

## O Circuito *Finance-Funding* e a Economia Brasileira\*

Luiz Fernando de Paula\*\*

### Resumo

Este artigo avalia a nova estratégia de financiamento de longo prazo anunciada pelo 2º Governo Dilma Rousseff, a partir de uma perspectiva teórica e da análise das especificidades do processo de financiamento no Brasil. O artigo conclui que enquanto predominar elevadas taxas de juros – a verdadeira jabuticaba da economia brasileira – e uma estrutura de dívida pública deformada não se pode esperar maiores mudanças no mercado de crédito no Brasil.

**Palavras-chave:** financiamento de longo prazo, crédito, economia brasileira

### Abstract

This paper evaluates the new long-term financing strategy adopted by the 2nd Dilma Rousseff' government, from both a theoretical perspective and an analysis of some specificity of the financing process in Brazil. The article concludes that while high interest rates - the real 'blemish' of the Brazilian economy - and a deformed public debt structure predominate, we cannot expect major changes in the credit market in Brazil.

**Keywords:** long-term financing, credit, Brazilian economy

**JEL Classification:** E44, G2, G18

\* Artigo escrito com informações disponíveis ao final de 2014.

\*\* **Luiz Fernando de Paula** é Professor Titular da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (FCE/UERJ), e Pesquisador do CNPq. Email: luizfpaula@terra.com.br

## 1. Introdução

Uma das variáveis centrais do ajuste fiscal a ser realizado no 2º governo Dilma é a redução da dívida pública bruta, que perfazia a 63% do PIB em novembro de 2014. As principais medidas para tanto incluem uma diminuição das transferências do Tesouro para o BNDES e ainda a gradual convergência da TJLP a taxas próximas a de mercado. Um óbvio corolário de tais medidas é a redução do tamanho do BNDES como financiador do investimento das firmas – segundo dados publicados no jornal Valor (Soares, 2014, p.A12) o BNDES respondeu para mais de 20% do financiamento do investimento produtivo no Brasil contra apenas cerca de 15% do mercado de capitais em 2013/14.

A ideia subjacente é diminuir a dualidade do mercado de crédito no Brasil, com um segmento funcionando a taxas de mercado e outro com taxas subsidiadas. Tal iniciativa, além de aumentar a potência da política monetária no Brasil - já que mudanças na taxa de juros teriam impacto sobre todo o espectro do mercado de crédito - ampliaria a oferta de crédito no país. Tal como no mercado de bens e serviços, a ação da lei da oferta e procura ampliaria a oferta de fundos emprestáveis na economia. Mais importante, o fluxo de poupança que tem financiado o crescimento dos empréstimos do BNDES poderia ser canalizado para a dívida privada, viabilizando um processo de *crowding in*, com o desenvolvimento do mercado financeiro privado em substituição parcial do BNDES. Assim, a poupança privada tomaria lugar da poupança pública, abrindo uma nova etapa no processo de financiamento das empresas no Brasil, beneficiando inclusive as pequenas e médias empresas<sup>1</sup>.

Para analisarmos a eficácia da nova estratégia de financiamento do governo, iremos avaliar a questão a partir de um ponto de vista teórico (seção 2), para então levarmos em conta algumas especificidades do processo de financiamento no Brasil (seção 3), para por fim avaliarmos a estratégia do governo a guisa de conclusão (seção 4).

## 2. O Circuito de Financiamento “Finance-Funding”<sup>2</sup>

Do ponto de vista teórico, é fundamental entender como funciona o processo de financiamento da economia, mais especificamente o circuito “*finance-funding*”. Segundo a abordagem (pós)keynesiana, poupança e financiamento são distintos. A poupança é o resultado do processo de geração de renda da economia, que por sua vez depende das decisões de gastos dos agentes. Ela representa apenas a renda não consumida, inexistente antes da realização da decisão de investir, sendo que esta é determinada primariamente pelas expectativas empresariais de longo prazo relacionadas aos fluxos de rendas esperadas decorrentes da ampliação de capacidade produtiva (via aquisição de bens de capital).

Além de expectativas positivas quanto às vendas futuras, o empresário, para efetivar sua decisão de gasto, precisa ou renunciar a liquidez em seu portfólio ou ter acesso a crédito bancário. Portanto, a oferta de fundos disponíveis não é determinada pela canalização do fluxo prévio de poupança, mas sim pelo estoque de ativos financeiros existentes e ainda pela capacidade de criação ativa de crédito por parte do setor bancário. Logo, a obtenção de financiamento é o início do processo de formação de capital, em que a poupança é gerada a partir das decisões de investimentos, como resultado do processo multiplicador de renda na economia. É importante ressaltar que uma economia só consegue crescer se as empresas se endividarem cada vez mais e para tanto é necessário que os bancos criem poder de compra novo para atender a demanda crescente por crédito.

O processo de financiamento do investimento pode ser dividido em duas etapas: uma primeira, no qual a provisão de moeda permite que a despesa de investimento seja

<sup>1</sup> Ver, respeito, a entrevista do Ministro da Fazenda Joaquim Levy ao jornal Valor, em 27/12/2014.

<sup>2</sup> Para um maior aprofundamento, ver Paula (2013).

implementada, ou seja, a oferta de crédito (normalmente de curto prazo) provida pelo setor bancário no momento em que a firma decide investir (*finance*); e, uma segunda, no qual a poupança “ex post” pode ser utilizada (via mercado financeiro) para consolidar dívidas de curto prazo em dívidas de longo prazo (*funding*) mais compatíveis com a maturidade longa dos retornos derivados do investimento. O risco de não ser capaz de consolidar a dívida fica nas mãos do investidor que tomou empréstimos curtos para investir em ativos de longa vida.

Assim, o *funding* - que pode ser realizado, por exemplo, pela colocação de um título corporativo de longo prazo - tem um papel importante de mitigar o crescimento da fragilidade financeira que é inerente a uma economia em crescimento, devido tanto ao aumento no grau de endividamento das firmas quanto ao descasamento entre estrutura ativa e passiva destas. Portanto, a falta de mercados financeiros organizados e bem desenvolvidos pode fazer com que o perfil de financiamento seja inadequado ao investimento, e o racionamento de crédito pode ocorrer em tempos de crescimento, diminuindo a capacidade de expansão da economia e/ou tornando-a financeiramente mais frágil.

Cabe destacar que o circuito financiamento-investimento-poupança-*funding* é válido também para analisar economias abertas, em que a importação de bens de capital é realizada através do *finance* obtido via recursos captados no sistema financeiro internacional, que poderá resultar na produção de bens de consumo para o mercado externo, detonando um processo multiplicador de gastos, no qual a poupança surge como resíduo ao final deste processo e é utilizada para realização do *funding*, completando assim o circuito (Resende, 2008). Ressalta-se que um *funding* mal feito, neste caso, resulta em uma situação de fragilidade financeira externa, já que o país fica vulnerável às mudanças nas condições de financiamento do sistema financeiro internacional (Paula e Alves Jr, 2000).

Um sistema financeiro não funcional ao crescimento econômico pode ter consequências desfavoráveis para a dinâmica de crescimento da economia. De fato, em períodos marcados por expectativas pessimistas de longo prazo, qualquer progresso no processo de crescimento econômico tende a ser evitado tanto porque o investimento espontâneo é limitado quanto pela falta de fontes adequadas de financiamento na economia. Na ausência de instituições e mercados financeiros desenvolvidos, em período de expectativas otimistas, em função da escassez de fontes apropriadas de financiamento, os investimentos planejados podem ser financiados por alguma combinação entre ações, crédito de curto prazo e, em função da disponibilidade e condições, de empréstimos externos. Neste caso, a estrutura inadequada de financiamento do investimento será caracterizada pelo maior grau de descasamento de prazos e moedas, e, conseqüentemente, de maiores riscos na economia e, logo, maior fragilidade financeira (Hermann e Paula, 2013). Assim, na ausência de um sistema financeiro funcional a um crescimento financeiramente estável, cada ciclo de crescimento será acompanhado de uma maior fragilidade financeira doméstica e/ou externa. Esta condição aumenta o risco do ciclo de crescimento ser interrompido devido a uma crise bancária e/ou cambial.

### **3. Algumas Características do Financiamento no Brasil**

No que se refere à realidade brasileira, três fatores contribuem para inibir o desenvolvimento do financiamento privado de longo prazo, em que pese a sofisticação do nosso sistema financeiro.

Em primeiro lugar, o comportamento “*stop-and-go*” que tem sido a característica da economia brasileira desde os anos 1980, com pequenos ciclos de crescimento, seguido de desaceleração. Normalmente quando no ciclo de crescimento os prazos de financiamento começam a se alongar, esta tendência é alterada abruptamente pela reversão cíclica, com os prazos voltando a encolher. De fato, o prazo médio (anos) de emissão de debêntures diminui

de 6,1 em 2012 para 5,8 em 2013 e 5,1 em 2014 (até outubro), conforme dados publicados no Valor (Pinheiro, 2014).

Em segundo lugar, as elevadas taxas de juros no Brasil determinam um enorme custo de oportunidade para emissão de títulos mais longos, dificultando a formação de uma curva de rendimentos “normal”, em que aplicações mais longas são remuneradas a taxas de juros maiores. Conseqüentemente, apenas se desenvolve a ponta curta da curva de rendimentos no Brasil, o que permite que os investidores possam combinar em suas aplicações liquidez com rentabilidade.

Em terceiro lugar, a existência de uma dívida pública elevada e parcialmente indexada à taxa Selic e, ainda, de um alto estoque de operações compromissadas com títulos públicos administrado pelo Banco Central<sup>3</sup>, aliado às elevadas taxas de juros de curto prazo, impactam negativamente tanto o nível do spread bancário – já que o custo de oportunidade para emprestar se torna elevado face a existência de uma alternativa de aplicação líquida e rentável (títulos públicos) - quanto a emissão de títulos corporativos privados, face à competição dos títulos públicos. De fato, as debêntures têm tido uma maturidade média de apenas 5-6 anos em 2010/2014, sendo que 85% dos títulos emitidos são indexados à taxa DI, “prima” da taxa Selic (Pinheiro, 2014, p. C1). Assim, o risco de mercado fica na mão da empresa emissora, aumentando sua fragilidade financeira. Para a emissão de títulos corporativos prefixados de maturidade mais longa seria necessário que as firmas paguem um prêmio de risco extremamente elevado para compensar a sua baixa liquidez, seu maior risco de mercado (face a baixa *duration* dos títulos públicos) e maior risco de default (Paula e Faria Jr, 2012).

Conseqüentemente, continua predominando no Brasil, mesmo após anos de fim da alta inflação, a lógica do “overnight” e uma visão curto-prazista na alocação de portfólio dos agentes, com consequências deletérias sobre o financiamento privado de longo prazo no país. Não é surpreendente, assim, que os bancos sejam as principais fontes de demanda de títulos corporativos no Brasil ao invés de investidores institucionais (fundos de pensão e seguradoras).

#### **4. Uma Breve Avaliação da Nova Estratégia de Financiamento do Governo: à guisa de conclusão**

Por fim, cabe avaliar se a nova estratégia do governo de diminuir a dualidade no mercado de crédito e estimular a poupança privada será eficaz para o desenvolvimento do circuito *finance-funding* no Brasil. Em que pese a necessidade de balancear melhor o papel do BNDES, proporcionando maior seletividade na sua atuação, as perspectivas de curto e médio prazo não nos parecem muito animadoras.

Por um lado, deve-se considerar que o crédito não é um bem ou serviço qualquer, que responde prontamente, e na direção adequada às leis de oferta e procura. Em uma economia marcada pela instabilidade macroeconômica e por elevadas taxas de juros, o comportamento dos agentes (incluindo os bancos) deverá continuar a se caracterizar por uma preferência por flexibilidade, expressa em um comportamento curto-prazista, dificultando o desenvolvimento de relações financeiras de prazo mais longo. De fato, os bancos têm evidenciado recentemente

---

<sup>3</sup> Em 2013/2014 cerca de 20% da dívida pública federal ainda era indexada a taxa Selic, um percentual ainda elevado, embora bem menor do que o prevaiente no período 2000/2005 (mais de 50% do total da dívida). Cabe ressaltar, entretanto, que as operações compromissadas com títulos de dívida pública, instrumento de curtíssimo prazo gerido pelo Banco Central, alcançaram em 2014 um volume recorde de R\$ 890 bilhões, no que resulta numa relação compromissadas/dívida pública total de 39,6% em dezembro de 2014 contra 23,9% em dezembro de 2013 (Pinto, 2014, p. C10).

uma postura mais cautelosa na concessão de crédito, privilegiando modalidades de menor risco e com maior racionamento de crédito (atingindo pequenas empresas).

Por outro lado, o cenário de recessão que parece se confirmar a partir do ajuste fiscal adotado pelo governo em 2015 não deverá estimular o crescimento da poupança agregada na economia, já que esta depende, como visto, do aumento dos gastos dos agentes – que por sua vez resulta das rendas das famílias, do crescimento dos lucros empresariais etc. -, e a tendência é que os gastos venham a se reduzir ainda mais.

Em conclusão, não se deve esperar, como em um “passe de mágica”, que o financiamento privado de longo prazo deslanchará no Brasil. O mais factível será combinar um rebalanceamento parcial das operações do BNDES com medidas adicionais para o desenvolvimento de instrumentos de financiamento de longo prazo. Mas, sobretudo, enquanto predominar elevadas taxas de juros – a verdadeira jabuticaba da economia brasileira – e uma estrutura de dívida pública deformada, não se pode esperar maiores mudanças no mercado de crédito no Brasil.

## Referências

- Hermann, J. e Paula, L.F. (2014) “Economic development and the functionality of the financial system in Brazil: a Keynesian approach”. In: L.C. Bresser-Pereira, J. Kregel e L. Burlamaqui, (org.). *Financial Stability and Growth: Perspectives on Financial Regulation and the New Developmentalism*. Abingdon: Routledge.
- Paula, L.F. (2013) “Financiamento, crescimento econômico e funcionalidade do sistema financeiro: Uma abordagem pós-keynesiana”, *Estudos Econômicos* 43(2), 363-396.
- Paula, L.F. e Alves JR, A.J. (2000) “External financial fragility and the 1998-1999 Brazilian currency crisis”. *Journal of Post Keynesian Economics*, 24(4), 589-617.
- Paula, L. F. e Faria Junior, J.A. (2012) “Mercado de títulos de dívida corporativa no Brasil: aspectos estruturais e evolução recente”. *Revista de Economia Contemporânea*, 16(1), 103-133.
- Pinheiro, V. (2014) “Captações locais têm prazo menor e custos maiores”. *Valor*, 04/12/2014, p. C1.
- Pinto L. (2014) “Compromissadas fecham ano em R\$ 890 bi”. *Valor*, 26/12/2014, p. C10.
- Resende, M.F.C. (2008) “O circuito finance-investimento-poupança-funding em economias abertas”. *Revista de Economia Política*, 28(1), 136-154.
- Safatle, C. “Ajuste fiscal projeta superávit de R\$ 66 bi em 2015, afirma Levy”. *Valor*, 29/12/2014, p. A12.
- Soares, E. (2014) “Críticas ao BNDES poupam o presidente”. *Valor*, 23/12/2014, p. A12.