

PROJETO DE PESQUISA BNDES-FECAMP - 2008/09
INSTITUIÇÕES EXECUTORAS: IE/UNICAMP E IE/UFRJ

PERSPECTIVAS DA INDÚSTRIA FINANCEIRA BRASILEIRA E
O PAPEL DOS BANCOS PÚBLICOS

RELATÓRIO SÍNTESE

EQUIPE DE REDAÇÃO

Ricardo de Medeiros Carneiro; Fernando Cardim de Carvalho; Daniela Magalhães Prates ; Jennifer Hermann; Júlio Sergio Gomes de Almeida; Marcos Antônio de Macedo e Cintra; Maria Cristina Penido de Freitas; Luiz Fernando de Paula

EQUIPE DA PESQUISA

Coordenadores Gerais

Ricardo de Medeiros Carneiro (IE/UNICAMP)

Fernando Cardim de Carvalho (IE/UFRJ)

Coordenadores Adjuntos

Daniela Magalhães Prates (IE/Unicamp)

Jennifer Hermann (IE/UFRJ).

Subprojeto I Padrões de financiamento das empresas não-financeiras no Brasil

Coordenador: Júlio Sergio Gomes de Almeida (IE/Unicamp)

Pesquisadores Seniores: Cláudio Jacob (Bovespa)

Marcos Antônio de Macedo e Cintra (IPEA)

Pesquisadores Juniores: Juliana de Paula (doutoranda do IE/UNICAMP)

Subprojeto II. Mercado de crédito bancário

Coordenador: Daniela Magalhães Prates (IE/Unicamp)

Pesquisadores Seniores: André Martins Biancareli (IE/Unicamp)

Maria Cristina Penido de Freitas (Consultora)

Maryse Farhi (IE/Unicamp)

Pesquisadores Juniores: Ana Luiza Lodi (mestranda do IE/UNICAMP)

Letícia Aguiar (mestranda do IE/UNICAMP)

Pedro Rossi (doutorando do IE/UNICAMP)

Subprojeto III. Mercado de Ações

Coordenador: Jennifer Hermann (IE/UFRJ).

Pesquisadores Seniores: Paula Marina Sarno (CVM).

Pesquisadores Juniores: Maria Isabel Busato (Doutoranda - IE/UFRJ); Mauro Santos Silva (Doutorando - IE/UFRJ).

Estagiários: Norberto Martins; Anna Carolina dos Reis.

Subprojeto IV. Mercado de Títulos

Coordenador: Luiz Fernando de Paula (UERJ)

Pesquisadores Seniores: Fernando Ferrari Filho, Rogério Sobreira

Pesquisadores Juniores: João Adelino de Faria, Paulo José Saraiva e Aline Gomes

ÍNDICE

Síntese e Perspectivas.....	4
I. Padrões de Financiamento das Empresas não-Financeiras no Brasil: Síntese.....	15
1. Panorama da lucratividade, do endividamento e das mudanças patrimoniais das corporações brasileiras (1998/2002, 2003/2007 e 2008)	16
2. O padrão de financiamento das corporações brasileiras.....	20
3. O Financiamento dos planos empresariais de investimento.....	24
II. O mercado de crédito bancário corporativo brasileiro: síntese e perspectivas ...	29
1. Características e determinantes do ciclo de crédito recente.....	29
2. Mercado de crédito corporativo.....	32
3. Perspectivas do mercado de crédito corporativo no período 2010-20 e implicações para a atuação dos três principais bancos públicos federais	43
III. O Mercado de Ações Brasileiro (MAB): síntese da evolução recente, perspectivas e papel dos bancos públicos.	46
1. O perfil de evolução do MAB no período 1990-2008: síntese	46
2. Perspectivas do MAB.....	51
3. Possíveis implicações da evolução recente do MAB para a Atuação dos bancos públicos federais	55
IV. O Mercado de Títulos de Dívida (MTD): síntese da evolução recente, perspectivas e papel dos bancos públicos.	61
1. O perfil de evolução do MTD no período 1990-2008: uma síntese	61
2. Perspectivas do MTD.....	69
3. Possíveis implicações da evolução recente do MTD para a atuação dos bancos públicos federais	72
ANEXO: Plano de Publicação.....	75

Síntese e Perspectivas

O sistema financeiro público, entendido como o conjunto de instituições bancárias públicas e também dos fundos de poupança fiscais e parafiscais, desempenhou, e ainda desempenha, um papel crucial no sistema financeiro brasileiro, em particular, no financiamento de longo prazo. Sua importância é decisiva também no financiamento de setores específicos, de maior risco ou menor rentabilidade, como o rural, a habitação popular, o saneamento e mesmo a exportação. A sua existência encontra justificativa nas mudanças do perfil da acumulação de capital que, em momentos particulares da história econômica brasileira, passaram a demandar investimentos produtivos em maior volume e com prazos maiores de maturação (maior iliquidez) em consonância com os estágios mais avançados de desenvolvimento econômico.

Nos vários momentos de descontinuidade do processo de industrialização, nos quais a diversificação da estrutura produtiva em direção a setores de maior intensidade tecnológica exigiu investimentos de maior volume e prazo de maturação, o sistema privado foi incapaz de responder ao desafio do financiamento dos novos empreendimentos. A resposta encontrada sempre envolveu, em graus diferenciados, a combinação do sistema financeiro público e de fontes externas. Durante muitos anos, até pelo menos meados dos anos 1990, a instabilidade oriunda da inflação foi a razão crucial para a não constituição de fundos de poupança voluntários de origem privada. A corrosão do valor dos investimentos, para os proprietários da riqueza financeira, ou quando da sua indexação, a incerteza quanto aos encargos por parte dos tomadores, constituíam obstáculos de monta ao desenvolvimento financeiro.

Diante desse quadro de incerteza quanto ao valor da riqueza e das dívidas, a solução para viabilizar o financiamento do investimento a longo prazo foi a instituição de fundos públicos de poupança compulsória – oriundos de deduções da folha de salários, tais como o FGTS e o FAT – que constituíram o *funding* principal dos bancos públicos e também das operações de repasse, de maior prazo de retorno, dos bancos privados. O sistema público, lato senso, se constituiu ainda de direcionamentos (exigibilidades) de recursos, provenientes do passivo dos bancos em geral, públicos e privados, para atividades determinadas – como agricultura, habitação, microcrédito. etc.

Em suas linhas gerais pode-se, portanto, considerar o sistema de financiamento público constituído ao longo da história contemporânea do Brasil e ainda hoje, uma parte crucial do sistema financeiro nacional, como o conjunto de duas partes: bancos públicos que operam recursos próprios e recursos originários de fundos compulsórios, aos quais essas instituições têm acesso privilegiado, e sobre os quais vigem condições particulares relativas a

destino (direcionamento) e taxas de remuneração; a esse segmento agregam-se partes dos passivos bancários, (exigibilidades) as quais também são objeto de direcionamento e taxas de remuneração pré-definidas.

Ao longo da sua existência, o sistema público supriu uma lacuna fundamental em razão da incapacidade do sistema privado dar conta do financiamento de longo prazo, em razão da instabilidade decorrente da alta inflação. Ademais, constitui-se como um instrumento crucial de política de desenvolvimento por meio do direcionamento do crédito para os setores prioritários ou estratégicos. Dando como suposta a necessidade do direcionamento como instrumento essencial de política econômica, que pode assumir formas variadas, cabe constatar que após quinze anos de estabilidade de preços, ou seja, da superação de uma razão essencial para a montagem do sistema público, ele ainda tem um peso decisivo no sistema financeiro nacional e quase exclusivo no financiamento de longo prazo.

Por que o sistema público ainda é a principal fonte de financiamento de longo prazo, e porque não se desenvolveu o sistema privado após a superação da instabilidade inflacionária desde meados dos anos 1990? Mesmo que o sistema público tenha sido preservado por razões estratégicas, como por exemplo, o atendimento a setores de maior risco e menor rentabilidade, o que é duvidoso, pode-se indagar por que não se desenvolveu um sistema privado para financiamento de longo prazo? Para responder a essa pergunta é necessário considerar aspectos relativos à demanda e oferta de fundos. No que tange à demanda de fundos pode-se afirmar que há pelo menos 25 anos, desde a crise da dívida e até meados dos anos 2000, não houve na economia brasileira um ciclo de investimentos de grande amplitude, vale dizer, por um período suficientemente longo e com intensidade suficiente (aumento da taxa de investimento) para fundamentar uma demanda ampliada por fundos. Essa última não só estaria associada ao volume propriamente dito, como também a iliquidez ou ao prazo de retorno mais dilatado dos investimentos.

Essa ausência de uma demanda ampliada por fundos esteve, portanto, associada ao perfil do investimento que, como já visto, teve uma dimensão macroeconômica – volume e intensidade – que foi expressão de características setoriais, como por exemplo, o baixo peso da infra-estrutura, ou microeconômicas, tais como o investimento incremental ou de modernização, cuja característica é a ausência de descontinuidades expressas na construção de novas plantas.

As razões oriundas da demanda de fundos são relevantes para explicar porque não houve obstáculos ao financiamento dos investimentos decorrentes do perfil dessa demanda. Mas elas não explicam porque, independentemente disso, não se constituíram esquemas de

financiamento, pela ótica da oferta de fundos, capazes de substituir os tradicionais fundos públicos baseados na poupança compulsória. Vale dizer, porque o sistema de financiamento privado, seja por meio dos bancos, seja dos mercados de títulos, não desenvolveu ou ampliou de maneira decisiva os fundos e instrumentos para o financiamento de longo prazo.

Para explicar essa atrofia do financiamento de longo prazo por meio de instituições privadas e de fundos de poupança voluntários é necessário considerar que, apesar da estabilidade de preços lograda desde meados dos anos 1990, a economia brasileira ainda padece de uma alta instabilidade monetária que se expressa em: altos patamares e volatilidade das taxas de juros; e frequentes desalinhamentos e volatilidade da taxa de câmbio que tem sido agravada, no período em questão, por uma política macroeconômica inadequada e de forte conteúdo ortodoxo.

Essa ainda elevada instabilidade monetária, embora mitigada a partir de meados dos anos 2000 por conta da redução da vulnerabilidade externa, tem implicações cruciais sobre a atividade financeira, mormente sobre aquela que é a sua função crucial quando se trata de intermediar fundos: o descasamento de prazos e/ou seu alongamento. Assim, a instabilidade monetária amplia a possibilidade de que um financiamento tenha as suas condições iniciais, relativas a taxas de juros, alteradas durante seu prazo de vigência. Se essa possibilidade é elevada, os intermediários financeiros – bancos e não bancos – vão evitar realizar a transformação ou alongamento de prazos. No mercado de títulos, aqueles que cedem recursos, os emprestadores, também evitarão operações muito longas pelos riscos de perda de capital ante a provável flutuação dos juros. A indexação financeira utilizando como indexador a taxa de juros de curto prazo ou a variação cambial, não resolve o problema, pois transfere os riscos ao tomador de recursos, reduzindo a demanda.

Esse quadro de crescimento inconstante (*stop and go*) e de instabilidade monetária foi parcialmente superado a partir de 2004, por meio do crescimento de maior duração e da redução da vulnerabilidade externa. Todavia, o padrão de financiamento, tal qual descrito anteriormente, não deu mostras de mudanças significativas, o que requer uma análise mais detalhada das razões dessa dificuldade de transformação, bem como a elaboração de propostas de reformulação. A continuidade do crescimento e a preservação de uma menor vulnerabilidade externa, a despeito da crise internacional, sugere que essas modificações serão essenciais para dar suporte a um novo ciclo de investimento sustentado.

Para avaliar o padrão de financiamento da economia brasileira no período recente é mister iniciar pela demanda de recursos tomando por base as análises e informações do subprojeto que analisou os *Padrões de financiamento das empresas não-financeiras no Brasil*. De início, cabe tecer comentários sobre o caminho para o investimento detectado pelo estudo.

Diante de um crescimento continuado da demanda como o que ocorreu no período 2004-2007, a ampliação das receitas e dos lucros das empresas não leva, diretamente, ao aumento do investimento produtivo. Numa etapa inicial, as empresas procuram eliminar o endividamento de curto prazo em razão do seu elevado custo, associado aos altos patamares da taxa de juros. Num segundo momento, a continuidade dos fluxos de receitas e lucros, ampliados, não conduz as empresas para os projetos de investimento em novos ativos instrumentais, mas para as inversões por meio de Fusões & Aquisições ou para o aumento dos seus ativos financeiros. Muito provavelmente, o ambiente de instabilidade do crescimento (*stop and go*) e os juros elevados foram os responsáveis por essas estratégias. Há indicações de que após 2007 esse quadro tenha mudado, levando as empresas a ampliar mais decididamente o investimento na ampliação ou construção de novas plantas.

De acordo com o referido subprojeto, o padrão de financiamento das grandes empresas pouco mudou no período recente, mesmo diante da aceleração do investimento. Ou seja, no período 2004/2007 e em 2008, o investimento em ativos instrumentais continuou a ser financiado pelos lucros retidos (40%), pelo crédito de longo prazo dos bancos públicos (31%), em particular do BNDES e, em menor escala, por dívida bancária e não bancária (20%), sendo a maior parte oriunda do mercado internacional (12%) e a menor do mercado doméstico (8%). As ações desempenharam um papel quase desprezível nesse padrão com um montante (5,0%) similar a de créditos de fornecedores (4,0%). Como foi constatado no estudo não há expectativas, por parte das empresas, de mudanças significativas nesse padrão para o futuro imediato.

Esses dados representam uma média das grandes empresas e não devem obscurecer diferenças setoriais importantes. Os setores que financiaram de maneira expressiva o investimento por meio da emissão de ações incluem alguns segmentos produtores de bens de consumo (Alimentos, Bebidas e Fumo; Editora) - que provavelmente utilizaram uma janela de oportunidade para se financiar - mas, sobretudo, setores cujo perfil de investimento envolve necessariamente altas imobilizações (Construção Civil, Mineração, Energia e Logística). Nesses últimos, a duração da implantação do projeto até a geração de fluxos de caixa, combinada com a imobilização e o também elevado prazo de maturação, tornam as ações o instrumento de financiamento mais adequado. Nesses segmentos e em outros da área de infra-estrutura, como Saneamento, Telefonia, Transporte Aéreo, o grande porte das empresas também permitiu reduzir o custo de capital por meio da emissão de títulos de dívida.

Esse padrão de financiamento das grandes empresas não parece adequado para enfrentar um ciclo de investimento mais longo e de maior intensidade. Seria conveniente que

o financiamento por meio da emissão de ações, embora continuando como fonte secundária, alcançasse um percentual maior da estrutura do capital e se disseminasse por mais setores. Isto permitiria às empresas enfrentar programas de inversão sem ampliar demasiadamente a alavancagem, retardando a entrada na etapa dos riscos crescentes e, por conseqüência, dando maior fôlego ao ciclo de investimento. Ademais, ampliar a participação do financiamento do investimento nas grandes empresas por meio de títulos de dívida poderia, além de reduzir o custo de capital, restringir a disputa por fundos públicos com as pequenas e médias empresas. Permitiria também uma melhor utilização dos fundos públicos mediante seu direcionamento mais estrito para áreas prioritárias.

Diante da aceleração do investimento e da modificação de seu perfil, a utilização do sistema bancário privado e do mercado de capitais como fontes complementares ao sistema de crédito público é crucial, por várias razões, mas, principalmente, por uma delas: evitar o recurso excessivo à poupança externa. O elevado grau de *currency mismatch* resultante da utilização dessa última, agravado pelo baixo grau de abertura comercial da economia brasileira, já constituiria *per se* uma razão substantiva para não recorrer fortemente a fontes externas. A volatilidade desses recursos, cujos volumes e condições estão fortemente condicionados pelos ciclos de liquidez global, constitui outro motivo para a sua utilização moderada. Como fator agravante cabe citar o tamanho relativamente pequeno dos mercados brasileiros, de moeda e câmbio, de crédito, de capitais e de derivativos, ante a magnitude dos fluxos globais de capitais, como elemento de distorção de preços e formação recorrente de bolhas. Em resumo, exceto em momentos e casos delimitados, a experiência histórica recente do Brasil não aconselha priorizar as fontes externas de financiamento.

Uma das constatações mais importantes do subprojeto *Mercado de Crédito Bancário*, que analisou a dinâmica do crédito corporativo nos bancos públicos e privados ao longo do ciclo recente (janeiro de 2003 a junho de 2009), foi a permanência de uma divisão de trabalho “clássica” entre essas instituições. Os bancos públicos possuem uma maior concentração – alguns como o BNDES, a exclusividade – em operações de longo prazo, enquanto os privados concentram-se no curto prazo e só realizam operações de financiamento mais longas com base em repasse dos fundos públicos, embora no ciclo recente tenha sido detectado algum alongamento nas operações com recursos de Tesouraria.

O fato dos bancos privados participarem ativamente das operações de repasse de fundos públicos, nas quais incorrem no risco de crédito, mas não criarem simultaneamente o *funding* para lastrear essas operações, é um indicador importante do ainda elevado grau de instabilidade macroeconômica e, da política macroeconômica praticada para enfrentá-la. Quando utilizam os repasses de fundos públicos, os bancos privados operam com um

funding com taxas de juros fixas e prazo delimitado. Na hipótese de constituírem *funding* próprio por meio de captação de poupança voluntária passariam a correr tanto o risco do descasamento quanto o de preço (taxa de juros). A elevada instabilidade monetária ainda presente na economia brasileira constitui uma razão essencial para que os bancos privados não constituam esse *funding* pois os riscos de descasamento de taxas nas operações ativas e passivas é de fato ainda muito elevado.

Uma possibilidade de comprometer os bancos privados com financiamentos mais longos com base em recursos próprios poderia advir do direcionamento dos recursos dos depósitos compulsórios. Vale dizer, dado o ainda muito elevado nível dos depósitos compulsórios no Brasil, uma parcela poderia ser liberada, mas com direcionamento para o financiamento de longo prazo. Para evitar eventuais problemas de liquidez, este plano de utilização dos compulsórios poderia vir acoplado com algum instrumento de redesconto. Esse mecanismo permitiria a ampliação da participação dos bancos privados nos financiamentos de longo prazo, sem a utilização dos repasses de fundos públicos, liberando esses últimos para outra destinação. Esta ampliação do setor privado no financiamento de longo prazo poderia ocorrer inclusive por meio de especializações e ocupação de nichos de mercado, conforme foi detectado no subprojeto *Mercado de Crédito Bancário*.

A economia de recursos por parte dos bancos públicos nas operações de repasse que, dada a sua natureza – financiamento do investimento em máquinas e equipamentos de maior divisibilidade e prazo reduzido de amortização –, pode ser substituído pelo esquema acima proposto de utilização dos compulsórios, cujo risco poderia ser reduzido por outros mecanismos tais como a criação de um seguro de crédito para os bancos privados que operassem no tipo de financiamento delineado acima. Essas garantias adicionais seriam muito importantes principalmente se o intuito dessa ampliação da participação dos bancos privados fosse também suprir a demanda de crédito das pequenas e médias empresas. Desse ponto de vista, a criação, em 2009, do Fundo Garantidor de Crédito pelo BNDES é uma iniciativa cuja ampliação deve ser considerada.

Na dimensão do financiamento de longo prazo, as modificações propostas permitiriam reforçar o papel dos bancos públicos que utilizariam os recursos economizados no reforço às suas operações diretas que são as de maior escala, maiores prazos e iliquidez. Diante de um novo ciclo de crescimento sustentado, com a ampliação do tipo de investimento de maior prazo de implantação e amortização, não há substituto à vista para os bancos e fundos públicos no seu financiamento. Como já foi apontado anteriormente, o mercado de ações poderia exercer – se cumprisse certos requisitos como os propostos adiante – um papel complementar a esse tipo de financiamento dos bancos públicos.

O sistema público, em particular os bancos públicos, tem tido um papel decisivo na conformação de uma atuação anticíclica do sistema financeiro brasileiro. Como foi notado pelo subprojeto *Mercado de Crédito Bancário*, a crise de 2008 pôs em destaque a ação anticíclica do sistema público por meio da ampliação do crédito em momentos de intensa manifestação da preferência pela liquidez e contração dos empréstimos por parte do setor bancário privado. Ou seja, o sistema público, exceto pela ação recalcitrante do BB no início da crise, não se deixou contagiar pelo clima de elevada incerteza e aversão ao risco desencadeado pela crise, exatamente porque há um elemento público na sua tomada de decisão.

Outra dimensão – na qual o sistema público tem desempenhado um papel crucial mais recentemente e na qual pode vir a ter uma importância ainda maior – diz respeito ao aumento do grau de concorrência de um sistema financeiro com elevado grau de oligopolização como o brasileiro. A presença de dois grandes bancos varejistas – CEF e BB – com capilaridade e atuação diversificada permite ampliar essa concorrência e induzir inclusive a redução dos juros por meio da diminuição do *spread*.

Como foi assinalado anteriormente o mercado de capitais pode vir a constituir um instrumento adicional de relevância para o financiamento do investimento no Brasil. No ciclo de expansão iniciado em 2004, esse mercado ampliou de maneira significativa este papel, embora não seja possível afirmar se esta ampliação se deu em bases permanentes ou, ao contrário, fundou-se em estímulos conjunturais, como discutido no subprojeto *Mercado de ações brasileiro*.

Nesse mercado, as características da oferta e da demanda indicam que ele ainda se trata de um mercado com alto grau de volatilidade e, portanto, ainda muito especulativo. A demanda cresceu nos últimos anos embalada por dois fatores distintos: pelo peso crescente dos investidores estrangeiros, induzido pela redução global da aversão ao risco e, pelo aumento da participação de investidores nacionais em razão da queda do patamar das taxas de juros domésticas. E, exatamente por essa razão, cabe perguntar em que medida esses impulsos são permanentes.

Os investidores estrangeiros responderam por uma parcela expressiva e crescente do movimento do mercado de ações do Brasil no período 2004-2007: cerca de 35% do mercado secundário e 70% do primário. Em que medida esta participação pode ser considerada permanente ou efêmera? Não há uma resposta definitiva para essa questão, mas as indicações pendem mais para a segunda alternativa. Isto porque o aumento do peso dos investidores estrangeiros ocorreu no bojo do auge do ciclo de liquidez global e da diminuição dos retornos nos países centrais, em particular nos EUA. A motivação desses investidores – *money chasing yield* – fica evidente também no seu deslocamento para as

emissões primárias onde a possibilidade de ganho de capital é maior. Por fim, tomando-se uma perspectiva temporal mais ampla, desde meados dos anos 1990, por exemplo, constata-se o padrão fortemente cíclico da participação desses investidores no mercado brasileiro.

A tese de que a obtenção do *investment grade* pelo Brasil em 2008 mudou de maneira radical o perfil do investidor estrangeiro, tornando-o menos especulativo, necessita ainda de maior comprovação histórica. De qualquer maneira, a participação desses investidores no mercado de ações brasileiro é excessiva, mesmo admitindo-se o seu caráter não especulativo. Isto porque, esse mercado possui uma dimensão pequena comparativamente aos mercados dos países centrais e qualquer movimento de realocação de portfólios nesses mercados impacta de maneira significativa as cotações nos mercados locais, ampliando sua volatilidade e as possibilidades de bolhas de preços.

Do ponto de vista dos investidores domésticos, o aumento da disposição para o investimento em ações está fortemente associado à queda da taxa real de juros básica da economia. Essa redução se processou, com algumas interrupções, desde o início de 2003 e se acentuou a partir de 2005. A queda dos rendimentos dos investidores de portfólio forçou a busca por títulos com rendimentos maiores e de maior risco. A incógnita nesse caso diz respeito à permanência das taxas nesses patamares por um período suficientemente longo.

A oferta de ações também tem um perfil que induz à volatilidade e à formação de bolhas de preços. A razão principal para isto é a concentração setorial e em poucas empresas. Na verdade, o mercado brasileiro é altamente concentrado nas grandes companhias produtoras de *commodities*. Nessas circunstâncias, a formação de movimentos especulativos por meio de bolha de preços encontra campo fértil, ancorado também na suscetibilidade do mercado de *commodities* aos movimentos especulativos. O evento recente de crescimento das emissões primárias não foi suficiente para promover uma desconcentração significativa desse mercado, apesar dessas últimas serem menos concentradas do que o mercado secundário.

Há na evolução recente do mercado de ações no Brasil dois aspectos positivos, não tanto pela sua intensidade, mas, sobretudo, pela sua direção, como ressaltado pelo subprojeto *Mercado de ações brasileiro*: uma ampliação das emissões primárias *vis a vis* o mercado secundário e a redução da volatilidade. Para que esses movimentos se afirmem, é necessário reduzir o caráter especulativo do mercado o que poderia ser feito de duas formas: do ponto de vista da oferta, estimulando a desconcentração, na margem, por meio de emissões primárias diversificadas em termos de empresas e setores. Do ponto de vista da demanda, reduzindo a dependência dos investidores estrangeiros com a ampliação da participação dos investidores domésticos.

As duas operações propostas acima não são triviais. No caso da diversificação da oferta é muito provável que seja necessário contar com *market makers* de peso para viabilizá-la. Dificilmente esta será uma tarefa do setor privado, exceto em alguns segmentos específicos onde caiba a participação dos fundos de *venture capital*. Usar os recursos escassos dos bancos públicos para convertê-los em *market makers* em grande escala, não parece ser uma alternativa consistente, exceto para empresas e segmentos limitados, aos moldes da BNDESPar. A solução pode advir do próprio crescimento da demanda por ações por parte dos investidores institucionais domésticos – a se confirmar a queda da taxa de juros – aos quais se imporá algum grau de direcionamento dos investimentos para emissões primárias e diversificadas, com base em percentuais mínimos. Em adição a essa última proposta poder-se-ia também considerar a criação de fundos de investimento dedicados ao investimento em ações e títulos de dívida de novas companhias cujo incentivo seria o tratamento tributário favorecido.

A avaliação do desempenho do outro segmento do mercado de capitais foi realizada pelo subprojeto *Mercado de Títulos de Dívida Brasileiro no período 1995-2008*: constatando-se também a sua significativa expansão no ciclo de crescimento recente, embora ainda com características bastante negativas. Um primeiro aspecto a destacar é o crescimento muito mais rápido do mercado de títulos de dívida em moeda doméstica e na jurisdição nacional ante o seu aumento em dólar e outras divisas, no exterior. O fato é auspicioso e reflexo de dois fatores: a já aludida queda da taxa de juros básica na economia brasileira e a apreciação do real. A primeira faz com que investidores locais se voltem para investimentos de maior risco e rentabilidade no mercado doméstico, enquanto a segunda desloca a demanda dos investidores externos para os mercados brasileiros em razão da alta rentabilidade possibilitada pela apreciação cambial. Em princípio, a primeira pode ser considerada um estímulo permanente – até quando a taxa básica de juros doméstica se mantiver baixa – e a segunda é um estímulo temporário, vinculado à sustentação contínua da apreciação.

O período recente assiste, além da manutenção dos instrumentos tradicionais, como a nota promissória, o surgimento e consolidação de novos instrumentos de securitização como os FDICs e uma significativa expansão das debêntures. No caso dos FDICs cabe considerar que se trata de um instrumento de curto e médio prazo – com maturidade máxima de três anos – enquanto as debêntures apresentam várias características que as desqualificam como instrumento de financiamento de longo prazo. Em primeiro lugar, por que uma grande parcela das emissões foi realizada por empresas de *leasing* ligadas a instituições financeiras, como mecanismo de fuga dos depósitos compulsórios. Em segundo

lugar, por que a quase totalidade das emissões foi referenciada à taxa DI, ou seja, foi financeiramente indexada.

Da ótica da demanda houve algum avanço no período, associado à queda da taxa de juros. Os principais demandantes de títulos, a família dos Fundos de Investimento, deslocaram a composição de suas carteiras, na margem, dos títulos públicos para os privados. Ademais, alguns fundos com o perfil claramente de investidores de longo prazo, como os de Previdência ou de Participações, ampliaram a sua fatia no patrimônio conjunto dos fundos, fortalecendo uma demanda com perfil de longo prazo.

As constatações acima, extraídas do subprojeto *Mercado de Títulos de Dívida Brasileiro no período 1995-2008* sugerem que o mercado de títulos – embora tenha se expandido no período recente, inclusive por meio de novos instrumentos – continuou preso ao curto prazo. O fato desse mercado ter se desenvolvido com a utilização da indexação financeira, resolve a questão do risco para o prestador de recursos, mas o transfere para o tomador ao tornar incertos os fluxos de pagamentos relativos à dívida assumida, sujeito ao comportamento da taxa de juros de curto prazo.

A indexação financeira dos títulos de prazo mais longo é uma prática associada ao elevado grau de instabilidade monetária da economia brasileira e não à instabilidade de preços, como argumentam alguns analistas. Isto vale tanto para os títulos privados quanto para os públicos, pois sem o recurso à indexação financeira não seria viável a emissão de títulos – mesmo públicos – com o mínimo de maturidade. É claro que por serem a referência do mercado – o risco zero ou mínimo – os títulos públicos indexados transmitem suas características aos títulos privados, enquanto uma exigência mínima de rentabilidade e liquidez. O difícil é provar que nas condições de instabilidade monetária ainda vigente no Brasil seria possível emitir um título público de longo prazo desindexado. Vejamos porque.

A taxa de juros de longo prazo é formada por três componentes, partes ou riscos distintos, além da taxa básica de juros: o risco de crédito ou de *default* do tomador; o risco de preço ou de variação da taxa de juros ao longo da maturação do título, com eventuais perdas de capital; o risco de mercado associado à pouca profundidade ou inexistência de mercados secundários. Partindo da evidência de que em economias abertas de moeda não conversível essa taxa se determina nos mercados globais, teríamos uma taxa de juros formada de acordo com o teorema da paridade descoberta da taxa de juros, por: a taxa de juros do país emissor da moeda reserva (i_{usa}), a qual se agrega o risco soberano (r_{br}) e a expectativa de variação cambial (e^*). Temos assim: $i_{br} = i_{usa} + r_{br} + e^*$

Do ponto de vista do investidor externo, o risco soberano equivale ao risco de crédito, enquanto a expectativa de variação cambial engloba os dois outros riscos, o de mercado e o

de preço, pois a sua flutuação fora dos padrões esperados promove ganhos ou perdas de capital. No passado, a vulnerabilidade externa da economia brasileira acarretou uma participação elevada desse componente da taxa de juros, tendo declinado substancialmente no ciclo recente. Ou seja, a volatilidade cambial constitui um elemento crucial na determinação da taxa de juros dos países periféricos.

Voltando ao plano interno, pode-se afirmar que a volatilidade da taxa de câmbio, com tudo que implica - *currency mismatch*, *passthrough* elevado - termina por contaminar a taxa de juros (que, assim, também se torna volátil) na medida em que os juros são utilizados como instrumento de mitigá-la ou pelo menos mantê-la em certos limites. Decorrem daí os riscos de preço elevados que exigem indexação financeira para a emissão de títulos longos. Ou seja, as posições mais longas em títulos são evitadas por temor da flutuação da taxa de juros. A ausência de mercados secundários amplos só aumenta o risco de perda de capital, pois implica a impossibilidade de o investidor se desfazer da posição a qualquer momento.

Pela razão apontada acima, a emissão de títulos longos no Brasil exigiu durante muito tempo a indexação financeira como instrumento de redução dos riscos de preço e de mercado. Se os títulos públicos não tivessem tido essa indexação, eles simplesmente não teriam sido emitidos. E muito menos os títulos privados. Até que ponto esse é um problema superado na economia brasileira, é uma questão em aberto. A existência de cerca de 60% da dívida pública indexada pela SELIC indica que ele ainda é relevante. A sua permanência dificulta não só o alongamento efetivo - aumento da *duration* - dos títulos públicos, como também dos privados.

Um exemplo contundente de como a instabilidade monetária afeta as condições de financiamento na economia brasileira foi dado recentemente pelas operações com derivativos. Conforme analisado no subprojeto *Derivativos de Crédito e Papel dos Derivativos na Transmissão da Crise*, a partir de 2008 a percepção, por parte dos bancos, da volta da instabilidade, fez com que o financiamento as empresas fosse acompanhado de operações com derivativos cujo sentido maior foi dar aos bancos um seguro contra a eventual variação cambial garantindo-os contra o descasamento de prazo. Como a primeira de fato ocorreu, as empresas pagaram um prêmio muito alto aos bancos.

A análise detalhada dessas questões, bem como de proposições para a reformulação do sistema de financiamento brasileiro será realizada nesse relatório síntese por meio dos capítulos a seguir, que tratam respectivamente: dos *Padrões de financiamento das empresas não-financeiras no Brasil*; do *Mercado de Crédito Bancário*, do *Mercado de Ações* e do *Mercado de Títulos de Dívida*.

I. Padrões de Financiamento das Empresas não-Financeiras no Brasil: Uma Síntese

Este **Relatório Final** tem o objetivo de sintetizar as principais conclusões da análise realizada nos relatórios parciais e discutir brevemente a importância de se ampliar as diferentes formas de financiamento corporativo, dados os limites de *funding* dos bancos públicos, sobretudo, do BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) – limites estes discutidos com mais ênfase em outros relatórios no âmbito deste projeto de pesquisa –, em face de uma expansão da demanda de recursos em um ciclo sustentado de investimento¹.

O estudo sobre os padrões de financiamento das empresas brasileiras apoiou-se em um amplo conjunto de informações obtidas junto aos **Balancos Patrimoniais** das empresas brasileiras de capital aberto. Foram analisados o desempenho financeiro, as mudanças do endividamento e as transformações na estrutura de ativos de 172 corporações no período 2003–2008. Para avaliar o modelo ou padrão de financiamento das companhias no período recente, o trabalho também levantou informações nas **Notas Explicativas dos Demonstrativos Financeiros** de 153 empresas e entrevistou um conjunto de 24 expressivas corporações.

Nos relatórios parciais foram delimitados os aspectos metodológicos, tais como base de dados, classificação das empresas, definição dos indicadores econômico-financeiros selecionados e procedimentos observados na pesquisa do padrão de financiamento e nas entrevistas. Foram resumidas também as teorias de estrutura de capital e do financiamento do investimento e sublinhados os seus aspectos mais importantes para a pesquisa. Foram abordados empiricamente a lucratividade, o endividamento e as mudanças patrimoniais das empresas selecionadas para o período 2003/2008. O ano de 2008 foi apresentado à parte para que fossem identificados e avaliados os impactos da crise internacional. Foi ainda delineado o padrão de financiamento das empresas brasileiras de capital aberto, assim como as perspectivas por elas indicadas nas entrevistas quanto ao financiamento dos investimentos programados.

Não se pretende repetir aqui esta trajetória, procura-se, na verdade, salientar as principais conclusões da pesquisa. O texto está organizado em três seções. Na primeira seção, efetua-se um panorama da lucratividade, do endividamento e das mudanças

¹ Cf. Romero (2009): “O presidente Luiz Inácio Lula da Silva assegurou que o governo vai fazer uma nova capitalização no Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), com o objetivo de garantir a expansão da carteira de crédito da instituição nos próximos anos. (...) O BNDES defende a realização de um aporte de R\$ 100 bilhões, quantia igual ao total dos empréstimos feitos pelo Tesouro Nacional à instituição ao longo de 2009. (...) Luciano Coutinho informou que a carteira de empréstimos que já obtiveram aprovação junto ao banco soma R\$ 160 bilhões. Hoje, o BNDES está capacitado para emprestar cerca de R\$ 60 bilhões por ano sem a ajuda do Tesouro”.

patrimoniais das empresas nos períodos selecionados. Na segunda seção, explicita-se o padrão de financiamento das corporações brasileiras, a partir das **Notas Explicativas dos Demonstrativos Financeiros** de 153 empresas. Na terceira seção, destacam-se as perspectivas indicadas pelas companhias nas entrevistas quanto ao financiamento dos investimentos programados.

1. Panorama da lucratividade, do endividamento e das mudanças patrimoniais das corporações brasileiras (1998/2002, 2003/2007 e 2008)

Uma primeira conclusão do levantamento é que o ambiente econômico mais adverso no primeiro período (1998-2002) deprimiu a rentabilidade das grandes corporações brasileiras. O impacto maior foi entre as empresas de Serviços. As informações também apontaram que a Indústria conseguiu, neste período, preservar a sua taxa de lucratividade líquida sobre o patrimônio, embora em um nível muito mais baixo *vis-à-vis* ao período subsequente. Com taxas mais baixas, o mesmo se aplicou ao Comércio que obteve taxa de rentabilidade sobre o patrimônio líquido também superior no segundo período.

Um fator decisivo para o forte aumento da geração de lucros da grande corporação no período mais recente foi a elevação da margem operacional das empresas, dadas as condições muito favoráveis, em face da desvalorização do real em 2002, da valorização dos preços de *commodities* nos mercados internacionais e do crescente dinamismo do mercado interno consumidor. Também foi relevante a queda das despesas financeiras líquidas, em grande parte porque as corporações, obtendo maiores lucros, puderam reduzir seus níveis de endividamento oneroso.

Convém observar que a redução das despesas financeiras líquidas como proporção da receita líquida constatada no presente levantamento coloca-se simultaneamente como causa e consequência do aumento dos lucros empresariais. Se maiores lucros permitem que as empresas reduzam seu endividamento líquido e, por conseguinte, tenham menores custos financeiros, as mais baixas despesas financeiras contribuem para ampliar adicionalmente os lucros, ensejando novas reduções no endividamento e assim por diante. Entre 2003/2007, comparativamente ao período anterior, as taxas de juros da economia brasileira, embora mantidas em patamares muito elevados, foram menores, o que também contribuiu para a redução das despesas financeiras.

As empresas da Indústria lideraram a melhora das condições de geração de lucro. Dentro da Indústria, destacaram-se, especialmente, as empresas dos setores classificados no subconjunto meio de produção, na sua maioria intensiva em capital e exportadoras de *commodities*, tais como papel e celulose, produtos químicos, siderurgia, mineração e petróleo; ou produtoras de bens de capital e material de transporte (autopeças, carrocerias, aviões

etc.). Elas usufruíram tanto dos ganhos nos termos de troca da economia brasileira e do aumento dos preços das *commodities* obtidos no segundo período, como da elevação do ritmo de atividade doméstica e dos investimentos produtivos realizados na economia.

Quanto aos demais grupos de empresas industriais – bens de consumo e construção e material de construção – estes não obtiveram o mesmo desempenho. No caso das indústrias voltadas para o consumo (setores de alimentos, bebidas, vestuário, têxteis, calçados e utilidades domésticas), a taxa de rentabilidade sobre o patrimônio líquido caiu na média do período 2003-2007 frente ao período anterior. A concorrência de produtos importados pode ter sido um fator destacado para o resultado. Para as empresas de construção e material de construção, que seguiram praticamente a mesma tendência das empresas voltadas para os bens de consumo, um maior dinamismo somente teria lugar ao fim do último período considerado.

Em Serviços, a evolução do primeiro para o segundo período foi positiva, como no caso da Indústria, todavia, um pouco inferior devido às maiores despesas financeiras líquidas desse setor. No indicador de lucro líquido sobre o patrimônio líquido destacou-se o melhor desempenho das empresas de serviços sem energia elétrica, mas as empresas de energia também acusaram melhora. Progressos também ocorreram nas empresas classificadas no segmento de infraestrutura. Por características próprias – margem de comercialização mais baixa em relação a padrões de retorno da Indústria e de Serviços – o Comércio apresentou de modo geral taxas de rentabilidade inferiores, mas conservou o mesmo padrão de aumento da rentabilidade entre os dois períodos observado nos demais macrossetores.

Quanto ao endividamento, a pesquisa confirmou o que vários estudos já haviam sublinhado, ou seja, que tendo em vista um período de maior estabilidade de preços obtida desde o Plano Real, o endividamento empresarial brasileiro apresentou uma tendência de elevação. Considerando, no entanto, o período 2003/2007 com relação aos anos de 1998 a 2002, o estudo mostra que o endividamento oneroso líquido manteve-se para o conjunto das empresas. No Comércio, a aceleração de sua atividade representou um aumento dos indicadores de dívida, em particular, quanto aos compromissos de curto prazo. No caso de Serviços, as empresas aproveitaram as condições favoráveis para iniciar um processo de desendividamento que, no entanto, caminhou mais vagarosamente na comparação com as empresas da Indústria. Nesse caso, as companhias, favorecidas por condições internas muito positivas de geração de lucro e por um quadro econômico e financeiro interno e externo benigno, adotaram como uma estratégia básica a redução do endividamento oneroso e o aumento de seu prazo médio.

As grandes corporações, sobretudo as industriais, tiveram oportunidade de promover a redução do endividamento oneroso também porque somente mais para o fim do segundo período a realização de novos investimentos produtivos ganharia maior relevância nas decisões empresariais. No ciclo de crescimento do período 2003/2007, o atendimento da demanda se deu, principalmente pela ocupação de capacidade ociosa disponível e por investimentos complementares de adequação e maximização das unidades existentes. Programas de internacionalização e de implantações de novas plantas para ampliação de capacidade produtiva à frente da demanda chegariam às agendas das grandes companhias brasileiras, somente a partir de 2007. O desendividamento pode ser considerado como um pré-requisito para que as empresas viessem, caso se concretizasse o *boom* de investimentos, ampliar sua capacidade de mobilização de recursos por meio do mercado de capitais ou pela via da contratação de novos financiamentos internos ou externos. Como se sabe, o *boom* de investimentos que se desenhava para a indústria foi abortado pela crise financeira e econômica internacional, mas não teria sido interrompido por debilidade financeira ou de financiamento da grande empresa brasileira.

Segundo a pesquisa, mudanças importantes foram processadas pelas companhias em suas operações ativas entre os períodos 1998/2002 e 2003/2007. Essas alterações envolveram ampliação das inversões de longo prazo em aumentos do imobilizado (ativos fixos) e do investimento (participações em outras empresas) no caso das grandes companhias industriais. Nas empresas de Serviços houve um grande acréscimo das aplicações financeiras como contrapartida de redução significativa do imobilizado o que sinalizou a paralisação dos investimentos deste setor no período recente. Entre as corporações de Comércio, a evolução do ativo circulante foi a mudança de maior relevância. Como convém sublinhar, a operação deste setor depende menos da formação de ativos fixos e muito mais da variação de ativos circulantes, sobretudo em momentos de expansão do nível de atividade.

Uma análise mais detalhada dos subsetores da Indústria permitiu constatar que as empresas Petrobras e Vale foram as responsáveis pelo maior ímpeto de inversões produtivas registrado pela Indústria no segundo período. Sem considerar essas empresas, persistiu a indicação de que as grandes corporações industriais no período recente intensificaram investimentos em participações ou compras de outras empresas em um processo que coincidiu com uma maior internacionalização de vários grupos nacionais. As grandes empresas da Indústria também expandiram as aplicações financeiras e os ativos circulantes, refletindo que uma parcela da maior capacidade geradora de lucros e liquidez da grande corporação industrial, além de reduzir endividamento, serviu ao aumento de aplicações financeiras e ao giro de negócios que se elevava em função do maior crescimento da

produção e das vendas. Reservas financeiras e capital de giro, além de “investimentos”, foram, portanto, as modalidades de aplicação em ativos que ganharam importância no último ciclo entre as grandes empresas industriais que não as gigantes Petrobras e Vale².

Em suma, o ajuste efetuado pelas corporações não apenas da Indústria, mas também do setor Serviços nos anos de maior dinamismo econômico (2003-2007), no sentido de não aumentar em demasia a exposição da sua estrutura passiva aos riscos de um processo de endividamento crescente, implicou em que, mesmo em momentos de expectativas positivas e menor grau de incerteza, as decisões empresariais não foram ousadas em termos de ampliação de inversões produtivas. É claro que outros fatores concorreram para a relativa cautela com que as empresas decidiram seus investimentos, como o nível, apesar de cadente, ainda elevado da taxa de juros básica, a excessiva apreciação do real que, no caso de empresas industriais subtraiu competitividade das exportações e ampliou a concorrência das importações no mercado doméstico.

Por isso, a opção predominante entre as empresas foi manter em patamares elevados as aplicações financeiras e reduzir o grau de endividamento, especialmente o de curto prazo, usando sua maior capacidade de aumentar margens de lucro para gerar recursos internamente. E, com isso, financiar os investimentos necessários à manutenção da participação no mercado, com parcela relativamente menor sendo obtida por meio de dívidas. Utilizaram-se ainda do mercado de capitais doméstico em expansão no segundo período da análise, como no caso destacado das empresas de construção e de material de construção. Havia sinais de que no final desse período (em 2007, sobretudo) estava se iniciando, entre as empresas industriais lideradas pela Petrobras e Vale, um ciclo mais ousado de inversões em nova capacidade de produção e na formação de posições mais agressivas em mercados externos, mediante a aquisição de empresas fora do país, processos que ganhariam força em 2008, mas interrompidos pelo agravamento da crise internacional em setembro deste ano.

² Como salientou Kupfer (2009): “O fato é que, salvo investimentos direcionados para grandes projetos de exportação, as empresas mais uma vez estavam evitando ampliar os investimentos. A reticência na imobilização de capital em ativos de maior prazo de retorno é uma marca do sistema empresarial brasileiro, fortalecida durante os longos anos de instabilidade que sucederam as crises dos juros e da dívida na virada dos anos 1980. Esse ambiente hostil à tomada de decisão de investimentos jogou as empresas na direção de estratégias de busca de posições flexíveis que permitissem uma melhor capacidade de resposta às seguidas mudanças de rumo que câmbio, juros e inflação sofriam nesse período. (...) É importante enfatizar que a estabilização monetária alcançada com o Plano Real em 1994 não foi suficiente para reverter essa preferência pela flexibilidade, pois a percepção de instabilidade por parte das empresas vai além exclusivamente da preocupação com a inflação. Tanto é assim que, mesmo após a parada da inflação há mais de dez anos, as grandes empresas permaneceram optando por estratégias de busca de flexibilidade, agora dos seus ativos, concentrando as decisões de investimento em operações de reestruturação patrimonial que aumentem a eficiência do capital já imobilizado e minimizem os investimentos *greenfield*”.

Os dados referentes a 2008 – um ano crítico – mostraram que as empresas, sobretudo as industriais, foram atingidas em sua geração de lucros e em seus níveis de endividamento pela crise financeira e econômica internacional. Foram, no entanto, os fatores relacionados a operações com derivativos cambiais os causadores dos maiores prejuízos e responsáveis principais por acréscimos do endividamento³. Compras das empresas mais atingidas financeiramente por grupos nacionais e a própria revalorização da moeda em 2009 após a abrupta desvalorização do real no último trimestre de 2008 já conduziram a uma situação de reequilíbrio financeiro e patrimonial das empresas. A um prazo maior, no entanto, a valorização da moeda reduz competitividade das empresas exportadoras. Não é demais sublinhar que precisamente esse fator levou as empresas a realizarem as arriscadas operações com derivativos cambiais em 2008, o que exige atenção das autoridades governamentais para não se repetir⁴.

2. O padrão de financiamento das corporações brasileiras

A concepção de que as empresas brasileiras tinham um financiamento baseado no mercado de capitais, assim como em outros países emergentes, tem sua origem em trabalhos pioneiros de Singh (1995). No Brasil, o estudo de Moreira & Puga (2000) chegou a uma conclusão próxima analisando um conjunto muito grande de empresas industriais (4.312) para o período 1995/1997. Os autores apuraram uma média de autofinanciamento de 55%, 25% para o financiamento por meio de dívidas e 20% por meio de emissão de ações. Uma das conclusões do estudo foi que “os resultados sugerem um padrão de financiamento *market-based*, apesar do caráter ainda incipiente do nosso mercado de capitais e do porte relativamente reduzido das nossas firmas”. “Essa característica (...) sugere um quadro de constrangimento financeiro ao crescimento, onde os limitados recursos internos das firmas dificultam investimentos mais ambiciosos em expansão da capacidade ou em desenvolvimento tecnológico” (Moreira & Puga, 2000: p.84).

A presente pesquisa que reuniu informações para 104 empresas industriais de grande porte para os anos 2004/2007 e que se utilizou de uma metodologia próxima à adotada por

³ Para uma discussão do papel dos derivativos cambiais no aprofundamento do efeito-contágio da crise internacional na economia brasileira, ver, entre outros, Farhi (2009); Farhi & Cintra (2009); Farhi & Borghi (2009); Freitas (2009) e Fundap (2009).

⁴ Cf. Lucchesi & Ragazzi (2009): “A queda persistente no dólar tem feito as maiores empresas exportadoras voltarem a vender a moeda americana no mercado futuro. O movimento é concentrado nas maiores companhias, as que têm mais crédito no mercado junto aos bancos e com gestão de risco e tesourarias mais sofisticadas. Mas os bancos mais atuantes já começam a perceber alongamento de prazos nas transações para além de alguns meses e volumes significativos sendo movimentados. (...) os clientes têm preferido o tradicional *swap* (troca de indexadores do real para o dólar), o NDF (*non-deliverable forward*, a venda do dólar a termo sem entrega física da moeda) e as opções (direito de compra ou venda do dólar em uma data futuro por uma cotação preestabelecida). Os *target forward* ou empréstimos com duplo indexador, tão usados em 2007 e 2008 e que levaram as empresas a grandes alavancagens e perdas significativas, não atraem interesse hoje”.

esses autores, estimou em 51% a contribuição de lucros retidos (autofinanciamento) para as empresas industriais. A participação das fontes de dívidas alcançou um percentual muito superior aos das pesquisas acima reportadas, 41%. E, a fonte ações, seja pela obtenção de recursos em ofertas primárias (recursos obtidos no mercado, 2,6%), seja pela captação privada (recursos dos sócios, 5%) totalizou 8% em números redondos.

Esses índices indicam que ao lado da preservação do eixo central que vinha definindo o padrão de financiamento das empresas brasileiras, vale dizer, a destacada relevância dos lucros retidos, constata-se uma elevação expressiva da fonte de financiamento por aumento de dívidas. Esta conclusão é compatível com a constatação desse e de outros estudos de que foi crescente o endividamento das empresas brasileiras na perspectiva de longo prazo. Por outro lado, os resultados da presente pesquisa colocam em termos mais próprios a importância do aporte de recursos por emissão de ações (nas suas duas modalidades, mercado e aportes de sócios) no padrão atual de financiamento das corporações brasileiras. E, permitem aventar as hipóteses de que a atual estrutura de financiamento das grandes empresas brasileiras está muito mais próxima a um padrão com base no crédito e que pelo menos no caso *dessas empresas* é menor o constrangimento financeiro ao crescimento do que no passado, muito embora se mantenham graves lacunas no financiamento bancário privado de longo prazo e no desenvolvimento do mercado de capitais.

O presente trabalho procedeu ainda uma pesquisa paralela das emissões primárias de ações das 153 empresas de capital aberto da seleção no período 2003/2008, calculando dessa forma, independentemente das informações nos demonstrativos contábeis, a contribuição das ofertas públicas como meio de financiamento das companhias. Com isso se evitou a estimativa de recursos provenientes de emissões de ações por diferença das demais fontes de financiamento, este o método adotado pelas pesquisas anteriormente citadas e que pode ser causa de distorções. Foi estimada a “captação privada”, vale dizer, o aporte de recursos dos sócios, como sendo: a variação do PL (-) lucro líquido (+) proventos (-) oferta pública de ações.

Os lucros retidos foram obtidos pela diferença entre o lucro líquido e os “proventos”, vale dizer, a soma dos pagamentos de dividendos e de juros sobre o capital próprio. A contribuição das dívidas ao financiamento empresarial foi estabelecida por diferença entre os saldos de final de ano com discriminação para a dívida bancária, dívida por emissão de debêntures e outros tipos de dívidas. Nas **Notas Explicativas dos Demonstrativos Financeiros** das empresas foram obtidas informações sobre o endividamento junto ao BNDES.

Dessa forma foram calculadas estimativas do padrão de financiamento das empresas de capital aberto com dados anuais. A partir desses dados foram obtidas médias para o total das empresas (153 empresas) e empresas industriais (104 empresas) para o quadriênio 2004/2007, correspondendo ao período do último e mais intenso ciclo de expansão da economia brasileira das últimas décadas. Foi também estimado o perfil de financiamento empresarial para o ano de 2008, que já refletiu o impacto da crise internacional sobre as contas das empresas e deprimiu, particularmente, os lucros retidos.

Mais uma consideração se faz necessária. A participação de cada uma das fontes de financiamento foi calculada sobre a variação do “capital de longo prazo”, um conceito aplicado em trabalhos de Singh e seguido em estudos como o de Moreira & Puga (2000: p. 5). A variação do “capital de longo prazo” foi obtida pela diferença dos saldos anuais do ativo total deduzido o passivo de curto prazo.

Para o total de empresas no período 2004/2007, a participação de lucros retidos (46%) foi menor do que entre as empresas industriais, assim como foi inferior a fonte de dívidas (35%), sendo maior nesse caso a distribuição Pública de Ações (mercado, 3,9%) e captação privada (recursos dos sócios, 14,6%) (ver Tabelas II.1). Os recursos de longo prazo do BNDES participam com 4,5% (empresas industriais) a 5% (total das empresas). Uma das fontes mais importantes do financiamento foi os “Outros itens” (23,5% e 20,4% para as empresas industriais e total de empresas, respectivamente), vale dizer, componentes de financiamento de curto prazo junto a fontes bancárias e financiamento não bancário e compromissos superiores a um ano junto a fornecedores e clientela. Um elevado percentual de “Outras fontes” tem sido apontado como uma característica do financiamento das empresas em países emergentes.

Tabela II.1. Padrão de financiamento – 2004/2007 e 2008 – (em %) – participação sobre a variação do ativo total menos a variação do passivo circulante

SETORES	Indústria		Total	
	2004/2007	2008	2004/2007	2008
Lucros Retidos	50,9	25,0	46,4	23,6
Distribuição Pública de Ações (Of. Primárias)	2,6	15,7	3,9	12,2
Captação Privada	5,0	0,6	14,6	-3,7
Dívidas de LP	41,4	58,7	35,1	68,0
Financiamento de LP	16,9	48,5	9,7	50,0
Empréstimos BNDES LP	4,5	6,7	4,9	7,2
Debêntures de LP	1,1	1,0	5,0	0,6
Outros Itens	23,5	9,2	20,4	17,4
Total	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Balanços Patrimoniais e Notas Explicativas às Demonstrações Financeiras. Elaboração Própria.

Nota: 104 empresas industriais; total: 153 empresas

Salvo no que diz respeito aos terrenos e aos ativos anteriormente produzidos e adquiridos no período corrente, as “adições ao imobilizado” correspondem ao fluxo de novos investimentos realizados pelas empresas. No âmbito desse trabalho seus valores foram levantados junto às **Notas Explicativas dos Demonstrativos Financeiros** para as mesmas 153 empresas do levantamento do padrão de financiamento para os anos de 2007 e 2008.

Destaca-se do levantamento o fato de que no ano de 2008 desenvolvia-se um forte *boom* de investimentos. Neste ano, transcorreram mudanças significativas nas contas correntes e patrimoniais das empresas devido ao impacto da crise no último trimestre, mas as “adições no imobilizado” ainda refletiram com integridade o dinamismo das inversões na economia brasileira no período “pré-crise” mundial, na medida em que os fluxos de investimentos correntes resultam de decisões empresariais passadas para se constituir novos ativos de capital. Em termos nominais, os valores dos novos fluxos de investimento aumentaram 23,4% entre 2007 e 2008. As empresas do Comércio reduziram seu fluxo de novos investimentos reais (-20,3%), mas nos demais grupos os aumentos foram muito elevados: as empresas da Indústria registraram aumento de 23%, tendo sido maior o aumento entre as empresas industriais sem a Petrobras e a Vale, 23,7%. Em Serviços, a variação chegou a 29,7% com aumento de 28,6% em infra-estrutura. Nas companhias de Serviços excluídas as empresas de energia o crescimento chegou a 46,4%.

Quanto aos financiamentos do BNDES, os aumentos de seus recursos para apoiar os investimentos fixos das empresas selecionadas no ano de 2008 (relativamente ao ano de 2007) superaram em geral as elevações das “adições no imobilizado”, de forma que na aceleração das inversões, que transcorria no ano de 2008, foi crescente a participação dessa fonte de financiamento. Em 2008 (em comparação com 2007), na média de todas as empresas, o aumento foi de 45,8%, fazendo com que a participação da fonte de financiamento do BNDES no fluxo de investimentos chegasse a 10,8% em 2008, contra 5,3% no ano anterior. Na Indústria, sua participação no total investido cresceu de 3,8% para 11% e na indústria sem considerar as empresas Vale e Petrobras passou de 11% para 16,6%, denotando que a aceleração mais generalizada dos investimentos que estava em curso na economia foi amparada em seu financiamento pelo BNDES. Cabe notar ainda que as empresas de Serviços e de infra-estrutura também aumentaram a participação da fonte BNDES, de cerca de 8,5% do investimento total para 11% entre 2007 e 2008.

Se levar em conta o perfil típico de contribuição do autofinanciamento (lucros retidos) dos investimentos em um ano “normal” como 2007 e não em 2008 – já que os lucros gerados

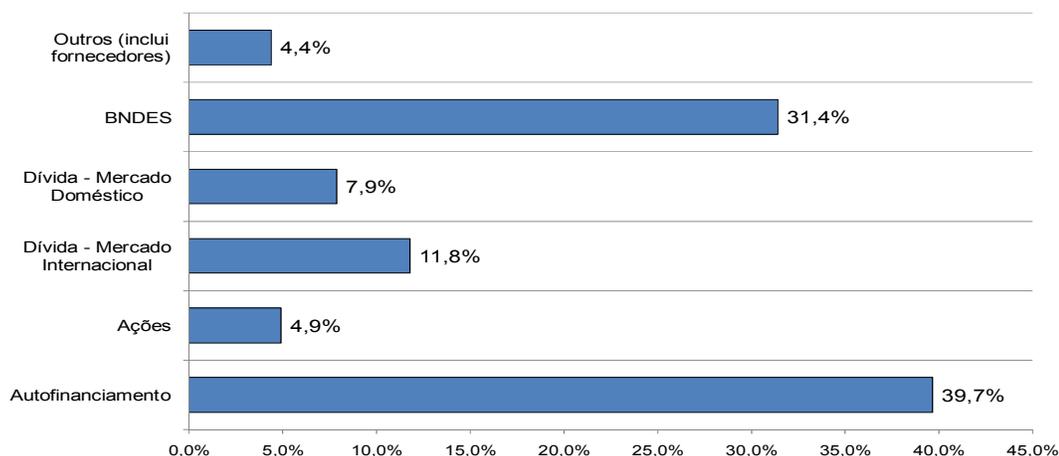
pelas empresas declinaram sobremaneira no último trimestre desse último ano como consequência da crise internacional –, tem-se o quadro aproximado do padrão de financiamento de investimentos no limiar de um ciclo de inversões de grande vulto, como se apresentava no Brasil, antes que a crise internacional o interrompesse. Considerando o conjunto de empresas, as fontes de lucros retidos e empréstimos de longo prazo do BNDES cobrem cerca de 60% do investimento total. Um percentual maior, como 65%, seria adequado para aferir a participação dessas duas fontes nas empresas da Indústria e talvez um percentual ainda mais elevado, superando os 70%, corresponde às empresas industriais sem considerar as gigantes Petrobras e Vale.

3. O Financiamento dos planos empresariais de investimento

Com entrevistas realizadas com 24 empresas se procurou identificar o modelo de financiamento de projetos de investimento das grandes empresas brasileiras. As companhias foram indagadas sobre o perfil de financiamento de seus projetos de investimento nos últimos anos e, ainda, sobre as fontes de recursos que pretendem lançar mão para os seus investimentos fixos futuros. Um objetivo particular foi estimar a contribuição que as empresas estavam projetando obter dos recursos do BNDES para o financiamento de seus investimentos futuros. Procurou-se ainda avaliar os efeitos da crise internacional sobre os planos de investimento das corporações. A crise impactou de fato as empresas, reduziu seus investimentos, mas mantiveram planos de investimentos relevantes para um horizonte mais amplo, como os próximos três anos.

Nos últimos anos, segundo as corporações, o financiamento dos investimentos fixos teve como eixo a geração própria de recursos e os financiamentos obtidos junto ao BNDES. As proporções sobre o total chegam a 39,7% e 31,4%, respectivamente (ver Gráfico III.1). Esse resultado precisa ser salientado. Para as grandes corporações brasileiras, as duas principais fontes de financiamento – o autofinanciamento e os recursos oriundos do principal banco de desenvolvimento do país –, respondem por 70% do financiamento de projetos estruturados de inversões. Um levantamento do BNDES, utilizando outra metodologia, estimou em 71% a participação das fontes lucros retidos e BNDES no financiamento de investimentos de empresas industriais e de infraestrutura entre os anos de 2001 a 2007 (Puga & Nascimento, 2008: p.3).

Gráfico III.1. Fontes de financiamento de projetos de investimento – últimos três anos – %



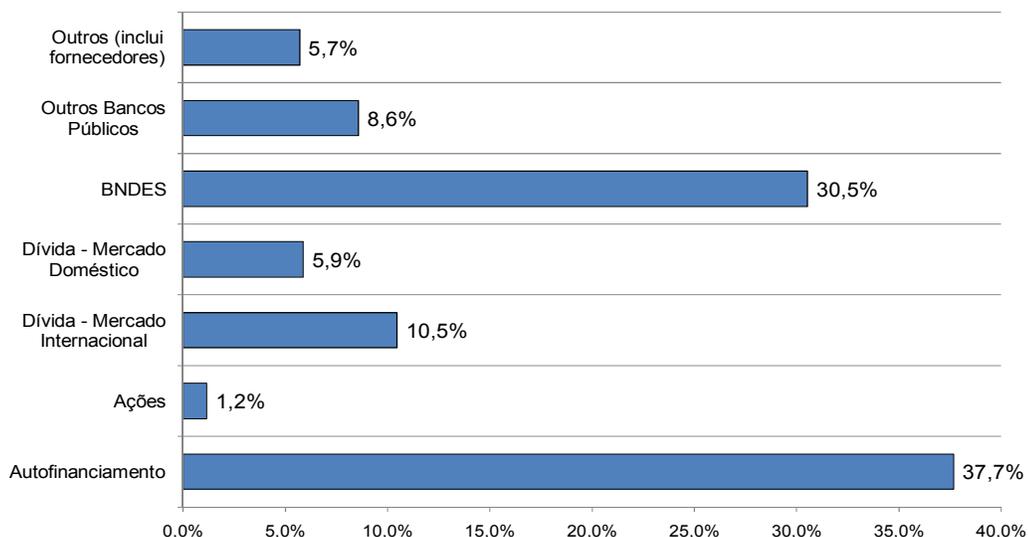
Fonte: entrevistas; elaboração própria.

Outros 7,9% dos investimentos foram obtidos no mercado bancário e de dívidas doméstico e 11,8% no mercado internacional. Os resultados mostraram uma importância reduzida do financiamento por meio de ações, 4,9% dos investimentos totais, o que pode indicar que não somente as grandes empresas contam pouco com esse mecanismo para o seu financiamento de um modo geral, mas especialmente dele se utilizam de forma modesta como instrumento de financiamento associado aos programas de investimento. Isso pode ser indicativo de que as empresas brasileiras vêm o mercado acionário dentro de uma estratégia de *market timing*, utilizando os recursos daí provenientes se as condições forem propícias sem prever como fonte essa forma de financiamento no seu programa de inversão. A propósito, uma hipótese a ser considerada é que, salvo em casos específicos como o financiamento das empresas de construção e material de construção, o mercado de capitais, os empréstimos bancários internos e até as fontes de financiamento externas (nesse caso, em virtude da instabilidade freqüente) são tomados pelas empresas brasileiras mesmo as de maior porte, como “janela de oportunidade”. Fontes estruturadas de financiamento para projetos de investimento fixo seriam, sobretudo, o autofinanciamento e o BNDES, possivelmente acrescidos das fontes de financiamento externas por parte das empresas mais internacionalizadas.

No contexto dos investimentos projetados para os próximos três anos, a crise não alterou significativamente o seu perfil: 38% foi o percentual referente à geração de caixa próprio e 31% ao BNDES, totalizando um índice que continuou próximo a 70% do total de investimento (ver Gráfico III.2). Certamente devido ao agravamento da crise internacional, nesse padrão planejado de financiamento dos investimentos, o financiamento via mercado

internacional, a fonte de captação via ações e por endividamento no mercado doméstico reduziram. O fato novo foi a atribuição de relevância ao financiamento por meio de bancos públicos não incluindo o BNDES (8,6%), cujo papel no financiamento ao setor privado aumentou com o agravamento da crise de crédito.

Gráfico III.2. Fontes de financiamento de projetos de investimento – próximos três anos – %



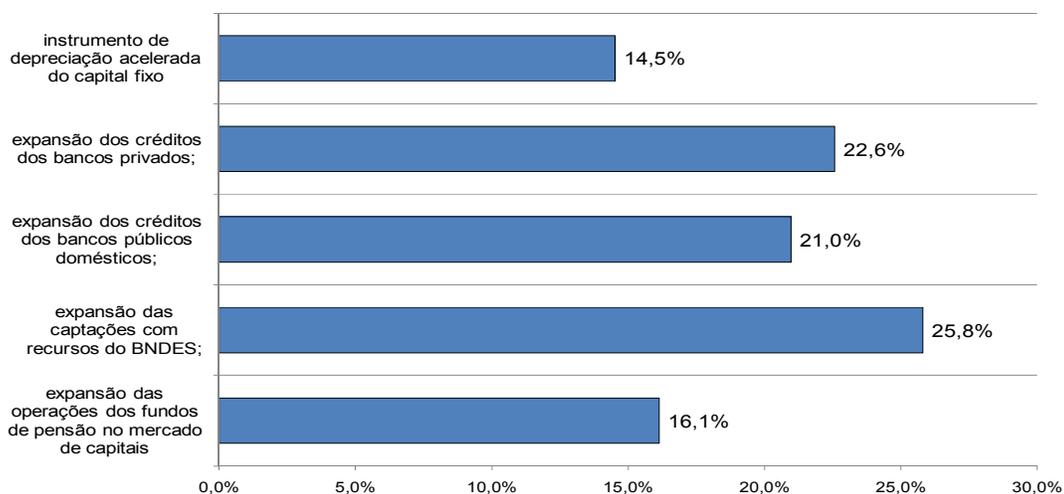
Fonte: entrevistas; elaboração própria.

Esses resultados sugerem como uma hipótese a ser considerada que, salvo em casos específicos como o financiamento das empresas de construção e material de construção, o mercado de capitais, os empréstimos bancários internos e até as fontes de financiamento externas são tomados pelas grandes empresas brasileiras como “janelas de oportunidade”. Fontes estruturadas de financiamento para projetos de investimento fixo seriam, sobretudo, o autofinanciamento e o BNDES, possivelmente acrescidas das fontes de financiamento externas por parte das empresas mais internacionalizadas.

Finalmente, as empresas foram praticamente unânimes na afirmação de que consideram elevados os custos dos financiamentos do BNDES⁵. Ainda assim, o custo do financiamento do BNDES, de acordo com a grande maioria dos empresários, era o melhor encontrado do mercado de crédito além de ser a única fonte de recursos de longo prazo em reais. Ademais do custo do financiamento, as principais críticas ao BNDES foram a morosidade na liberação do crédito e a dificuldade de acesso direto ao Banco.

⁵ Enfatiza-se que a pesquisa foi realizada antes das reduções promovidas pelo governo na Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) e nas taxas de juros em linhas de financiamento do BNDES no final do mês de junho de 2008.

Gráfico III.3. Itens para melhorar a competitividade e o custo de capital – % sobre 62 respostas



Fonte: entrevistas; elaboração própria.

As entrevistas também procuraram saber das empresas a importância atribuída ao financiamento para efeito de redução de custo de capital e aumento de competitividade. A maior parte das respostas, 26%, conferiu grande relevância para a expansão da captação de recursos junto ao BNDES (ver Gráfico III.3). Em seguida, o aumento dos créditos de bancos privados ou públicos, com 23% e 21%, respectivamente. A expansão dos fundos de pensão e o instrumento de depreciação acelerada ficaram em terceiro lugar, com 16% e 15%, respectivamente, das respostas. Outros itens foram citados pelos entrevistados como a redução dos custos e aumento dos recursos da Financiadora de Estudos e Projetos (Finep), necessidade de um mercado secundário de títulos privados de longo prazo e redução dos juros básicos (taxa Selic) e na ponta do crédito para viabilizar investimentos de longo prazo.

Referências Bibliográficas

- FARHI, Maryse. *Derivativos de crédito*, Relatório II. Projeto de estudos sobre as perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos. Campinas: Fundação economia de campinas (Fecamp) e Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), 2009.
- FARHI, Maryse & CINTRA, Marcos Antonio M. Crisis financiera internacional: contagio y respuestas regulatorias, *Nueva Sociedad*, Buenos Aires, novembro de 2009 (no prelo).
- FARHI, Maryse & BORGHI, Roberto A. Z. Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergentes, *Estudos Avançados*, n.23 (66), São Paulo, IEA/USP, p.169-188, 2009.
- FREITAS, M. Cristina Penido de. Os efeitos da crise global no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito, *Estudos Avançados*, n.23 (66), São Paulo, IEA/USP, p.125-145, 2009.

- FUNDAP. *Análise patrimonial e financeira das grandes empresas brasileiras em 2008*. Projeto de pesquisa Análise econômico-financeira das companhias abertas. São Paulo: Fundap/Nobel Planejamento S/C Ltda, abril de 2009 (mimeo).
- KUPFER, David. Crescer sem investir: até quando?, *Valor Econômico*, São Paulo, 15 de outubro de 2009.
- LUCCHESI, Cristiane P. & RAGAZZI, Ana Paula, Exportador volta aos derivativos, *Valor Econômico*, São Paulo, 23 de outubro de 2009.
- MOREIRA, M. M. & PUGA, F. P. *Como a indústria financia o seu crescimento: uma análise do Brasil pós-plano Real*. Rio de Janeiro: BNDES (Texto para discussão, n. 84), outubro de 2000.
- PUGA, F.P. & NASCIMENTO, M. *Como as empresas financiam investimentos em meio à crise financeira internacional*. Rio de Janeiro: BNDES (Visão do Desenvolvimento, nº 58), dezembro de 2008.
- ROMERO, Cristiano. Presidente confirma novo aporte para BNDES, *Valor Econômico*, Caderno "Investimentos no Brasil", São Paulo, 6 de novembro de 2009, p.F2.
- SINGH, Ajit. *Corporate financial patterns in industrializing economies*. International Finance Corporation. World Bank, Washington, April 1995.

II. O mercado de crédito bancário corporativo brasileiro: síntese e perspectivas

Este relatório final tem um duplo objetivo: sintetizar a análise realizada nos relatórios parciais e desenhar um cenário prospectivo para o mercado de crédito corporativo no período 2010-20, com ênfase na atuação dos três principais bancos públicos federais (BNDES, CEF, BB). Para tanto, a primeira seção dedica-se aos principais aspectos do ciclo de crédito recente, temas detalhados no primeiro relatório parcial. Já a segunda seção resgata as principais características dos seis segmentos do mercado de crédito corporativo pesquisados (detalhados no segundo relatório parcial), procurando destacar suas principais semelhanças e diferenças no que diz respeito à qualidade do crédito, à dinâmica cíclica, à participação no total do crédito corporativo, à origem de recursos, à composição da propriedade de capital e ao padrão de atuação dos bancos públicos e privados. Já a terceira seção dedica-se às perspectivas para o mercado de crédito corporativo nos próximos dez anos, especialmente em relação à forma de inserção dos três principais bancos públicos.

1. Características e determinantes do ciclo de crédito recente

A interação entre as transformações do sistema bancário brasileiro após a adoção do Plano Real e a dinâmica concorrencial das instituições bancárias teve como principais desdobramentos o aumento da solidez deste sistema e o avanço do seu grau de sofisticação. Contudo, até 2002, com exceção de um curto período de expansão do crédito após o Plano Real, os bancos privados não modificaram sua forma de atuação em relação ao padrão dos anos de alta inflação, mantendo a preferência pelas aplicações em títulos públicos. A partir de maio de 2003, contudo, essas instituições iniciaram um movimento de alteração de seus portfólios de ativos, expandindo a concessão de crédito para o setor privado.

O pano de fundo mais geral deste movimento foi a progressiva melhora no ambiente macroeconômico doméstico, associada, por sua vez, aos determinantes de ordem externa, especialmente a emergência de uma nova fase de abundância de fluxos de capitais para os países emergentes e de baixa aversão aos riscos, que resulta numa tendência ininterrupta de apreciação do real de 2003 até agosto de 2008.

Para uma economia como a brasileira, submetida a constrangimentos externos e ao risco de crise cambial em vários episódios ao longo de sua história, é difícil exagerar a importância da trajetória de taxa de câmbio na configuração de um ambiente mais propício à expansão das operações financeiras. Não apenas como custo em si (de eventuais captações externas), mas também (e, principalmente, no período analisado) por conta de sua influência em outras variáveis, notadamente juros e inflação. Neste sentido, o movimento de forte valorização cambial já a partir do início de 2003 e de maneira quase contínua até agosto de 2008, acompanhado de perto pelas expectativas sobre o valor deste preço-chave 12 meses

adiante, é outro condicionante fundamental da trajetória que enseja a mais longa e intensa fase de expansão do crédito na história recente do país.

Nesse contexto, os bancos redefiniram suas estratégias operacionais e identificaram na ampliação dos empréstimos às famílias um enorme potencial de ganho, diante das expectativas otimistas quanto à recuperação do emprego e da renda sob o governo Lula. Assim, a fase ascendente do ciclo de crédito emerge em maio de 2003 (se considerarmos o indicador crédito/PIB), antes da introdução do crédito consignado (uma inovação financeira introduzida pelo governo que terá um papel fundamental na evolução desses empréstimos a partir de 2004) e do início da trajetória de elevação da massa de rendimentos, e se prolonga até agosto de 2008.

A preferência em relação aos empréstimos às pessoas físicas, que persiste até o início de 2008, decorre de algumas especificidades dessa modalidade de crédito: a avaliação da capacidade de pagamento do tomador é mais fácil do que no caso crédito empresarial e as taxas de juros praticadas são superiores, tornando-a mais rentável. Somente a partir do primeiro trimestre de 2008, a taxa de crescimento do crédito total aos setores empresariais se acelera e ultrapassa o ritmo de expansão do crédito às famílias, num contexto de dinamização dos investimentos e do mercado interno.

No que se refere à origem dos recursos, o segmento de recursos livres liderou a expansão dos empréstimos, a partir, sobretudo, de fontes internas, crescendo a taxas muito superiores ao segmento de recursos direcionados. Neste segmento, é possível identificar dois períodos na fase de alta: de maio de 2003 a fevereiro de 2008, quando as operações com pessoas físicas são mais dinâmicas; de março a agosto de 2008, quando os empréstimos às pessoas jurídicas assumem a liderança em termos de taxas de crescimento. Essa fase também se caracteriza pela melhora progressiva das condições dos empréstimos nos dois segmentos (redução dos juros, aumento dos prazos e inadimplência bem comportada). Todavia, o segundo período da fase ascendente já ocorre em um ambiente marcado por uma deterioração do ambiente macroeconômico interno e externo.

A única variável que manteve e mesmo aprofundou sua trajetória precedente (de queda) nesse período (março e agosto de 2008) foi a taxa nominal de câmbio e suas respectivas expectativas. Neste momento, começou a se disseminar uma inovação financeira - introduzida no país pelos bancos estrangeiros em 2007 e rapidamente mimetizada pelos bancos privados nacionais -, os contratos de financiamento vinculados a operações com derivativos de câmbio, que garantiam uma redução do custo do crédito enquanto a trajetória do real era de apreciação. Esse mecanismo de altíssimo risco parece ter contribuído para perpetuar a escalada da relação crédito/PIB nos oito primeiros meses de 2008 ao reduzir o

custo do crédito num contexto de elevação da taxa de juros básica e de retração de fontes alternativas de financiamento (recursos externos e mercado de capitais doméstico), desempenhando uma das funções típicas das inovações financeiras segundo Minsky. Simultaneamente, a maior concorrência pela captação de recursos no mercado doméstico, pressionou os custos de emissão dos Certificados de Depósito Bancário (CDBs) e estimulou a proliferação dos CDBs com liquidez diária, como forma de aumentar a atratividade desses instrumentos junto aos investidores.

Este contexto também levou várias empresas brasileiras, sobretudo exportadoras, a firmarem complexos contratos de derivativos de balcão pelos quais assumiam uma posição vendida em dólar, que realiza lucros com a apreciação do real. Esses contratos também foram introduzidos no Brasil pelas filiais dos bancos estrangeiros e proporcionavam às empresas não somente *hedge* de suas receitas em moedas estrangeira (no caso das exportadoras), mas também elevados ganhos especulativos enquanto a trajetória do real era de apreciação (já que o valor do contrato superava essas receitas, na maioria dos casos). Esses contratos, por sua vez, atuavam como amortecedores da perda de competitividade das exportações associada à trajetória de valorização cambial.

Em suma, movidos pela dinâmica da concorrência bancária, os bancos introduziram inovações financeiras, associadas tanto à administração dos passivos, como à gestão dos ativos. O potencial desestabilizador dessas estratégias de alto risco no mercado de crédito brasileiro explicitou-se com o aprofundamento da crise financeira internacional a partir de setembro de 2008.

Em contrapartida, na fase de reversão, o excesso de prudência caracteriza a atividade bancária. No caso da economia brasileira, o aumento da preferência pela liquidez dos bancos privados é um fenômeno recorrente em momentos de instabilidade cambial e seu conservadorismo nas fases de baixa do ciclo é exacerbado pelo prazo relativamente curto do crédito e pela existência de títulos públicos líquidos e rentáveis e de baixo risco, que permitem uma rápida recomposição de suas carteiras. Mas, esses fatores, por si só, não são suficientes para explicar a forte contração do crédito no último trimestre de 2008, cuja intensidade inédita decorreu da crise de confiança gerada pelos prejuízos das empresas nos contratos de derivativos cambiais, objeto de análise do relatório II do subprojeto de “Derivativos de crédito”, e transparece na forte desaceleração do crédito no segmento de recursos livres a partir de outubro, o ponto de partida da fase descendente do ciclo. Setembro de 2008 pode ser considerado um mês de transição, quando eclode essa crise.

A contração do crédito, contudo, não transpareceu na evolução dos estoques de crédito total e ao setor privado, que mantiveram sua trajetória de crescimento nos meses

seguintes devido à inércia que caracteriza este tipo de dado, mas também por três fatores adicionais. Em primeiro lugar, o efeito da depreciação do real sobre o estoque das modalidades de crédito com *funding* externo. Em segundo lugar, vários bancos concederam novos empréstimos para que seus clientes pagassem os prejuízos incorridos nos contratos de derivativos cambiais, associados ou não a empréstimos. Em terceiro lugar, os bancos públicos e, em menor medida, alguns poucos privados estrangeiros, expandiram os empréstimos, atuando de forma anticíclica

Os principais responsáveis pelo avanço das operações no segmento de crédito direcionado foram os bancos públicos (BNDES, Caixa Econômica Federal – CEF e Banco do Brasil – BB), que atuaram de forma anticíclica para atenuar os efeitos adversos do *credit crunch* no mercado doméstico a partir do último trimestre de 2008. O caráter anticíclico do crédito dirigido no Brasil tem duas dimensões complementares, correspondentes aos dois principais tipos de instrumentos deste segmento. De um lado, as exigibilidades sobre os depósitos – que se traduzem em recursos obrigatoriamente destinados ao crédito rural, habitacional e microcrédito –, que produzem certa “inércia” em parte deste segmento, funcionando como uma espécie de estabilizador automático. Em relação a essa parcela dos passivos, os bancos (privados e públicos atuando enquanto bancos comerciais) exercem de maneira muito menos intensa a sua preferência pela liquidez. De outro lado, a política anticíclica propriamente dita, exercida pelos grandes bancos públicos, a partir de recursos direcionados (caso do BNDES) e de recursos livres e direcionados (caso da CEF e BB).

Finalmente, vale mencionar que na fase de baixa do ciclo de crédito privado, os bancos públicos também reduziram o custo das suas operações ativas, atendendo a orientação governamental de pressionar os bancos privados a reduzirem seus *spreads* bancários, que, apesar de terem recuado no período analisado, persistem num patamar bastante alto em comparação aos demais países avançados e mesmo periféricos.

2. Mercado de crédito corporativo

A análise detalhada da evolução do mercado de crédito corporativo no período selecionado (janeiro de 2003 a meados de 2009) elucidou semelhanças e diferenças nos segmentos selecionados no que diz respeito ao padrão de atuação dos bancos públicos e privados, à qualidade do crédito, à dinâmica cíclica (início das fases de alta e de baixa e intensidade da desaceleração), à participação no total do crédito corporativo, à origem de recursos e à composição da propriedade de capital e. No caso do crédito às exportações, os dados disponíveis permitiram a avaliação dos três últimos aspectos.

No que se refere ao padrão de atuação dos bancos públicos e privados, à sua participação relativa e à relevância das diferentes fontes de recursos em cada segmento, é

importante mencionar, inicialmente, alguns aspectos mais gerais da dinâmica do mercado de crédito corporativo.

Em primeiro lugar, a análise confirmou a clara e histórica, no caso brasileiro, “divisão de trabalho” entre as instituições públicas – especializadas na concessão de empréstimos de longo prazo, a partir de recursos direcionados – e privadas – que priorizam o crédito de curto prazo, a partir de recursos de tesouraria, destinado fundamentalmente para capital de giro, atuando nas modalidades de maior prazo e risco mais elevado a partir de repasses de recursos externos e, principalmente, de recursos direcionados (repasses do BNDES no caso do crédito à indústria, serviços, infraestrutura e exportação e exigibilidades sobre os depósitos, no caso dos créditos rural e imobiliário). Cabe ressaltar que a predominância dos empréstimos do BNDES no financiamento de mais longo prazo também reflete a preferência das empresas por esses recursos vis-à-vis a outras fontes, destacada no segundo relatório parcial do subprojeto “Padrões de financiamento das empresas não-financeiras brasileiras”.

Esse padrão de atuação das instituições privadas – que incorrem em risco de crédito nas operações de repasse, mas não em risco de descasamento, o que ocorreria se concedessem crédito de longo prazo a partir de recursos próprios – é observado, de forma geral, nas fases de otimismo e baixa preferência pela liquidez. Em momentos de crise e alta aversão ao risco, essas instituições contraem, de forma geral, o crédito, inclusive aquele vinculado ao repasse das modalidades indiretas do BNDES. No âmbito das instituições privadas, somente os bancos estrangeiros, que são braços financeiros das empresas transnacionais produtoras de máquinas e equipamentos (serviços, agronegócio, infraestrutura), não retraíram os repasses na fase descendente do ciclo, pois atuaram no sentido de sustentar a demanda por esses bens e, assim, a receitas de seus controladores. Nesse contexto, a oferta de crédito direcionado diretamente pelos bancos públicos desempenha um papel anticíclico fundamental.

No âmbito das instituições públicas, também foram observadas algumas diferenças nos padrões de atuação, reflexos seja da natureza jurídica, seja da propriedade do capital. Por um lado, o BNDES, como banco de fomento, não capta recursos do público e, conseqüentemente, não concorre com os bancos privados por conquista de parte de mercado – tendo uma atuação, sobretudo, complementar –, ao contrário dos demais bancos públicos (CEF e, principalmente, BB), que captam depósitos e, assim, concorrem com os bancos privados no mercado de crédito bancário estrito senso (ou seja, exclusive BNDES). Por outro lado, CEF e BNDES são bancos integralmente públicos, que atuam, principalmente a partir de recursos direcionados, enquanto o BB é uma instituição de capital aberto, com ações negociadas em bolsa, detidas por investidores privados, tendo uma participação mais

relevante dos recursos livres como *funding* de suas operações.

Esta especificidade do BB, ao lado do processo de saneamento realizado nos anos 1990 e no início da presente década, certamente condicionou o aprofundamento, no período em foco, da estratégia operacional desta instituição de diversificação da sua carteira de crédito corporativo guiada, cada vez mais, pela lógica privada de valorização, o que resultou na perda de espaço do setor rural na carteira do banco: a partir de 2007, a indústria passou a absorver uma maior parcela do crédito corporativo desta instituição que esse setor, fato inédito na sua história. Na realidade, o BB tornou-se um importante concorrente das instituições privadas em praticamente todos os segmentos do mercado de crédito corporativo (exceto no setor imobiliário, onde a liderança da CEF é incontestável).

Como reflexo dessa estratégia operacional, o BB, beneficiado pela capilaridade fornecida pela sua rede de agências também ampliou sua atuação como agente repassador dos recursos do BNDES para os diversos segmentos do crédito corporativo (e, em especial, para a indústria e as exportações). Isto porque, ao diversificar sua atuação nos diferentes segmentos do mercado de crédito corporativo e entrar em concorrência direta com os bancos privados, o BB teve de ampliar sua atuação como agente financeiro do BNDES para atender integralmente às necessidades dos seus clientes e, assim, garantir sua fidelização. Este novo papel do BB ganhou especial relevância no último trimestre de 2008 e no primeiro semestre de 2009, quando o efeito-contágio da crise internacional resultou em contração das operações dos bancos privados, inclusive daquelas vinculadas a repasses.

Neste contexto de forte aversão ao risco por parte dos bancos privados, tanto o BB, como a CEF, aliando as diretrizes governamentais com suas próprias estratégias operacionais, ampliaram os empréstimos à indústria, aos setores terciários e à infraestrutura, inclusive a partir de recursos livres (ou de tesouraria), exercendo um importante papel anticíclico, ao lado do BNDES. Ademais, as duas primeiras instituições também seguiram a orientação do governo de baixar as taxas de juros do crédito de forma a pressionar os bancos privados a reduzirem seus elevados *spreads*, como já mencionado. Vale destacar que, no caso do BB, o governo utilizou a prerrogativa de acionista majoritário e determinou a troca do seu presidente, o que garantiu o desempenho das funções de banco público no momento de crise. No caso da CEF, a crise revelou-se uma janela de oportunidade no sentido de ampliar suas fatias nos demais segmentos do mercado de crédito corporativo, além do imobiliário.

A segunda característica geral refere-se às estratégias adotadas pelos bancos privados e públicos com carteira comercial (ou seja, BB e CEF) na gestão da carteira de pessoa jurídica. A maioria das instituições privadas, que adotavam no segmento de crédito corporativo uma divisão por porte de empresa (em geral, micro e pequenas, médias e grandes), tem

modificado sua forma de atuação no período recente, passando a adotar um enfoque setorial que considera, cada vez mais, as especificidades de cada atividade econômica nessa gestão. Esse enfoque permite ao banco avaliar não só as perspectivas da empresa individualmente, mas também do setor e/ou ramo de atividade no qual ela está inserida, bem como dos seus fornecedores, o que melhor possibilita a identificação de oportunidades de negócios e diminuição dos riscos. No caso dos bancos públicos, o BB já adota uma segmentação dos clientes corporativos que considera tanto o faturamento anual do setor e/ou ramo de atividade, mas na CEF ainda predomina o recorte pelo tamanho da empresa.

A terceira característica refere-se ao grau elevado de concentração das operações em um número reduzido de instituições em todos os segmentos do crédito corporativo (ver Quadro 1), característica também observada no mercado de crédito bancário como um todo (incluindo pessoas físicas e jurídicas). No âmbito das instituições privadas, Itaú Unibanco e Bradesco (onde a importância relativa do crédito corporativo no total do crédito ao setor privado é maior), no grupo nacional, e Santander, no grupo estrangeiro, são os principais *players* em todos os segmentos (mas, com posições diferenciadas no *ranking* de cada setor). O HSBC, apesar de ser o único banco global presente no país, não tem uma participação relevante em nenhum segmento do crédito corporativo (nessa instituição, a carteira de pessoa física supera àquela de pessoa jurídica, ao contrário das três instituições acima mencionadas). Vale destacar, igualmente, um denominador comum à atuação dos *players* privados: a busca de uma maior diversificação da sua carteira de crédito corporativo, subordinada, muito mais, a uma estratégia de alocação de portfólio (que busca reduzir o risco da carteira mediante sua pulverização entre um maior número de setores, que, em geral, têm desempenhos diferenciados), do que à evolução conjuntural da demanda. Já no grupo dos bancos públicos, dominado pelas três principais instituições (BNDES, BB e CEF), há uma maior heterogeneidade setorial, como destacado a seguir.

Apesar dessas características gerais, os seis segmentos do crédito corporativo diferenciaram-se em relação à importância de cada modalidade de recurso e ao padrão de atuação e participação relativa das instituições públicas e privadas (ver Quadro 1).

Em relação ao primeiro aspecto, os recursos direcionados predominam nos setores rural, imobiliário e de infraestrutura, enquanto os recursos livres têm uma participação mais elevada, em ordem crescente, na indústria, nas exportações e, sobretudo, nos setores de serviços e comércio. No segmento de recursos livres, nas operações com recursos domésticos, destaca-se a linha de capital de giro e a conta garantida em todos os setores e, no caso das exportações, a principal modalidade é o ACC. Ademais, no caso da indústria e das exportações, há uma elevada dependência de recursos direcionados nas operações de longo

prazo.

No que diz respeito aos padrões de atuação e às participações relativas dos bancos públicos e privados nos diferentes segmentos do crédito corporativo, observou-se que, no início do ciclo os bancos públicos ocupavam a posição de liderança nos setores de infraestrutura, imobiliário, rural e industrial. Esta posição foi sustentada, ao longo de todo o ciclo, nos três primeiros setores.

No setor de infraestrutura, o principal (e quase exclusivo) agente é o BNDES. Ao longo do período estudado, no segmento de crédito bancário estrito senso, os grandes bancos privados nacionais, principalmente Bradesco e Itaú, reduziram gradual e progressivamente, ao longo do período estudado, sua exposição a este setor em suas carteiras de crédito corporativo. Simultaneamente, os bancos públicos ganharam espaço por meio de uma forte expansão do BB em energia e telecomunicações, e de uma importante mudança estratégica da CEF que, além de aprofundar suas operações tradicionais em saneamento e infraestrutura urbana, amplia sua atuação em energia. Desenha-se, assim, um cenário de acirramento da competição nesse setor, no qual os dois bancos públicos com carteira comercial aparecem como atores cada vez mais importantes, a disputar espaço com o Bradesco e, principalmente, com o Itaú Unibanco.

Quadro 1. Principais instituições financeiras e fontes de recursos nos diferentes segmentos do crédito corporativo¹

Setor/Instituição	Públicas			Privadas nacionais			Privadas estrangeiras		
	Direcionado	Tesouraria	Direcionado	Tesouraria	Repasses externos ⁽³⁾	Direcionado	Tesouraria	Repasses externos ⁽³⁾	
Indústria	BNDES ⁽²⁾ e Banco do Brasil	Banco do Brasil	Itaú Unibanco e Bradesco	Itaú Unibanco e Bradesco		Santander	Santander		
Exportação	Banco do Brasil e BNDES ⁽²⁾	Banco do Brasil	Bradesco, Itaú Unibanco, Votorantin	Bradesco, Itaú Unibanco, Votorantin		Santander e HSBC	Santander e HSBC		
Comércio		Banco do Brasil		Bradesco e Itaú Unibanco		Santander	Santander		
Serviços	BNDES ⁽²⁾ e Banco do Brasil	Banco do Brasil	Bradesco, Itaú Unibanco e Safra	Bradesco, Itaú Unibanco e Safra		Santander	Santander		
Infraestrutura	BNDES ⁽²⁾ e CEF		Itaú Unibanco e Bradesco		Itaú Unibanco e Bradesco	Santander e Caterpillar ⁽⁴⁾		Santander	
Imobiliário	CEF		Itaú Unibanco e Bradesco			Caterpillar ⁽⁴⁾			
Rural	Banco do Brasil	Banco do Brasil	Itaú Unibanco e Bradesco			Santander e Rabobank			

Nota:

- (1) No cruzamento de instituições com fontes de recursos e setores de atividade optou-se pela indicação apenas das mais relevantes.
- (2) Direto.
- (3) Recursos dos organismos multilaterais (como Banco Mundial e BID) e de bancos de desenvolvimento estrangeiros. As informações apresentadas foram obtidas nas entrevistas.
- (4) Primeiro repassador do BNDES para construção imobiliária e de infraestrutura.

Já no setor imobiliário, o predomínio das instituições públicas ancora-se na atuação da CEF, grande operadora do SBPE e com acesso, até recentemente quase exclusivo, aos recursos do FGTS. Em relação aos dois principais *players* privados nacionais a fusão entre Itaú e Unibanco também projeta um futuro de maior competição. O sinal mais claro nessa direção é o fato de a nova instituição Itaú Unibanco ter ultrapassado o Bradesco como o maior prestador de recursos privados para a construção entre os bancos privados. No grupo dos bancos estrangeiros, o crédito imobiliário destinado a pessoas jurídicas ainda é incipiente no Santander. Mas, neste setor, outra instituição estrangeira, a Caterpillar Financial S/A, também despontou como um agente relevante de recursos, enquanto a principal instituição repassadora do BNDES para o financiamento de máquinas e equipamentos para construção.

No setor rural, o predomínio das instituições públicas decorre da atuação do BB (com as instituições privadas nacionais e estrangeiras ocupando o segundo e terceiro lugares, respectivamente), com participação superior a 60% no Sistema Nacional de Crédito Rural. Os elevados riscos da atividade rural fazem com que as instituições privadas fiquem mais cautelosas na concessão de financiamentos, seja com recursos livres, seja com os recursos direcionados. Nos períodos de crescimento da economia e dos agronegócios, em particular, cresce a participação dessas instituições nesse segmento. Nos momentos de crise, contudo, o aumento da aversão ao risco conduz à retração dessas instituições (nacionais e estrangeiras), não obstante a existência de obrigatoriedade da destinação de parte do depósito à vista funcionar como um estabilizador automático desse segmento de crédito. Nessas situações, o espaço deixado pelos bancos privados (e também pelas *tradings*) no financiamento a essa atividade essencial é ocupado pelos bancos públicos. No grupo dos bancos privados, além do Bradesco, Itaú Unibanco e Santander Real, o Rabobank também apareceu como um *player* relevante.

Em contrapartida, no setor industrial, a liderança dos bancos públicos no início do ciclo (em função, principalmente, da atuação do BNDES – que nesse setor beneficia, sobretudo, as grandes empresas – já que o avanço do BB nesse segmento ocorreu a partir de 2005) foi perdida para os bancos privados nacionais em dezembro de 2005 que, com a aceleração do crescimento e a maior demanda de recursos pelas empresas (num contexto de menor endividamento, como destacado acima), passaram a concorrer, de forma mais intensa, na concessão de crédito a este setor, vinculada seja a repasses do BNDES

(principalmente, para aquisição de máquinas e equipamentos), seja a recursos de tesouraria (já que as empresas industriais são muito dependentes de capital de giro). Essa posição foi sustentada até dezembro de 2008, em função, principalmente, do avanço das operações do Itaú e Unibanco (e após a fusão do Itaú Unibanco) e do Bradesco. A ação anticíclica dos bancos públicos, especialmente do BNDES e do BB, no primeiro semestre de 2009 resultou, contudo, na ampliação da sua fatia de mercado nesse segmento, que voltou a superar aquela dos bancos privados nacionais em junho de 2009. Já os bancos estrangeiros permaneceram em terceiro lugar ao longo de todo o período.

Assim, no final do ciclo o grupo de bancos públicos retomou o primeiro lugar no segmento de crédito industrial, em função da sua ação anticíclica num contexto de recuo dos bancos privados. Com a retomada do crescimento da economia, esta posição pode ser novamente perdida para as instituições privadas nacionais, as quais devem novamente responder mediante ampliação das operações de crédito para esse setor, que se revelam rentáveis e menos arriscadas do que nos setores mencionados acima (especialmente, infraestrutura e rural).

Já no setor terciário, menos intensivo em capital e com investimentos de menor prazo de amortização (e, assim, menor risco), as instituições privadas mantiveram a liderança ao longo de todo o ciclo, (encabeçadas pelo Bradesco) nos seus dois segmentos (comércio e serviços), mas ocorreram mudanças na segunda posição no primeiro caso. No comércio, as instituições privadas estrangeiras mantiveram-se no segundo lugar até dezembro de 2008. Seu maior envolvimento nesse setor decorre, em grande medida, da forte presença de empresas multinacionais em alguns segmentos do comércio, as quais mantêm estreito relacionamento com os bancos de suas matrizes. Esta posição, todavia, foi perdida no primeiro semestre de 2009 para as instituições públicas, cujo avanço nesse segmento (essencialmente do BB e da CEF, já que as operações do BNDES, diretas e indiretas, não são relevantes nesse setor) a partir do último trimestre de 2008 respondeu à política anticíclica e às suas estratégias operacionais. Neste contexto, já em dezembro de 2008, o BB desbancou o Bradesco da primeira posição neste segmento de crédito corporativo e abriu vários pontos percentuais de vantagem em relação ao Itaú Unibanco (terceiro lugar) e ao Santander (quarto lugar). Assim, no final do ciclo, a despeito da liderança do grupo de instituições privadas, o BB era o banco-líder nesse segmento.

Já no segmento de crédito às empresas de serviços, a disputa por mercado entre os bancos privados foi bem mais acirrada do que no comércio. Embora o Bradesco tenha se mantido na liderança ao longo de todo o período, a distância mantida dos seus concorrentes em 2008 (Santander em segundo lugar e Itaú Unibanco em terceiro) não foi tão ampla como a verificada no outro setor do terciário. Em 2008, o grupo dos bancos públicos aumentou ligeiramente sua participação nesse segmento do mercado de crédito corporativo, em função, principalmente, da atuação do BB e do BNDES. No caso deste banco de fomento, as operações indiretas são mais relevantes e se destinam, principalmente, às pequenas empresas (ao contrário dos demais setores, nos quais as grandes empresas predominam como principais beneficiárias dos desembolsos desta instituição).

Finalmente, no crédito à exportação, os bancos privados, em seu conjunto, foram líderes ao longo de todo o período em foco, dados os volumes mais expressivos envolvidos nas operações de ACCs vis-à-vis os mecanismos públicos de financiamento (BNDES-exim e Proex). E neste grupo, as instituições privadas nacionais ocuparam o primeiro lugar, com destaque para o Bradesco (líder nas operações de ACC e também de repasses BNDES-exim no grupo dos bancos privados), seguido pelo Itaú-Unibanco e pelo Banco Votorantim, que também tem uma importante atuação nessas duas modalidades de operação. Todavia, é importante destacar a importância fundamental do sistema público de financiamento à exportação, principalmente nos financiamentos de mais longo prazo, associada à atuação do BB – agente exclusivo da União no PROEX – e, principalmente, do BNDES – que atua com as linhas de financiamento BNDES-Exim, nas modalidades diretas e indiretas. No âmbito dos desembolsos indiretos, BB despontou como principal instituição repassadora dos recursos do BNDES-Exim. Esta instituição foi, igualmente, o principal agente no fechamento de ACCs – principal instrumento privado de financiamento às exportações, acessível a empresas de todo perfil de porte e setorial –, o que confere a esse banco o papel de instituição-líder no financiamento das exportações brasileiras.

Em relação à qualidade do crédito, nos quatro setores corporativos para os quais há dados disponíveis (indústria, comércio, outros serviços e rural), o aumento do grau de endividamento não foi acompanhado por uma deterioração da capacidade de pagamento das empresas. Ou seja, em todos os casos, os créditos de maior qualidade (Níveis AAA e

A) predominaram, mesma na fase descendente do ciclo (após outubro de 2008). Nessa fase, contudo, se observa uma evolução assimétrica dos créditos de maior qualidade (nível AAA) na indústria, cujo peso no total aumenta de forma bem mais expressiva (na comparação com os demais setores), em função da maior participação das operações de crédito vinculadas a derivativos cambiais nas empresas industriais.

Já a dinâmica cíclica e a participação dos setores no total do crédito corporativo foram bastante heterogêneas. O setor rural foi o único que apresentou taxas positivas de crescimento real (quando comparado com igual mês do ano anterior) desde o início do ciclo, ou seja, janeiro de 2003, que vigoraram durante todo o período em tela. Essa especificidade é reflexo de características próprias dessa atividade produtiva. Como o seu financiamento provém, na sua maior parte, de recursos direcionados, o volume de crédito destinado a esse setor varia com menor intensidade frente às mudanças do ambiente macroeconômico, que afetam a disposição do sistema bancário privado em ofertar crédito. Contudo, na média do período, o crédito rural (incluindo os financiamentos às famílias) como percentual do PIB e do crédito corporativo foi o menor entre todos os setores de atividade.

O segundo setor a ingressar na fase ascendente do ciclo foi o comércio, cujo estoque das operações de crédito começou a registrar taxas positivas de crescimento real frente a igual mês do ano anterior a partir de janeiro de 2004. Contudo, a despeito do dinamismo deste setor ao longo de todo o período em foco (impulsionado, a partir de 2005, pela evolução favorável da massa de rendimentos), o comércio foi, após o setor rural, o setor corporativo que menos absorveu crédito. Além do ciclo do negócio na atividade comercial ser relativamente mais curto (ao da indústria e da infra-estrutura), com rápido giro dos estoques, é usual nesse setor, sobretudo no comércio varejista, a negociação com os fornecedores de maiores prazos para pagamento, o que diminui a necessidade de financiamento bancário.

Já o setor de serviços passou a registrar taxas reais positivas a partir de março de 2004, ou seja, dois meses após o setor de comércio, com forte aceleração nos três primeiros trimestre de 2008 (movimento associado às obras do PAC, já que uma parte da infraestrutura está incluída nesse setor nas estatísticas do BCB). Esse setor, à semelhança do comércio, não têm participação no crédito ao setor privado corporativo proporcional ao seu peso econômico devido à sua menor necessidade de financiamento, uma vez que

várias das atividades que o integram se caracterizam pela maior intensidade de capital variável e circulante do que de capital fixo.

No caso do crédito à indústria – setor que responde pela maior parcela do crédito corporativo, devido, exatamente, à sua maior intensidade de capital físico, além das especificidades do crédito à infraestrutura (questão destacada a seguir) – as taxas de crescimento reais (contra o mesmo mês do ano anterior) tornaram-se positivas somente em maio de 2004 e se mantiveram praticamente estagnadas até novembro de 2005, somente ganhando impulso (taxas reais de expansão positivas e crescentes), a partir de janeiro de 2006, ou seja, com um atraso em relação ao crédito corporativo total e às operações com os setores de comércio e serviços, que tiveram um primeiro período de dinamismo em 2004. As conclusões do subprojeto “Padrões de financiamento das empresas não-financeiras brasileiras” contribuem para a compreensão do ingresso atrasado da indústria no ciclo de crédito recente. No caso desse setor, as companhias, favorecidas por condições internas muito positivas de geração de lucro e por um quadro econômico e financeiro interno e externo benigno, adotaram a estratégia de redução do endividamento bancário, bem como de aumento de seu prazo médio.

No crédito imobiliário, o movimento ascendente é mais intenso depois de 2006, sendo possível constatar dois momentos mais eufóricos da trajetória: entre o último trimestre de 2006 e o primeiro de 2007 e novamente entre o último trimestre de 2007 e o terceiro de 2008, quando tais cifras se repetem. Já no setor de infraestrutura, o atraso em relação ao movimento geral é ainda maior do que na indústria e no setor imobiliário: a expansão forte e sustentada só ocorre em 2007.

Em contrapartida, nesses dois últimos setores, em função da maior dependência do crédito direcionado, concedido pelos bancos públicos (CEF no primeiro caso e BNDES no segundo, como destacado a seguir) não se verifica a reversão observada nos demais segmentos no último trimestre de 2008, que, em função do efeito-contágio da crise financeira internacional sobre o mercado de crédito doméstico, enfrentam uma forte desaceleração sincronizada, mas com intensidades relativas díspares. Chama atenção a perda de ritmo um pouco mais suave do crédito industrial relativamente à registrada para o crédito corporativo total e aos setores de comércio e serviços, a despeito de a indústria ter sido a atividade produtiva mais afetada pelo efeito-contágio da crise global. É possível levantar duas hipóteses explicativas para esse resultado: a maior dependência do crédito

bancário nesse setor, que dificulta a contração súbita dos empréstimos, e; a maior participação das operações de crédito vinculadas a derivativos cambiais na indústria, que resultaram em elevados prejuízos financeiros e num processo de reestruturação das dívidas que se estendeu por todo o primeiro semestre de 2009.

3. Perspectivas do mercado de crédito corporativo no período 2010-20 e implicações para a atuação dos três principais bancos públicos federais

Antes de apresentar as perspectivas do mercado de crédito corporativo no período 2010-20, é necessário traçar um cenário macroeconômico de referência, que pode ser considerado otimista. Em âmbito internacional, o crescimento deve ser retomado a partir de 2010, com inflação sob controle. No caso da economia brasileira, trabalha-se com as seguintes hipóteses: redução da instabilidade macroeconômica; preservação do crescimento, e; mudança do perfil do investimento com maior peso daqueles de maior prazo de maturação.

Neste contexto, o mercado de crédito bancário corporativo deve ganhar dinamismo, ancorado na atuação dos principais bancos públicos e privados. Caso a estratégia operacional dos bancos públicos comerciais (BB e CEF) – de ampliar suas fatias de mercado e diversificar sua carteira de pessoa jurídica – se mantenha – hipótese bastante plausível – os bancos privados responderão mediante a expansão do crédito, a partir de recursos de tesouraria, bem como de repasses. Em particular no caso dos repasses, as operações poderão abranger um leque mais amplo de empresas (sobretudo aquelas de menor porte) se o Fundo Garantidor de Investimento do BNDES (criado em junho de 2009) for bem sucedido.

Ademais, nesse contexto, o mercado de capitais também deve ganhar impulso, atuando de forma complementar ao mercado de crédito bancário na oferta de recursos para as empresas característica observada no ciclo recente. Os bancos privados e públicos com carteira comercial continuarão oferecendo aos seus clientes um amplo leque de produtos para atender suas necessidades de recursos, dentre os quais a estruturação e subscrição de emissões de títulos de renda fixa e ações – que, em muitos casos, são considerados uma modalidade de financiamento mais favorável pela empresa em questão.

Do ponto de vista setorial, o crescimento econômico com estabilidade estimulará os investimentos nos diversos setores da atividade econômica (indústria, comércio, serviços,

imobiliários e infraestrutura). Dois setores, em particular, infraestrutura e imobiliário, serão, especialmente, beneficiados. No caso do primeiro setor, a ampliação dos investimentos, vinculadas ao PAC, à Copa do Mundo de 2014 e às Olimpíadas de 2016, demandarão uma maior participação dos bancos privados na oferta de crédito ao setor – mediante modalidades de empréstimos associadas às operações de *project finance* –, de forma complementar aos três principais bancos públicos. No que se refere ao setor imobiliário, além dos estímulos derivados do programa governamental “Minha Casa e Minha Vida”, o déficit habitacional e a expansão da renda no cenário considerado contribuirão para o dinamismo do crédito.

Assim, é de se esperar que o acirramento da concorrência resultará na continuidade do movimento de fusão e aquisição, envolvendo, especialmente, a incorporação de bancos de menor porte pelas instituições líderes. Também é bastante provável que desse movimento participem bancos internacionais, que ainda não estão presentes no mercado brasileiro.

Essa evolução não deve, contudo, resultar na superação da divisão de trabalho entre bancos privados e públicos, os quais devem continuar desempenhando funções essenciais, enquanto instituições de caráter público, que contribuem, de forma fundamental, para a implementação das políticas econômica, financeira e social do Estado. Dentre essas funções, três se destacam.

Em primeiro lugar, a crise mostrou a importância da existência de um sistema bancário de natureza mista, com participação relevante de bancos públicos sólidos e bem posicionados para atuar de forma anticíclica quando a economia entra em fase de desaceleração, sustentando a demanda de crédito das empresas num contexto de retração do crédito privado e desempenhando integralmente o papel de instrumento de política financeira governamental.

Em segundo lugar, como destacado na primeira seção, os bancos públicos têm uma função essencial no fornecimento de crédito para determinados setores e/ou atividades consideradas estratégicas para o desenvolvimento, em virtude do risco elevado e/ou baixa lucratividade (caso dos investimentos de longo prazo de maturação, das atividades exportadora e rural e do crédito habitacional para baixa renda). O financiamento dessas atividades exige, portanto, uma fonte de recursos especial, em geral mobilizada pelo setor público. Assim, é igualmente fundamental a manutenção do sistema de direcionamento de

crédito, que contribui para o exercício dessa função. Essa função poderia ser aperfeiçoada nos próximos anos mediante o desenvolvimento de esquemas institucionais de garantia, que poderiam ser operados pelos três principais bancos públicos. No caso do crédito à exportação, especificamente, o sistema público de financiamento poderia ser mais adequado se centralizado em uma só instituição capaz de coordenar os financiamentos, mas também gerir as garantias e seguros para comércio exterior, já que a sua obtenção constitui uma das principais dificuldades encontradas pelas empresas.

Em terceiro lugar, como no setor bancário, que é oligopolizado, o acirramento da concorrência não se traduz, necessariamente, em concorrência via preço (ou seja, na queda das taxas de juros do crédito e, assim, dos *spreads*), os bancos públicos devem manter e mesmo aprofundar a política financeira de redução dos *spreads*, conquistando assim fatias de mercado e provocando a reação dos bancos privados. Num contexto de redução da taxa básica de juros, com conseqüente perda de receita nas aplicações de títulos públicos, esses bancos serão forçados a expandir suas operações de crédito em condições mais favoráveis (alongar os prazos e reduzir custos) para defender suas respectivas posições de mercado e assegurar sua lucratividade. Para que essa função das instituições públicas – que se pode chamar de reguladora, na medida em que afeta a dinâmica concorrencial mediante a influência na formação de preços ou mesmo a criação de novos produtos – continue sendo praticada, é necessário evitar tanto a ampliação da participação de acionistas privados no capital do Banco do Brasil, como a abertura do capital da CEF.

III. O Mercado de Ações Brasileiro (MAB): síntese da evolução recente, perspectivas e papel dos bancos públicos.

1. O perfil de evolução do MAB no período 1990-2008: síntese

1.1. Um “mapa” da pesquisa

A análise da evolução do MAB foi desenvolvida em duas etapas, com enfoques distintos, porém complementares. O 1º Relatório Parcial (doravante, RP1) concentrou-se na análise empírico-descritiva do mercado, visando identificar suas principais tendências no período 1990-2008, com foco no segmento primário, gerador de recursos novos para as empresas emissoras.

O 2º Relatório Parcial (RP2), de caráter analítico, destinou-se, prioritariamente, à discussão dos condicionantes de tais tendências, apresentando indicadores descritivos apenas na medida em que a análise assim o exigia. Além de tentar contribuir para uma melhor compreensão da própria evolução do MAB, essa análise visou também subsidiar a discussão das duas questões que constituem o foco deste Relatório Final (RF): as perspectivas do MAB no futuro próximo e suas possíveis implicações para a atuação dos bancos públicos federais. Diante desse objetivo, a análise do RP2 foi guiada por duas “escolhas” metodológicas: o foco no quinquênio 2004-08 (pelos volumes recordes de emissões primárias e pela importância das condições recentes para a formulação de perspectivas) e na avaliação do caráter conjuntural ou estrutural da expansão do MAB a partir de 2004.

As principais conclusões dos dois Relatórios são sintetizadas a seguir.

1.2. Principais tendências do mercado no período 1990-2008⁶

No campo regulatório, um marco dos anos 1990-2008 foi a contínua política de abertura do mercado de ações a investidores estrangeiros (como parte da política de liberalização financeira implementada no país), sendo que, a partir de 2000, estes passaram a operar nos mesmos termos dos investidores residentes, inclusive quanto às normas tributárias. No campo da auto-regulação, um marco importante foi a criação, pela

⁶ Nesta seção, a referência a períodos com início posterior ao ano de 1990 deve-se à indisponibilidade de dados para os anos iniciais.

Bovespa, de listagens especiais de governança corporativa (de adesão voluntária), em linha com modelos de referência internacional (em especial, usados na Europa e EUA).

No período 1990-94, ainda marcado pela alta inflação e pelos desdobramentos da longa fase de restrição externa, o MAB mostrou um comportamento errático. Os anos 1995-2008 permitem identificar três fases distintas no que tange às emissões primárias: de 1995 a 1998, de significativo crescimento; de 1999 a 2003, de forte retração; e de 2004-08, de retomada e expansão a taxas e volumes de emissão recordes para o país. O que fica evidente desse perfil cíclico é que ele está muito associado aos ciclos de liquidez internacional e com maior intensidade no caso do mercado acionário.

Essas mesmas tendências foram observadas para o conjunto do mercado de capitais brasileiro (que, além do MAB, inclui o segmento de títulos de dívida, privados e públicos) e também para o mercado de ações internacional (MAI), exceto pelo período 1990-94, que foi de expansão no MAI.

A evolução do MAB em relação ao mercado de capitais brasileiro se deu de forma irregular: o MAB mostrou menor expansão que o mercado de capitais em 1995-98; maior retração no período 1999-2003; e maior expansão entre 2004-08. Com isto, o MAB perdeu participação no mercado até 2003, recuperando-se a partir de 2004, mas, seguindo um padrão internacional, representa ainda parcela minoritária no mercado (cerca de 30% na média de 2004-08).

Quanto ao perfil das ofertas públicas primárias de ações, a análise do período 1999-2008 demonstra que: (i) a imensa maioria das emissões originou-se de empresas de grande porte e de capital privado; (ii) houve nítida concentração das emissões em torno de alguns setores - extração mineral, construção civil, energia (elétrica e derivados de petróleo e bancos - mas o período registra também a presença de novos setores no mercado; (iii) pouco menos de 50% dos recursos destinaram-se ao financiamento da atividade produtiva (investimento e capital de giro) e o restante dividiu-se, basicamente, entre a reestruturação de passivo e aquisições de participações societárias (operações de fusão e aquisição); (iv) no período de expansão recente (2004-08), as ofertas iniciais (IPOs) representaram mais da metade do número e do valor financeiro das emissões, com predominância de empresas listadas no "Novo Mercado" da Bolsa; (v) as emissões de DRs (*Depositary Receipts*, emitidos no mercado externo) demonstram um perfil claramente anticíclico no período

2002-08, com aumento do peso relativo nas fases de retração do segmento primário do mercado doméstico (2002-03) e queda (de 82% para 22%) na fase de expansão do MAB (2004-08); além do próprio dinamismo do mercado doméstico, que facilitou as emissões locais, este movimento, provavelmente, reflete também os efeitos das expectativas de variação cambial nos dois períodos: de depreciação do real no primeiro, tornando mais interessante as emissões em dólares, e de apreciação no segundo, revertendo essa vantagem das emissões externas.

O perfil da demanda por ações no segmento primário revelou tendências preocupantes no período 2004-08, no que tange à sua composição e, por conseguinte, à dinâmica do mercado, determinada, em grande parte, pela demanda. Embora todos os tipos de investidores tenham ampliado suas aquisições no MAB, observou-se que: (i) os dois maiores compradores domésticos de ações em 2004 (fundos e clubes de investimento e pessoas físicas) mostraram tendência praticamente contínua de redução de sua participação relativa no mercado (total de 22% em 2008); (ii) os fundos de previdência e as instituições financeiras, que, em países com mercados bem desenvolvidos costumam ser investidores com forte atuação no mercado de ações, mantiveram peso inexpressivo no período (total de 5% das aquisições, em média); (iii) ao contrário do observado para os investidores locais, os estrangeiros mostraram participação crescente no período, atingindo o recorde de 71% das aquisições em 2007; (iv) essa tendência é observada também no mercado secundário: embora com peso relativo bem menor que no segmento primário, os investidores estrangeiros são os de maior participação no volume total de ações negociadas na Bovespa no período 2004-08 (33% em média).

Finalmente, o perfil de risco do MAB mostrou resultados ambíguos no período 2004-08: (i) o volume negociado na Bovespa cresceu fortemente, acompanhado de tendência de alta do Ibovespa, indicando melhora da liquidez do mercado; (ii) a relação entre os volumes negociados nos segmentos secundário e primário mostrou “saudável” redução, indicando um mercado menos especulativo que em períodos anteriores; (iii) a volatilidade do Ibovespa foi modestamente reduzida até 2007 (para 27%), sofrendo pequena reversão em 2008; (iv) os indicadores de concentração mostraram perfil menos satisfatório, com aumento do grau de concentração em poucas empresas e setores, especialmente em setores vinculados a commodities, e em investidores estrangeiros; (v) estes últimos parecem ter impactos desfavoráveis sobre a volatilidade do Ibovespa, já que

as fases de saída de capital do país (fluxos negativos) coincidem com as de aumento da volatilidade.

1.3. Principais condicionantes da expansão de 2004-08

A discussão sobre a natureza (conjuntural ou estrutural) da expansão do MAB no quinquênio 2004-08, no RP2, explorou quatro grupos de possíveis fatores explicativos, não mutuamente excludentes: a) o mercado internacional (fluxos de capital e comportamento do mercado de ações em outros países); b) o ambiente macroeconômico doméstico (política e desempenho macroeconômico); c) condições institucionais do MAB (regulamentação, auto-regulação e tributação); d) condições de risco da expansão de 2004-08 (indicadores de concentração, liquidez e volatilidade).

Os respectivos indicadores e condições considerados, em conjunto com os que apoiaram a análise descritiva anterior, permitiram afirmar que os quatro grupos de fatores contribuíram, individualmente e em sinergia, para gerar a expansão do MAB, a taxas inéditas, no período 2004-08. Embora com pesos distintos, a lista de fatores favoráveis a tal expansão contempla:

- a) Do mercado internacional: o crescimento econômico mundial; a forte expansão da liquidez internacional; o próprio crescimento do mercado acionário em diversos outros países; em menor escala, a “promoção” do Brasil a *investment grade* em abril de 2008 (Agência Standard & Poor’s).
- b) Do ambiente macroeconômico doméstico: a recuperação das contas externas; a tendência à apreciação cambial; a relativa estabilidade de preços; a política de juros menores que em anos anteriores (embora ainda altos); e, principalmente, o maior crescimento econômico resultante desse conjunto de fatores.
- c) Do ambiente institucional: o amplo grau de abertura financeira que caracteriza o MAB desde o início dos anos 1990; o avanço na regulamentação voltada para a proteção dos investidores e do mercado como um todo (basicamente, a partir de 2000); a tributação mais favorável aos ativos de renda variável (especialmente, a partir de 1995).
- d) Das condições de risco: melhora no perfil de risco do mercado, em relação à liquidez (ampliada) e à volatilidade (modestamente reduzida); apenas os indicadores de concentração não mostraram melhora visível (voltaremos a este ponto adiante).

Embora correndo os riscos inerentes a qualquer tipo de classificação analítica (simplificação e ambiguidade, por exemplo), o Quadro I sintetiza a classificação desse amplo conjunto de fatores nas categorias “estrutural” e “conjuntural”. Consideram-se aqui fatores estruturais os que se enquadram em uma das seguintes condições: a) fatores de natureza institucional, que “moldam” o mercado e tendem a ser mais estáveis ao longo do tempo; b) os de natureza macroeconômica (domésticos ou externos) que demonstrem relativa longevidade no país (caso da estabilidade de preços) ou que reflitam, em parte, condições estruturais da economia (caso das contas externas e do *investment grade*). Alguns desses fatores foram classificados *também* como conjunturais, aqui identificados como aqueles que dependem, de forma importante, de condições sujeitas a oscilações de curto prazo – caso de todos os fatores macroeconômicos (domésticos e externos), dos riscos e da tributação.

Quadro I

Condicionante	Fatores	Estrutural	Conjuntural
Externo	Cresc. econômico		X
	Juros em queda		X
	Expansão do MAI		X
	“Investment grade”	X	X
Macro Doméstico	Contas externas	X	X
	Estab. monetária	X	X
	Polít. de juros		X
	Cresc. econômico		X
Institucional	Proteção invest./mercado	X	
	Tributação	X	X
	Abertura financeira	X	
Riscos	Liquidez		X
	Volatilidade		X
	Concentração		X

Quanto à importância de cada um deles no MAB, a cronologia dos fatos sugere que as condições estruturais tiveram um papel secundário ou, pelo menos, não determinante, como fator *de estímulo* ao MAB no período 2004-08. À exceção da condição de *investment grade*, que é recente, as demais são bem anteriores ao *boom* de 2004-08, mas este só foi possível na presença daquelas condições conjunturais favoráveis. Raciocínio análogo se aplica à condição de “investment grade”, embora em sentido oposto: sua influência parece ter sido importante como fator de atração de demanda externa para o MAB já a partir de

2007 (face à expectativa de valorização dos ativos, gerada pela iminência da nova classificação), mas este também não pode ser interpretado como fator determinante, já que a forte expansão do MAB se iniciou bem antes (e, portanto, na ausência) dele.

Vale notar, porém, que, embora não tenham sido determinantes do processo, as condições estruturais não foram também irrelevantes. Na presença de condições estruturais adequadas, a expansão do mercado acionário tende a se dar em bases mais seguras, o que, indiretamente, contribui para sustentar, embora não para desencadear, a expansão. Certamente, as mudanças institucionais favoráveis antes apontadas explicam, pelo menos em parte, o melhor perfil de risco do MAB no período 2004-08.

Quanto aos fatores de natureza conjuntural, quatro parecem ter sido particularmente importantes para explicar a forte expansão do MAB entre 2004-08: a) o crescimento econômico mundial; b) a ampliação da liquidez no mercado financeiro internacional; c) o crescimento econômico doméstico; d) a política de juros implementada no Brasil. Os dois primeiros possibilitaram a gradual melhora das contas externas, que, no período 1999-2003, era, certamente, o principal entrave ao crescimento econômico do país e, indiretamente, do próprio MAB. A melhora das contas externas, por sua vez, permitiu maior estabilidade (ou mesmo apreciação) cambial, viabilizando a combinação de estabilidade de preços com uma política de juros em queda. Combinado ao crescimento econômico mundial, isto favoreceu a retomada do crescimento econômico doméstico (principal condicionante macroeconômico do mercado de ações, na perspectiva teórica aqui adotada). Por fim, como, apesar da queda em relação ao período anterior, os juros no Brasil mantiveram-se ainda elevados, desestimulando a assunção de dívidas, tal política favoreceu, indiretamente, o mercado de ações, em detrimento da assunção de dívidas.

2. Perspectivas do MAB

A evolução do MAB nos próximos anos dependerá dos mesmos fatores que aqui se apontou como possíveis condicionantes da evolução recente: o ambiente macroeconômico doméstico e externo, o ambiente institucional e as condições de risco do mercado no período. Ao afetarem, direta ou indiretamente, as condições de retorno e risco dos ativos, bem como o grau de confiança dos agentes em seus prognósticos a respeito, esses fatores condicionam todos os segmentos do mercado financeiro, embora em forma e intensidade distintas.

Um caminho teoricamente possível para a avaliação das perspectivas do mercado seria a formulação de cenários quantitativos para o conjunto de variáveis envolvidas, considerando ainda os prováveis cruzamentos (relações de sinergia) entre elas. Embora permita um grau elevado de formalização e objetividade, esse método *forward looking* parece pouco indicado neste caso. Diante do extenso elenco de variáveis envolvidas e, principalmente, da dificuldade (ou mesmo impossibilidade) de quantificar algumas delas ou seus efeitos sobre o MAB – especialmente no caso das condições institucionais e de variáveis muito sensíveis às expectativas e ao grau de confiança – ele tende a envolver elevada margem de erro.

Um procedimento alternativo consiste em avaliar, a partir das condições vigentes em períodos recentes, as vantagens e riscos que estas podem impor ao MAB no futuro próximo. Esse método *backward looking* tem a clara limitação de apoiar-se apenas em indicadores passados, que não necessariamente, terão o mesmo perfil no período (futuro) relevante. Pode-se alegar, porém, que os cenários simulados no método *forward looking* padecem do mesmo mal, já que os valores imputados às variáveis não necessariamente serão observados no período relevante. Por outro lado, o apoio da análise em dados passados traz também vantagens, permitindo algum aprendizado a partir de uma experiência concreta. Ademais, sendo nosso objetivo central, nesta análise prospectiva, avaliar as perspectivas de continuidade do processo de expansão recente (2004-08), as condições que lhe deram origem e sustentaram devem guiar a análise.

Quanto a este aspecto, grosso modo, quanto maior o peso atribuído a fatores estruturais, maior a probabilidade de extensão da fase expansiva para os próximos anos. No período 2004-08, concluiu-se por um papel secundário desses fatores para o *desencadeamento* da fase expansiva, mas por um papel relevante, embora indireto e de difícil mensuração, na *sustentação* da tendência de crescimento das emissões primárias. Esta, porém, refletiu também, e em maior escala, as condições *extremamente favoráveis* do mercado externo no período, que, além de seus efeitos diretos sobre o MAB, atuou ainda em sinergia com o ambiente macroeconômico doméstico. Assim, é lícito afirmar que o perfil de expansão do MAB nos anos 2004-08 – com volumes de operação elevadíssimos, elevado retorno e riscos em queda moderada – teve o mercado externo como principal apoio.

Embora as condições de origem doméstica (conjunturais e estruturais) tenham atuado também em favor da expansão do MAB no período, elas certamente não figuram como fatores “autônomos” desse processo. Uma das evidências nesse sentido é o fato, já observado, de que a maioria das mudanças estruturais no MAB foi implementada nos anos 1990, ou no começo dos anos 2000, enquanto o *boom* do mercado só teve início em 2004, quando a economia brasileira retoma o crescimento. Outra, relativa às condições macroeconômicas favoráveis, é o fato de que condições semelhantes (estabilidade de preços, maior crescimento econômico, etc.) estiveram também presentes na fase anterior de expansão do MAB (1995-98), mas não geraram um crescimento tão “espetacular”. Uma diferença importante entre os dois períodos reside justamente nas condições externas: estas só foram favoráveis na primeira metade do período 1995-98, mas se mantiveram extremamente favoráveis durante a maior parte fase de expansão recente (tendo iniciado a melhora em 2002 e se estendido até 2007).

Em suma, a combinação de fatores que, aparentemente, moldou a expansão do MAB nos anos 2004-08, sugere baixa probabilidade de extensão desse cenário para os próximos anos, *na ausência de condições externas tão favoráveis* quanto as que prevaleceram recentemente. Isto não chega a ser um impedimento à continuidade da expansão, mas é, certamente, uma fonte de incerteza, especialmente no que tange aos volumes recordes de negócios que marcaram a fase recente. A manter-se as demais condições (macroeconômicas domésticas e institucionais) em estado favorável, é possível que o MAB mantenha um fluxo de negócios mais elevado que o de períodos anteriores (1999-2003 e 1995-98), mas é pouco provável que mantenha o patamar de 2004-08, “inflado” pelos volumes registrados no biênio 2007-08. A título de ilustração, vale notar que a média de emissões primárias no MAB entre 2004-06 foi de R\$ 12,6 bilhões anuais (sendo R\$ 22,4 bilhões em 2006), enquanto a de 2007-08 atingiu R\$ 56,2 bilhões anuais (sendo R\$ 60,2 bilhões em 2007, auge da fase expansiva no Brasil). De todo modo, diante da inevitável influência do ambiente externo sobre a economia brasileira, mesmo esta hipótese está, em parte, sujeita a um comportamento favorável do mercado externo.

O perfil de risco do MAB no período 2004-08 aponta na mesma direção. Embora se observe melhoras nos indicadores de liquidez e volatilidade do mercado, há também sinais preocupantes no que tange à concentração dos negócios, em três sentidos: a) aumento da concentração da oferta em poucos setores e (grandes) empresas; b) aumento

da concentração dos negócios na Bovespa (mercado secundário) em setores ligados às *commodities* (principalmente petróleo e seus derivados e minerais), fortemente sujeitos às oscilações de preços no mercado internacional, não apenas de ativos financeiros, mas também dos bens finais destes setores; c) aumento da concentração dos negócios da Bovespa e, principalmente, das emissões primárias em investidores estrangeiros. Em conjunto, esses indicadores sugerem um ambiente altamente sensível a fatores externos ao próprio mercado, como o desempenho de empresas específicas (de grande porte), o comportamento de mercados de bens (dessas mesmas empresas e/ou de *commodities*), e o interesse de investidores estrangeiros no MAB. Reforçando as perspectivas antes apontadas, esse quadro demonstra forte dependência do MAB em relação ao “bom comportamento” do mercado externo – considerando não só o mercado financeiro, mas também o desempenho da economia mundial – e sugere baixa probabilidade de manutenção dos níveis recordes de emissões primárias na eventualidade de ausência dessa condição.

A compensar, pelo menos parcialmente, essa dependência externa há a possibilidade de que a própria expansão recente, aliada às novas e melhores condições institucionais relativas aos riscos do mercado e dos investidores (especialmente os minoritários), tenha efeitos mais duradouros, embora difíceis de mensurar, para o MAB. Ao permitir uma experiência bem sucedida em um mercado, até então, desconhecido para muitos ou encarado como uma aposta de alto risco, é possível que o bom desempenho dos anos 2004-08 contribua para melhorar a “imagem” do MAB junto aos novos investidores e emissores de ações que movimentaram o mercado no período. Concretamente, empresas que abriram seu capital e investidores que fizeram aquisições com relativo sucesso nesse período, provavelmente terão interesse em se manter no mercado, estimulando, no futuro próximo, novas emissões.

Tal efeito benéfico, porém, está condicionado à vigência de dois fatores intimamente ligados: a continuidade, ou repetição, do quadro de “bom comportamento” macroeconômico (doméstico e externo) que inspirou o crescimento recente do MAB e alguma mudança no perfil curto-prazista dos investidores residentes. Quanto ao primeiro, não há qualquer garantia de ocorrência, mas a rapidez e intensidade com que diversos governos intervieram nos mercados de seus respectivos países diante da crise financeira internacional detonada pela economia americana em 2007-08, aponta para um cenário

externo mais propenso à recuperação econômica (embora lenta) que à estagnação, o que favorece a economia brasileira e, indiretamente, o MAB.

O segundo fator mencionado é de caráter mais subjetivo e tende a evoluir de forma lenta, dependendo, em parte, do próprio cenário macroeconômico e, em parte, de uma mudança comportamental, no sentido de uma maior propensão a riscos, especialmente por parte das instituições financeiras e dos investidores institucionais. A julgar pelo perfil do crédito privado, do mercado de títulos de dívida e da carteira de investimentos dos grandes investidores no Brasil, ainda fortemente concentrados em operações de curto prazo, tal mudança de comportamento não parece estar em curso. Esse cenário limita os possíveis impactos benéficos do ambiente macroeconômico sobre o MAB, pelo menos numa perspectiva de curto prazo, reforçando a tendência antes apontada de manutenção de um fluxo razoável de emissões primárias, mas não no patamar de 2007-08, na ausência de uma atuação maciça de investidores estrangeiros.

3. Possíveis implicações da evolução recente do MAB para a Atuação dos bancos públicos federais

As relações entre o comportamento recente do MAB e a atuação dos bancos públicos no Brasil devem ser analisadas em duas perspectivas: a partir da possível influência da atuação dos bancos públicos sobre a evolução do MAB e, na via oposta, da possível influência do MAB sobre o espaço e estratégias de atuação dos bancos públicos. A primeira contempla também dois possíveis canais de influência: através da atuação direta dos bancos públicos no MAB, como intermediários, compradores e/ou emissores de ações, e através da atuação dos bancos públicos em seu mercado típico – o mercado de crédito – que pode representar uma fonte concorrente ou complementar ao MAB.

O mercado de crédito é também o principal canal de manifestação de possíveis influências do MAB sobre os bancos públicos – a segunda perspectiva antes mencionada. Constituindo-se como uma fonte de acesso a recursos para as empresas, alternativa ou complementar ao crédito bancário, a expansão das operações primárias no MAB pode significar alguma perda de *market share* para os bancos públicos, em termos absolutos ou na margem – assim como para os bancos privados mais atuantes no crédito a pessoas jurídicas. Nesse processo, serão potencialmente mais afetados os bancos que atuam também, ou predominantemente, no segmento de crédito de longo prazo – caso típico do

BNDES e, em menor escala, da CEF e do BB – já que é esta fonte que as empresas buscam substituir ou complementar no mercado de ações.

Em suma, a análise das relações entre o MAB e os bancos públicos deve contemplar três possíveis canais de influência mútua: a) através da atuação direta dos bancos públicos no MAB; b) através da atuação dos bancos públicos no mercado de crédito; c) através dos possíveis efeitos da evolução do MAB sobre os segmentos do mercado de crédito em que, tipicamente, atuam os bancos públicos.

O primeiro deles foi analisado no Cap. II do RP1 (seção II.8) e mostrou-se um canal de fraco contato entre os bancos públicos e o MAB. Este é, portanto, um possível nicho de mercado a ser explorado pelos bancos públicos, especialmente nas posições de intermediários e compradores de ações. A atuação desses bancos como ofertantes de ações é limitada pela própria estrutura de capital de dois deles: o BNDES e a CEF, que são instituições de capital fechado, onde o governo federal detém (através do Tesouro Nacional) 100% do capital integralizado. Entre os bancos aqui analisados, o BB é o único com alguma possibilidade de expandir sua atuação como ofertante de ações no MAB, embora de forma também limitada.

Desde os anos 1970, o BB classifica-se como companhia de capital aberto, com ações negociadas em bolsa. Em 2001, no âmbito de um programa de reestruturação de bancos públicos federais⁷, estabeleceu-se o compromisso do BB em aderir ao “Novo Mercado”, o que ocorreu, formalmente, em junho de 2006.⁸ Essa listagem especial da Bovespa exige o compromisso da empresa com a manutenção de, pelo menos, 25% de seu capital na forma de ações em mercado (em circulação). Até fins de 2008, este índice era de 22% no BB. Seu compromisso é atingir os 25% até junho de 2011 (RP1, Cap. II, seção II.8, p. 114) e não é recomendável que amplie este percentual para muito além do exigido. Afinal, o compromisso das companhias de capital aberto com seus acionistas é o de lhes proporcionar o maior retorno possível com as ações, seja na forma de dividendos ou de ganhos de capital. Nos dois casos, a companhia deve ter uma preocupação constante com

⁷ Trata-se do Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais (PFIFF), lançado em junho de 2001 pelo Governo Federal.

⁸ A primeira emissão de ações do BB pela nova listagem (no caso, uma emissão secundária) ocorreu em 27/06/2006 (registro CVM/SRE/SEC/2006/021), no valor de R\$2,3 bilhões. A adesão formal do BB ao Novo Mercado – isto é, quando suas ações passam a ser negociadas neste segmento – data de 28 de junho de 2006. A demora na adesão efetiva (cinco anos) deve-se, provavelmente, à necessidade de adequação do Banco às exigências do Novo Mercado.

a geração de lucro, que é objetivo prioritário de qualquer empresa privada. Embora a operação com lucro não seja incompatível com a atuação de bancos públicos, este resultado, certamente, não é (ou não deveria ser) a principal motivação, ou razão de ser, de um banco público.

Quanto às outras formas de atuação dos bancos públicos no MAB – como intermediários e compradores – a primeira mostra-se, em princípio, mais indicada. A intermediação na colocação de ações no mercado de capitais é um segmento de mercado em expansão para bancos de maior porte (como os três aqui analisados), como parte do processo de desintermediação financeira em curso no país e no mundo nas duas últimas décadas. Uma vantagem dessa forma de atuação, que tem atraído muitos bancos privados, é o menor risco da operação, quando comparada ao crédito bancário tradicional. Na função de intermediário, o banco só incorre em risco de crédito nos contratos que incluem algum adiantamento de recursos à empresa emissora, mas este tem as ações emitidas como garantia. Da mesma forma, o banco intermediário só incorre em risco de mercado na medida em que retenha as ações em seu balanço, o que não é uma obrigação nesta forma de operação, mas uma opção do banco, caso acredite no potencial de retorno da ação.

O risco de mercado, a propósito, é o que desaconselha uma atuação mais intensa dos bancos públicos como compradores finais de ações no MAB, pela mesma razão antes apontada como limite à sua atuação como ofertantes: sua própria condição de bancos públicos. Essa condição requer uma gestão que preserve a capacidade de empréstimo dos bancos públicos, especialmente nos nichos de mercado preteridos pelas instituições privadas e em períodos de “estresse” do mercado financeiro. Isto requer baixa exposição desses bancos a segmentos de mercado mais instáveis, como é, em geral, o caso do mercado de ações.

Essa limitação, naturalmente, se estende a outra possível forma de atuação de bancos públicos no MAB: a atuação como *market maker*. Nesta função, o banco assume o compromisso de atuar de forma anticíclica no mercado de ações, de modo a conter, dentro de intervalos previamente definidos, as oscilações do mercado (em geral ou para ações específicas), ou mesmo garantindo a aquisição de volumes preestabelecidos de emissão, de forma a sustentar o preço em caso de insuficiência de demanda. Isto significa, na prática, vender ações quando o mercado está predominantemente “comprador” (e, portanto, com expectativas de alta dos preços) e comprar quando ele está predominantemente

“vendedor” (com expectativas de queda). No primeiro caso, o banco abre mão de um possível ganho de capital no futuro, o que não é, em si, problemático, se a principal fonte de receita do banco forem suas operações de crédito. No segundo, o banco assume um elevado risco de mercado, o que, embora não chegue a ser um impedimento, deve ser um critério limitante à sua atuação como *market maker*. Isto, porém, pode limitar também a eficácia do banco nesta função. Assim, idealmente, a função de *market maker* do mercado de ações não deveria ser assumida por um banco público, comprometendo seu balanço e, possivelmente, sua capacidade de empréstimos no futuro, mas sim por um (ou mais) fundo especificamente criado para este fim, no qual os bancos públicos poderiam ter cotas definidas.

O dois outros possíveis canais de influência mútua entre o MAB e os bancos públicos, que se manifestam no mercado de crédito – mais especificamente, no comportamento do crédito público frente ao segmento primário do MAB – foram analisados neste Relatório (RP2, Cap. II, seção II.7). Constatou-se que os dois segmentos tiveram retração e expansão nos mesmos períodos (1999-03 e 2004-08, respectivamente), mas que os três bancos públicos analisados tiveram comportamentos distintos entre si. O BB replicou a trajetória do crédito público agregado, mas ampliou *market share* ao longo do período em análise. A CEF contraiu continuamente suas operações, mas por razões totalmente alheias ao MAB. O BNDES expandiu continuamente suas operações de crédito, a taxas maiores na fase de retração do MAB e menores na fase de expansão, demonstrando nítida atuação anticíclica neste mercado, bem como no próprio mercado de crédito, no qual teve moderada perda de participação na fase de recuperação do crédito total no Brasil (2004-08).

Esse comportamento parece demonstrar que a expansão do crédito público – notadamente, do BB e do BNDES – não “roubou” mercado ou impediu a expansão do MAB. O banco que mais expandiu o crédito na fase de expansão do MAB foi o BB (Tabela III.1), com aumento de 45% na média anual de suas operações entre 2004-08 e 1999-03. Isto, porém, não impediu que, no mesmo período, as emissões primárias no MAB crescessem 193%. O BNDES, como já observado, embora tenha também expandido suas operações durante a fase de forte expansão do MAB, o fez a taxas bem menores que no período de retração do mercado. Assim, se alguma influência houve de um mercado sobre outro, mais provável é que esta tenha se dado na direção oposta, isto é, do MAB para os bancos

públicos – ou, mais especificamente, do MAB para o segmento de mercado do BNDES, cuja clientela inclui também empresas de grande porte, que podem se beneficiar de um mercado acionário mais dinâmico.

**Tabela III.1 - BB, CEF e BNDES: crescimento real das operações de crédito
Taxas de variação das médias anuais por período¹ - 1999-2008**

Período	Operações de Crédito								MAB Emissões Primárias
	BB		CEF		BNDES		Total		
	Emprést.	Total ²	Emprést.	Total ²	Emprést.	Total ²	Emprést.	Total ²	
1999-03/ 1995-98	-10,6	-5,7	-52,9	-36,1	50,2	51,0	-23,1	-12,7	-33,8
2004-08/ 1999-03	77,6	45,7	-21,6	-22,9	25,0	8,9	29,5	8,8	193,8

Fonte: Elaboração própria a partir de Banco Central do Brasil - Sistema Financeiro

Dados Cadastrais e Contábeis - 50 Maiores Bancos.

1. Baseadas nos valores da Tabela II.1, ajustados para 2008 pelo IGP-DI centrado.

O maior e melhor acesso das empresas, de qualquer porte, ao mercado acionário (assim como a qualquer outra fonte de financiamento) é um resultado salutar da evolução de qualquer sistema financeiro. Assim, a possível perda de *market share* de bancos públicos para este mercado (ou para o crédito privado) não é, em si, um problema que demande alguma reação específica dos bancos públicos. Por outro lado, a expansão do mercado acionário, em qualquer país, não deve também ser vista como uma panacéia para o problema do financiamento da atividade econômica, que tornaria prescindível a atuação de bancos públicos.

O mercado acionário caracteriza-se, em qualquer país, por elevado custo fixo de entrada e de permanência para as empresas interessadas. Além disso, face à maior liquidez das ações frente a outros tipos de instrumentos financeiros, este é um mercado, normalmente, mais instável que os demais segmentos do mercado financeiro. Nessas condições, o mercado acionário se classifica como um mercado acessível e recomendável, em geral, para empresas de maior porte e, mesmo nestas, como forma complementar de financiamento com capital de terceiros – e não como substituta aos empréstimos bancários. Esta condição, aliada ao fato de que bancos privados, em geral, atendem de forma incompleta à demanda por financiamentos – especialmente para operações, setores e/ou empresas considerados de maior risco – sugere que, mesmo em países com mercados

acionários bem desenvolvidos e dinâmicos, dificilmente estes significarão uma ameaça “letal” aos nichos de mercado ocupados por bancos públicos (onde eles existem).

Contudo, em países onde o mercado de ações é ainda pouco expressivo como fonte de financiamento e está em processo de desenvolvimento – exatamente o caso do Brasil – é possível que este processo exija dos bancos públicos alguma revisão de estratégia de mercado. Concretamente, à medida que o mercado de ações se expande e atrai empresas de maior porte e melhor reputação, estas tendem a ter menor peso na carteira de crédito dos bancos públicos. Nesse contexto, a estratégia indicada é a ampliação das operações voltadas para as empresas e setores “excluídos”, o que permite compatibilizar a expansão dos dois segmentos do mercado – o de ações e o de crédito público – especialmente nas fases de crescimento econômico. A expansão do crédito do BB e do BNDES no período 2004-08 parece indicar que isto não só é possível, como também já estaria ocorrendo, em alguma medida, no mercado brasileiro.

IV. O Mercado de Títulos de Dívida (MTD): síntese da evolução recente, perspectivas e papel dos bancos públicos.

1. O perfil de evolução do MTD no período 1990-2008: uma síntese

1.1. Introdução

O objetivo principal deste módulo da pesquisa é analisar as características e operação do mercado de títulos corporativos privados no Brasil, seus condicionantes e possibilidades, suas regras de operação, instituições que nele operam, demandantes de recursos, instrumentos financeiros desenvolvidos, bem como analisar o papel que os bancos públicos federais possam ter no desenvolvimento deste mercado. Mais especificamente o objetivo é avaliar e entender os fatores condicionantes que estimularam ou restringiram o crescimento deste mercado no Brasil. A análise da evolução do MTD foi realizada em duas dimensões feitas, respectivamente, no 1º Relatório Parcial (RP1) e no 2º Relatório Parcial (RP2). No RP1, de natureza mais informativa e descritiva, mostrou-se as principais características e tendências do mercado de títulos de dívida privada no Brasil no período 1990-2008: seus instrumentos, segmentos, agentes que atuam neste mercado e mudanças na regulamentação. Em particular, foi feita uma análise da evolução do MTD por períodos. Já no RP2 o objetivo principal foi efetuar uma análise mais interpretativa do MTD privada no Brasil, considerando, por um lado, aspectos mais estruturais que estimulam ou restringem o crescimento deste mercado; e, de outro, a evolução do período recente, entendida como importante de ser analisada uma vez que se trata de um primeiro “boom” (ainda que limitado) do mercado de títulos privados no Brasil. Em particular, as principais questões que foram analisadas neste relatório são: Que fatores impedem ou estimulam o florescimento deste mercado no Brasil? O que levou ao crescimento recente do mercado de títulos privados de dívida no Brasil? Em que medida o desenvolvimento do mercado de títulos públicos é pré-condição para o desenvolvimento do mercado de títulos privados?

As principais conclusões dos dois Relatórios são sintetizadas a seguir, assim como são desenvolvidas algumas perspectivas para o MTD privada e para a atuação dos bancos públicos federais neste mercado.

1.2. Principais tendências e características do MTD

O mercado de títulos da dívida tem crescido substancialmente na economia mundial, em especial nos países em desenvolvimento, desde o início dos anos 1990. De modo geral, a experiência internacional mostra que os mercados de títulos públicos e títulos privados tendem a crescer, grosso modo, conjuntamente. Nos países desenvolvidos, contudo, o mercado de dívida privada cresce mais que o mercado de dívida pública, como é o caso dos EUA, onde se observa em um deslocamento entre os dois mercados. Já nos países em desenvolvimento, os títulos públicos domésticos são os principais papéis emitidos, seguidos por títulos privados domésticos internacionais e títulos públicos internacionais. O desenvolvimento do mercado de títulos de dívida nos países em desenvolvimento, desde o final dos anos 1980, decorre de um conjunto de fatores, dentre os quais a estabilidade macroeconômica, as reformas estruturais, a liberalização financeira e a introdução de marcos regulatórios, prudenciais e legislação apropriada.

Na América Latina, o mercado de títulos de dívida cresceu significativamente nos últimos anos - a relação títulos de dívida/PIB passou de 17% em 1990 para 35% em 2004 (contra 23% e 43% dos países em desenvolvimento asiáticos no mesmo período), mas apresenta as seguintes características: predominam emissões de títulos públicos (25% do PIB em 2004), os títulos são essencialmente de curto prazo (60%), a maturidade da dívida é relativamente baixa e as operações em mercados secundários são pouco relevantes.

O Brasil é, entre os países latino-americanos, aquele com maior mercado de títulos de dívida, em termos absolutos e relativos, mas com larga dominância de títulos públicos. Em 2005 o estoque de títulos de renda fixa no Brasil (não incluindo títulos emitidos por instituições financeiras) correspondia a 74% do PIB, enquanto que na Argentina, Chile, Colômbia e México eram de 33%, 35%, 32% e 21%, respectivamente.

No mercado de títulos de dívida corporativa no Brasil, destacam-se como principais papéis e instrumentos as debêntures (título corporativo de médio prazo emitido em geral por empresas de grande porte) e notas promissórias (título corporativo de curto prazo), sendo que nos anos 2000 adquiriram alguma importância novos instrumentos de securitização - os Fundos de Investimento de Direitos Creditórios (FIDC) e Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) - que são lastreados em recebíveis e emitidos principalmente por empresas de médio porte.

Vários fatores micro-regulatórios impactaram o mercado de valores mobiliários emitidos pelas empresas brasileiras. De fato, várias medidas vêm sendo adotadas para estimular o MTD privada, proporcionando mais segurança, ordenamento e transparência do mercado, incluindo, entre outras, fim da proibição à emissão de debêntures pelas sociedades de arrendamento mercantil, concessão de faculdade ao conselho de administração da empresa de capital aberto para deliberar sobre a emissão de debêntures simples, e determinação de que as ofertas públicas deverão ser realizadas em condições que assegurem tratamento equitativo aos destinatários e aceitantes das ofertas. A criação de instrumentos de securitização – em especial CRI e FIDC – disponibilizou novos mecanismos de financiamento das empresas, voltados em particular para médias empresas e bancos de porte médio.

A evolução do MTD privada no Brasil esteve fortemente influenciada tanto pelo contexto macroeconômico da economia brasileira quanto pelas mudanças regulatórias feitas pelo governo. No caso do mercado de títulos de dívida privada, os sub-períodos podem ser delineados em função de mudanças no contexto macroeconômico: 1990-1994 (alta inflação); 1995-1998 (estabilização com o Plano Real); 1999-2003 (instabilidade macroeconômica); 2004-2007 (estabilidade e crescimento); 2008 (crise financeira). No período 1990-1994 o MTD privado era pouco desenvolvido, com forte predomínio de emissão de debêntures, cujo volume era baixo e oscilatório, uma vez que a predominância de um comportamento curto-prazista, típico de uma ambiente de alta inflação, inviabilizava dívidas em um horizonte temporal mais dilatado. Já o período 1995-1998, auge do Plano Real, houve um crescimento tanto do mercado de títulos corporativos de dívida (volume médio de R\$ 37 bilhões, em valores de dez/2008, contra R\$ 14,4 bilhões de emissão primária de ações) quanto no volume de emissões externas de empresas brasileiras, cujo total de média emissão foi de US\$ 24,4 bilhões no período. No período 1999-2003 o mercado de títulos privados – doméstico e externo - refluíu por conta da maior instabilidade macroeconômica do período (com destaque para duas crises cambiais, uma no início de 1999 e outra ao final de 2002), embora de modo desigual, já que em determinados momentos o mercado doméstico compensou a retração do mercado externo. Já o período 2004/07 foi favorecido tanto pela maior estabilidade e crescimento da economia brasileira quanto por fatores regulatórios, como, por exemplo, medidas simplificadoras para emissão de debêntures e criação (no período anterior) de instrumentos de securitização.

Este último período mostrou que a maior estabilidade macroeconômica (crescimento do PIB, inflação sob controle, dívida pública declinante etc.) melhorou as condições de emissão dos títulos de dívida, com prevalência de debêntures e com alongamento nos prazos de emissão. Por fim, o ano de 2008 é marcado pelo contágio da crise financeira internacional, que se fez sentir mais fortemente a partir de outubro de 2008. O volume de emissão de debêntures se contraiu fortemente a partir do segundo trimestre deste ano, sendo apenas parcialmente compensado pela emissão de ações e de notas promissórias, que respondem juntos por quase 45% das emissões no ano (Tabela IV.1).

Tabela IV.1 - Emissões dos títulos e valores mobiliários

	Ações	Debên- tures	Quotas de FII	Notas promis- sórias	CRI	Quotas de FIDC	Quotas de fundos de invest. em partip.	Outros	Total
Valores médios do período (R\$ milhões de dez/2008)*									
1995/1998	14.393,3	24.339,3	424,7	12.548,4	0,0	0,0	0,0	526,1	52.231,8
1999/2003	2.919,5	19.251,8	786,5	11.194,3	295,9	494,0	35,4	768,9	35.746,4
2004/2007	16.578,3	49.690,6	396,6	5.868,7	1.339,8	10.909,5	8.830,5	608,8	94.222,8
2008	32.658,5	39.948,2	531,3	26.382,0	955,0	10.416,5	20.574,4	829,4	132.295,4
Participação relativa (%)									
1995/1998	27,6	46,6	0,8	24,0	0,0	0,0	0,0	1,0	100,0
1999/2003	8,2	53,9	2,2	31,3	0,8	1,4	0,1	2,2	100,0
2004/2007	17,6	52,7	0,4	6,2	1,4	11,6	9,4	0,6	100,0
2008	24,7	30,2	0,4	19,9	0,7	7,9	15,6	0,6	100,0

Fonte: CVM. Elaboração própria.

Nota: (*) Valores deflacionados pelo IGP-DI centrado

Algumas características gerais do mercado de debêntures no período recente podem ser destacadas: prazo médio ainda relativamente baixo (de modo geral de 4 a 7 anos em média em 2000-2008); predominância de debêntures indexadas a taxa DI a partir de 1999; concentração das emissões em poucas empresas - em 2004-2008, as 8 maiores empresas emissoras representaram 53% do total do valor das emissões; mercado secundário pouco denso (o volume de debêntures no mercado secundário representou apenas 3,7% em média do total incluindo debêntures e ações no período 2004-2008); predominância em 1999-2008 de destinação de recursos para capital de giro, alongamento

de perfil de endividamento e aquisição de bens de arrendamento⁹. No caso dos FIDCs observa-se que as principais modalidades de ativos-lastro da emissão têm sido recebíveis comerciais e financiamento de veículos, enquanto que as atividades econômicas que mais utilizam este instrumento de securitização – usado frequentemente por empresas e bancos de médio porte – foram intermediação financeira e indústria de transformação.

Os principais demandantes de títulos de dívida corporativa no Brasil têm sido os fundos de investimento e os fundos de pensão. Destacam-se, em particular, os fundos de investimento, que cresceram bastante no período recente, sendo que a indústria de fundos se diversificou, com diminuição do peso relativo ao longo do tempo dos fundos de renda fixa e DI e crescimento em contrapartida dos fundos multimercado, fundos de ações e previdência, mas com a ainda predominância dos fundos de renda fixa e DI (45% do total do patrimônio líquido dos fundos em dezembro de 2007). No que se refere às suas aplicações, predominam as aplicações em títulos públicos federais e operações compromissadas em títulos públicos, tendo havido a partir de 2005 alguma diversificação para aplicações em ações e CDB/RDBs, sendo que a aplicação em debêntures cresceu, mas manteve-se relativamente baixa (cerca de 4% do total das carteiras dos fundos). Há uma boa sobreposição entre as aplicações dos fundos de investimento e fundos de pensão, uma vez que uma boa parte das aplicações destes últimos é feita através de fundos de investimento. O ativo dos fundos de pensão cresceu sobremaneira a partir de 2003, com destaque para as entidades de patrocínio público, sendo que há predominância na composição de carteira nas aplicações em renda fixa (fundos de investimento e títulos públicos), o que é explicado em parte pela combinação de liquidez e rentabilidade que tem sido proporcionada pelos títulos públicos no Brasil.

1.3. Principais características e condicionantes da expansão de 2004-08

No período 2004-08, favorecido pelo cenário externo favorável - boom de *commodities* e elevada liquidez no mercado financeiro internacional – a economia brasileira teve um crescimento econômico médio de 4,6% bem superior a média de 1,9% do período

⁹ Em particular, em 2004-2007, a emissão de debêntures foi em parte “contaminada” pelas empresas de leasing (arrendamento mercantil), frequentemente integrante de um conglomerado financeiro. As informações sobre ramos de atividade e destinação de recursos devem ser vistas com cautela, dada a precariedade das mesmas.

1999-2003. O contexto internacional favorável permitiu que o crescimento econômico fosse realizado sem ser contido pela restrição externa. A valorização na taxa de câmbio ajudou na redução da taxa de inflação que caiu de 9,3% em 2003 para 3,1% em 2006. O crescimento econômico combinado com uma certa redução na taxa Selic permitiu que a relação dívida pública/PIB caísse de 52,4% em 2003 para 36,0% em 2008. O período finaliza com os impactos da crise financeira internacional sobre a economia brasileira, em função da dupla restrição de liquidez - saída de capitais de não-residentes e desaceleração no crescimento do crédito doméstico - que se fez sentir ao longo do ano de 2008, em particular a partir da quebra do Lehman Brothers.

Como pode ser observado na Tabela IV.1 há um forte boom na emissão de títulos e valores privados - ações, debêntures e notas promissórias. A média anual de emissão de títulos e valores em 2004-07 foi de R\$ 94,2 bilhões contra a média anual de R\$ 35,7 bilhões em 1999-2003. Este boom no mercado de títulos privados é resultado de um conjunto de fatores, que inclui o maior crescimento econômico, certa redução na taxa de juros (que estimula a busca de maior rentabilidade por parte do investidor), mudanças regulatórias (que já vinham ocorrendo no período anterior), estímulo fiscal ao alongamento nos prazos dos fundos de investimento, além da emissão de debêntures por parte de empresas de leasing. No período analisado foram bastante utilizados os mecanismos de *green shoe* e lote suplementar, permitidos a partir da Instrução CVM no. 400, que estimularam o acesso das empresas ao mercado de capitais, ao possibilitar adaptar o montante total das emissões à demanda existente por títulos e, ao mesmo tempo, beneficiar-se eventualmente de melhores condições de juros e risco.

No período 2004-07 houve forte crescimento na emissão de debêntures, cuja emissão anual média foi de R\$ 49,7 bilhões contra R\$ 19,3 bilhões em 1999-2003, crescimento este que veio acompanhado do aumento no prazo médio de emissão de 4,5 anos em 2003 para 7,2 anos em junho de 2008. A predominância de debêntures indexadas à taxa DI (mais de 90% do total) reflete a aversão dos investidores em carregar o risco de mercado vis-à-vis a instabilidade histórica da (alta) taxa de juros no Brasil. Quanto ao ramo de atividades, houve uma forte prevalência de arrendamento mercantil (67,0% do total em 2004-2008), seguido bem abaixo de empresas de administração e participações (10,7%) e energia elétrica (7,5%). As empresas de leasing abasteciam os bancos (que não

podem emitir debêntures) do mesmo conglomerado que buscavam recursos livres de compulsório para ofertar mais crédito no mercado, em particular nas operações de financiamento de veículos¹⁰.

A forte desaceleração no mercado de debêntures a partir do 2º trimestre de 2008 se deve a um conjunto de fatores, que inclui a instituição de compulsório para empresas de leasing, a elevação na taxa de juros no primeiro semestre, a concorrência das CDBs, a incerteza quanto à crise financeira internacional, entre outros. Neste ano há parcialmente uma substituição de emissão de debêntures por notas promissórias.

1.4. Fatores que limitam ou estimulam o MTD privada no Brasil

O quadro referencial teórico de análise foi desenvolvido no capítulo I do 2º Relatório Parcial (RP2), onde mostrou-se que, segundo a teoria da preferência pela liquidez, a demanda dos ativos financeiros não monetários é influenciada fundamentalmente pelo estado de expectativas dos agentes, sob condições de incerteza, que define as condições de retorno (ajustado ao risco) e de liquidez destes ativos. Deste modo, quanto maior a incerteza percebida mais os agentes passam a valorizar os atributos de maior liquidez dos ativos em detrimento da rentabilidade, e com isto aumenta o prêmio de risco cobrado para aquisição de títulos de maior maturidade e/ou de baixa liquidez. Alternativamente, quanto menor a incerteza percebida, aumenta a propensão ao risco do investidor, sendo os atributos de rentabilidade privilegiado em relação a liquidez dos ativos financeiros. Tais “preferências” determinam não só a composição dos portfólios dos agentes investidores como o prêmio de risco que cobram para adquirir ativos financeiros menos líquidos.

Uma das implicações importantes desta abordagem teórica para análise do MTD é que as condições de oferta de títulos corporativos são, em boa medida, determinadas pela percepção de risco e retorno dos investidores. Como já sugerido, o ambiente macroeconômico e a política econômica – crescimento da economia, inflação, política de juros, movimento da taxa de câmbio, etc. – têm um papel fundamental na determinação da demanda e oferta por títulos e nas condições (montante emitido, remuneração, maturidade, etc.) sob as quais os títulos são ou poderão ser emitidos. Do lado do ofertante

¹⁰ Esta operação ficou conhecida no mercado como “Zé com Zé”. Para maiores detalhes ver seção III.4.2.3 do RP1.

de títulos corporativos (a empresa), o crescimento econômico (que aumenta a possibilidade de aumento de vendas e lucros, permitindo gerar renda para saldar compromissos financeiros assumidos) e o comportamento das taxas de juros (custo do crédito bancário e custo de oportunidade do capital) e de câmbio (preço fundamental na determinação das relações externas da empresa) são fundamentais para definir a oferta de títulos. Do lado dos demandantes de títulos, além do ambiente macroeconômico em geral, a política de juros do banco central afeta de forma importante o grau de aversão a riscos dos investidores: uma expectativa de juros futuros elevados aumenta a preferência por moeda e ativos de alta liquidez, enquanto que uma expectativa de queda aumenta a preferência por títulos de renda fixa e variável.

A existência de mercados secundários organizados para títulos privados também é um fator importante no desenvolvimento do mercado de títulos ao proporcionar maior liquidez aos ativos financeiros de maturidade mais longa e, com isto, podendo estimular (ou, no caso da ausência de mercados secundários, desestimular) a demanda por tais ativos. Por outro lado, deve-se considerar a relação entre dívida pública e dívida privada de empresas não-financeiras, já que o desenvolvimento do primeiro permitiria o desenvolvimento do segundo, ao estabelecer uma infra-estrutura necessária para a comercialização de títulos de dívida. Ao mesmo tempo o mercado de dívida pública pode estabelecer um *benchmark* para o mercado privado, ao permitir formar uma curva de rendimentos que contribua para identificar o custo de oportunidade de fundos para os investidores e poupadores.

No caso do Brasil deve-se considerar algumas características peculiares do País, que têm implicações importantes do ponto de vista do desenvolvimento do MTD privada. Em primeiro lugar, o histórico de instabilidade macroeconômica que marcou a economia brasileira desde os anos 1980 é o fator principal na formação do perfil de dívida de curto prazo e com parcela significativa constituída por títulos atrelados à taxa Selic e a DI. As incertezas que têm cercado o comportamento da economia brasileira, caracterizado por ciclos de “stop and go”, têm sido grandes o suficiente para desestimular horizontes maiores de expectativas para investidores e empresas no País. Em segundo lugar, em que pese o elevado desenvolvimento do mercado de títulos públicos, a existência de uma boa

parte da dívida pública sob a forma de títulos indexados a Selic (LFTs¹¹), herança do período de alta inflação, acaba por inibir e deformar o MTD privada no Brasil, uma vez que a combinação risco-retorno dos títulos públicos é uma das melhores entre os ativos financeiros, por combinar baixo risco, alta liquidez e rentabilidade. Isto resulta em uma alta demanda por aplicações nos chamados fundos de depósitos interbancários (DI) ou diretamente por títulos públicos federais. Portanto, a forma de gestão da dívida pública no Brasil acaba sendo determinante nas “preferências” do investidor, ao moldar uma combinação risco-retorno que privilegia aplicações indexadas a taxa Selic e sua “prima” taxa DI ou aplicações de renda fixa de curto prazo.

Neste contexto, os emissores de títulos corporativos privados prefixados de maturidade mais longa, para emitirem tais papéis, teriam que pagar um prêmio de risco extremamente elevado para compensar sua baixa liquidez, seu maior risco de mercado (face à baixa *duration* dos títulos públicos) e maior risco de default, o que tornaria muito cara e/ou com maturidade muito curta sua emissão, o que poderia ser incompatível com a rentabilidade no negócio de uma firma produtiva. Assim, as firmas acabam emitindo debêntures ou FIDCs com remuneração média e prazo médio, mas com características relativamente semelhantes as LFTs (remuneração vinculada a taxa DI), ainda que com um prêmio de risco maior do que destas.

2. Perspectivas do MTD

Ao se analisar as perspectivas futuras do mercado de título de dívida (MTD) privada devem-se considerar três dimensões de certa forma interconectadas: a evolução do contexto macroeconômico, o contexto regulatório e a gestão da dívida pública.

A primeira dimensão – *contexto macroeconômico* – é importante uma vez que o mercado de capitais no Brasil tem tido um comportamento pró-cíclico, desenvolvendo-se em períodos de maior crescimento e estabilidade, e contraindo em períodos de

¹¹ As LFTs têm *duration* de um dia ou zero, dado que o título remunera o valor aplicado pela taxa de juros a cada dia, ou seja, é como se o investidor estivesse a cada dia reaplicando o principal e o juro ganho à nova taxa de juros do mercado. Assim, o investidor tem, a princípio, a alternativa de resgatar a dívida no dia-a-dia, possuindo assim a garantia de liquidez imediata. O que torna atraente as LFTs é a possibilidade de reposicionamento diário frente a taxa de juros, além de oferecer frequentemente o benefício de taxas de juros nominal e real generosas.

desaceleração cíclica e instabilidade macroeconômica. Como já foi assinalado, uma das características da economia brasileira tem sido seu comportamento “stop and go” e uma tendência a um crescimento baixo. O ambiente de instabilidade macroeconômica afeta o volume e as condições de emissão primária de títulos de dívida privada no Brasil, ao aumentar o risco de mercado (perda de valor de um título perante a uma elevação na taxa de juros) e o risco de inadimplência. Expectativas altistas quanto à taxa de juros elevam o prêmio exigido pelos demandantes por títulos de maturidade mais longa e aumentam a demanda por títulos indexados ao DI (o que coloca nas mãos da firma o problema do risco de taxa de juros). Portanto, tanto a volatilidade quanto o nível da taxa de juros afetam decisivamente as condições de oferta e demanda de títulos corporativos no Brasil. Por exemplo, uma taxa de juros mais baixa e estável pode estimular a demanda por títulos de dívida prefixados, mais adequados do ponto de vista da redução da fragilidade financeira das firmas.

O “boom” do mercado de capitais no período 2004-2007 mostrou como um ambiente econômico mais favorável acaba estimulando o desenvolvimento do mercado de títulos de dívida e de capitais em geral: não só o volume de emissão de títulos de dívida privada cresceu, como se propiciou um alongamento em seus prazos. É importante assinalar que o mercado de capitais é estimulado pelo, e estimula o, crescimento econômico, ou seja é *causa e efeito*, já que cumpre um papel importante do ponto de vista do financiamento das empresas de médio e grande porte. Apesar do autofinanciamento via lucros retidos ser a principal forma de financiamento dos investimentos e da produção no Brasil, as firmas tendem a buscar - num segundo momento por ocasião de um processo de crescimento econômico mais sustentável - recursos externos a firma por ocasião da expansão de sua atividade produtiva. Assim, a gestão de uma política macroeconômica estabilizadora - viabilizando taxas de juros mais baixas e estáveis e estimulando o crescimento da demanda agregada na economia (e aumentando conseqüentemente os lucros das empresas) - tem um papel fundamental no crescimento mais robusto do mercado de títulos de dívida no Brasil. Trata-se de uma condição necessária, ainda que possa não ser suficiente, para o desenvolvimento deste mercado. A redução da taxa de juros ocorrida no primeiro semestre de 2009 estimulou, na margem, a diversificação de portfólio dos investidores - em particular dos investidores institucionais como fundos de pensão, fundos de investimento e seguradoras - para absorver títulos de maior risco em

relação a títulos públicos¹², mas tanto a existência de um “pisso” para tal redução em função da política monetária adotada pelo BCB quanto as expectativas altistas em relação à taxa de juros para 2010 parecem colocar um limite nesta tendência.

Mudanças regulatórias que estimulem o mercado de títulos de dívida – por parte das autoridades regulatórias (CVM) e auto-regulatórias (ANDIMA e ANBID¹³) – são importantes tanto do ponto de vista do mercado primário de títulos de dívida (como por exemplo medidas que busquem a simplificação das emissões e sua popularização, estimulando o aumento de demandantes desses títulos), quanto do ponto de vista da expansão de mercados secundários, através de medidas que estimulem a revenda de títulos. Por exemplo, pode-se considerar medidas que ajudem a criação de uma curva de rendimentos de títulos de dívida privado, como é o caso da “publicização” do cálculo de preços indicativos de debêntures por parte da ANDIMA, visando tornar comparáveis os rendimentos de títulos privados com maturidades semelhantes. Uma agenda interessante para discussão seria identificar medidas poderiam ser adotadas para “popularizar” a oferta de títulos nos bancos varejistas, através de fundos específicos lastreados com esses papéis. Neste sentido, os bancos públicos varejistas poderiam ajudar, por exemplo, diminuindo o ticket de entrada, isto é, o valor mínimo de aplicação em títulos corporativos.

Ainda do ponto de vista regulatório, uma importante medida a ser adotada é a implementação de tributação que estimule a aplicação de recursos mais a longo prazo. Na legislação atual, a tributação do imposto de renda (IR) incide nos fundos de curto prazo com uma alíquota de 22,5% sobre os rendimentos até 180 dias e 20% acima de 180 dias, enquanto que nos fundos de longo prazo e títulos de renda fixa 22,5% até 180 dias, 20% de 181 a 360 dias, 17,5% de 361 a 720 dias, e 15% acima de 720 dias. Neste particular, sugere-

¹² Segundo reportagem no jornal Valor (30/10/2009, p.C8), “há duas semanas, no congresso dos fundos de pensão, em Curitiba, o discurso dos fundos de pensão era um só: como buscar alternativas de investimento aos títulos públicos. A taxa de retorno dos Certificados de Depósito Bancário (CDB) também vem perdendo atratividade. As seguradoras, que sempre garantiram o lucro com ganhos financeiros, também sofrem agora com a queda do juro”.

¹³ As duas instituições integraram suas atividades em outubro de 2009, criando a ANBIMA – Associação Brasileira de Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais.

se uma tributação regressiva mais efetiva do ponto de vista do estímulo ao alongamento dos prazos dos títulos de dívida, através da cobrança de imposto ainda mais alto para investimentos de curto prazo (por exemplo, aumentando a alíquota para 30% até 180 dias), reduzindo a alíquota conforme o prazo de aplicação.

Por último, mas não menos importante, mudanças *no perfil da dívida pública* podem exercer um papel crucial no desenvolvimento do mercado de títulos de dívida privada no Brasil, tanto no que se refere ao mercado primário quanto ao mercado secundário. A existência de títulos indexados à Selic acaba funcionando com um fator inibidor tanto do mercado primário de títulos privados, por conta da competição de um papel livre de risco de mercado e risco de default, quanto do mercado secundário de títulos, uma vez que a prevalência de tais títulos (indexados à Selic) desestimula o desenvolvimento do mercado secundário de títulos públicos (que poderia, por sua vez, fomentar o desenvolvimento do mercado secundário de títulos privados). De fato, o que estimula a atuação do investidor-especulador neste mercado é justamente a possibilidade de especular em relação às variações do valor do título. De fato, observa-se uma melhoria no perfil da dívida pública em 2004-2007, passando os títulos prefixados de 16,8% do total em junho de 2004 para 37,3% em dezembro de 2007, mas caindo ao longo de 2008 no quadro do contágio da crise financeira internacional. Portanto, a melhoria no perfil da dívida pública, com diminuição de títulos indexados à Selic e crescimento de títulos prefixados, que pode ser propiciada pela queda na taxa de juros de curto prazo e melhoria no contexto macroeconômico em geral, teria efeitos benéficos tanto do ponto de vista do desenvolvimento do mercado primário (dada a contaminação dos títulos privados por títulos públicos indexados à Selic) quanto do mercado secundário, já que espera-se que o desenvolvimento do mercado secundário de títulos públicos ajude a fomentar o mercado secundário de títulos privados.

3. Possíveis implicações da evolução recente do MTD para a atuação dos bancos públicos federais

O BNDES atua no mercado de debêntures tanto como ofertante quanto demandante desses papéis, através de sua subsidiária BNDESPAR. Esta implementou ao final de 2006 um Programa de Distribuição Pública de Debêntures, com o objetivo de contribuir para o desenvolvimento do mercado de títulos corporativos, e, assim, estimular as empresas a acessarem, cada vez mais, esse mercado para financiar projetos de

investimento. Este programa foi uma bem-sucedida iniciativa de distribuição de debêntures aos investidores de varejo no Brasil, sendo utilizada na emissão dos papéis debêntures simplificadas, com a figura do formador de mercado e a definição de um lote para pulverização no varejo. Ademais, o BNDESPAR atua no mercado de debêntures, adquirindo esses papéis de outras empresas, representando 13,5% do total de seu ativo em 2008. Contudo, deve-se observar que os valores envolvidos nessas emissões foram relativamente pequenos - a participação do BNDESPAR no total das emissões de debêntures foi de 1,6% em 2007 - para ter um impacto maior no mercado de debêntures. Um envolvimento maior do BNDESPAR, com iniciativas voltadas para a popularização e estímulo ao desenvolvimento do mercado secundário, seria sem dúvida bem-vinda para o desenvolvimento do mercado de debêntures.

Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal (CEF) são importantes demandantes de títulos e valores mobiliários (e derivativos) - TVM, compondo seu portfólio em média (2005-2008) com 21,6% e 49,5% em TVM em relação ao total do ativo, sendo uma boa parte dessas aplicações em títulos públicos, um percentual em geral acima dos outros grandes bancos varejistas privados (Bradesco e Itaú tiveram uma participação relativa de TVM de 13,5% em média em ambos os casos no período 2005-2008)¹⁴. Contudo, do ponto de vista de aplicações em títulos corporativos privados tais bancos não tem presença direta nesses mercados, já que os bancos varejistas em geral não têm seu foco de aplicação nesses papéis. A atuação desses bancos é indireta, seja atuando como corretor de papéis corporativos (inclusive fornecendo linhas de crédito de curto prazo para as firmas enquanto efetua a estruturação da operação de colocação dos títulos), seja na gestão de fundos de investimento.

O Banco do Brasil atua ativamente como corretor na emissão de debêntures - é o 5º maior coordenador-líder na emissão desses papéis - mas predomina fortemente neste mercado os grandes bancos varejistas privados (Itaú, Bradesco e Unibanco). Já a CEF tradicionalmente não tem atuado mais ativamente como corretora na emissão de títulos corporativos, sendo que só recentemente criou seu banco de investimento. Contudo, uma sugestão já explorada na seção 3 do capítulo III para o mercado de ações, seria tais bancos

¹⁴ Dados calculados a partir de informações obtidas no *website* do Banco Central do Brasil (50 maiores bancos) do balanço patrimonial de dezembro de cada ano.

atuarem indiretamente através de fundos específicos como fazedores de mercado sobretudo no mercado de títulos de dívida. Os chamados “*market makers*” atuam de forma contra-cíclica no mercado financeiro, ou seja, contra a maré do mercado – comprando títulos quando o mercado está vendedor e vendendo os mesmos quando o mercado desta está comprador.

Contudo, deve-se considerar algumas limitações à atuação dos bancos públicos como fazedores de mercado, já que isto pode expor seus balanços aos riscos de mercado (em função da queda nos preços dos papéis) e risco de taxa de juros, podendo eventualmente comprometer os mesmos. Deste modo, uma sugestão a ser avaliada devidamente é pulverizar os riscos (e ganhos) e criar um fundo específico para atuar como “*market maker*” no mercado de debêntures, no qual alguns dos grandes bancos públicos federais poderiam contribuir – junto com outros bancos privados - com cotas definidas, dando assim maior liquidez ao mercado secundário, que, como visto, é um dos “nós” para o desenvolvimento deste mercado.

Pelo exposto, conclui-se que os bancos públicos federais têm, de todo o modo, um papel limitado para estimular o mercado de títulos de dívida privada no Brasil, podendo apenas participar de algumas iniciativas pontuais, como é o caso do programa de debêntures do BNDESPAR.

ANEXO: Plano de Publicação

A Indústria Financeira no Brasil e o Papel dos Bancos Públicos

Obra em 3 volumes

Volume 1.

Síntese e Perspectivas.

Parte I: Padrões de financiamento das empresas não-financeiras no Brasil

Volume 2

Parte II: O crédito bancário corporativo no Brasil

Volume 3

Parte III: O mercado de títulos e o financiamento corporativo no Brasil

Volume 1.(cerca de 250 páginas)

Apresentação

Síntese e Perspectivas

Ensaio teórico: O financiamento da acumulação de ativos: um esquema analítico

Parte I Padrões de financiamento das empresas não-financeiras no Brasil

Introdução

1.Base de dados e aspectos metodológicos

2.Estrutura de capital das empresas: teorias do investimento

3. Desempenho financeiro, endividamento e estrutura de ativos das empresas brasileiras de capital aberto: 2003–2008

4. Padrão de financiamento e o investimento

5. Principais conclusões

Referências Bibliográficas

Volume 2 (cerca de 300 páginas)

Parte II: O crédito bancário corporativo no Brasil

- 1: Base de dados e aspectos metodológicos
- 2: Referencial teórico
3. O ciclo de crédito recente no Brasil: aspectos gerais
4. Financiamento à indústria
5. Financiamento às exportações
6. Financiamento aos setores de comércio e serviços
7. Financiamento à infra-estrutura
8. Financiamento ao setor imobiliário
9. Financiamento ao setor rural
10. Os derivativos e seus impactos no crédito corporativo

Sumário e conclusões

Referências bibliográficas

Volume 3 (cerca de 300 páginas)

Parte III: O mercado de títulos e o financiamento corporativo no Brasil

- I. Introdução.
 - II. Ensaio Teórico: A operação do mercado de títulos
 - III. Mercados de Ações no Brasil (MAB): Análise das Causas e Condicionantes da Evolução Recente
- Introdução
1. Papel do ambiente institucional, macroeconômico e externo: uma abordagem preliminar.
 2. O papel do mercado externo na evolução recente do MAB: fluxos de capital e comportamento do mercado acionário internacional
 3. Papel do ambiente macroeconômico na evolução recente do MAB
 4. Papel do ambiente institucional na evolução recente do MAB: regulamentação, auto-regulação, tributação e política financeira
 5. Uma avaliação dos riscos da evolução recente do MAB (2004-2008)
 6. Relações entre os bancos públicos e o MAB
 7. Sumário e conclusões: o perfil de expansão do MAB no período 2004-08

IV. Mercado de Títulos de Dívida Brasileiro (MTD): Causas e Determinantes da Evolução Recente

1. Introdução

2. Mercado de títulos de dívida privada no Brasil: aspectos estruturais e evolução recente

3. Evolução e análise do mercado de títulos de dívida, pública e privada, de alguns países selecionados.

4. Mercado de títulos de dívida privada no Brasil: o comportamento dos emissores

Referências bibliográficas