mortgage market”. *Public Policy Brief*, n. 93, The Levy Economics Institute of Bard College, jan. 2008. Disponível em: <http://www.levy.org/pubs/ppb_93.pdf>.

MINSKY, H. “Can “it” happen again?” Essays on instability and finance. Nova York: M. E. Sharpe, 1982.

MOODY’S. “Securitizações de hipotecas residenciais subprime: perguntas frequentes”. Moody’s Investor Service, *Structured Finance Special Report*, set. 2007.

PARISI-CAPONE, E. “Structured finance glossary”. *RGE Monitor*, 7 de janeiro de 2008.

PUGA, F. et al. “A flutuação dos preços das commodities e seus impactos na economia brasileira”. *Revista Brasileira de Comércio Exterior (RBCE)*, n. 97, out./dez. 2008.

TAYLOR, J. *Housing and monetary policy*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research (NBER), dez. 2007 (Working Paper, W13682).

_____. *The financial crisis and the policy responses: an empirical analysis of what went wrong*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research (NBER), jan. 2009 (Working Paper, 14631).

TORRES, E. “Entendendo a crise do subprime”. BNDES, *Visão do Desenvolvimento*, n. 44, 2008.

TORRES, E. & BORÇA Jr., G. “A crise do subprime ainda não acabou”. BNDES, *Visão do Desenvolvimento*, n. 50, 2008.

WRAY, L. *Lessons from the subprime meltdown*. The Levy Economics Institute, 2007 (Working Paper, 522).

O BNDES não credencia nem indica quaisquer consultores, pessoas físicas ou jurídicas, como intermediários para facilitar, agilizar ou aprovar operações com o próprio Banco ou com as instituições financeiras credenciadas a repassar seus recursos.

