

O volume de crédito no Brasil entre 1996-2007: um estudo sobre os fatores que influenciaram a trajetória recente do crédito no Brasil e algumas considerações sobre o financiamento empresarial

Alex Nery Caetité

*Mestrando em Economia pela
Universidade Estadual Paulista (Unesp)
alexnery.caetite@gmail.com*

Eduardo Strachman

*Professor de Economia da
Universidade Estadual Paulista (Unesp)
edstrach@fclar.unesp.br*

Resumo

Esse artigo apresenta a trajetória do volume total de crédito no Brasil entre os anos 1996-2007. O período é dividido em três quadriênios sendo os dois primeiros caracterizados pela estabilidade do volume de crédito e o último pela evolução consistente desse volume. São feitas algumas considerações sobre as causas dessas trajetórias, com destaque para as crises internacionais e nacionais e as regulamentações adotadas pelas autoridades financeiras. Na segunda parte do trabalho, discute-se a trajetória do financiamento empresarial no mesmo período, com detalhes sobre as principais formas e os instrumentos alternativos de financiamento empresarial.

Palavras-chave: crédito, política monetária, bancos, BNDES, mercado de capitais.

Abstract

This article shows the evolution of credit in Brazil during the years 1996-2007. This time is divided into three four year periods, with the first two characterized by the stability of the volume of credit and the last one by the consistent increase of this volume. Some considerations are made about the causes of these outcomes, focusing on national and international crises and regulations adopted by the financial authorities. In the second part of the work, we discuss the history of financing business in the same period, with attention to the main forms and alternative instruments utilized.

Key words: credit, monetary policy, banks, BNDS, capital markets.

1. Introdução

Como se sabe, a estrutura de capital de qualquer empresa se apresenta como uma combinação entre o capital disponibilizado por terceiros e o seu capital próprio. Contabilmente, todas as contas que compõem o lado direito do balanço patrimonial de uma empresa, excluindo os passivos circulantes (capital de curto prazo), são fontes de capital de longo prazo, sejam de terceiros sejam próprios. O capital de terceiros inclui todos os empréstimos de longo prazo contraídos pela empresa e é representado no balanço patrimonial pelo Passivo Exigível a Longo Prazo; já o capital próprio é representado pelos fundos de

O objetivo da administração de uma empresa é aumentar o valor do patrimônio dos seus acionistas

proprietários da empresa, isto é, seus acionistas, sendo representado no Balanço Patrimonial pelo Patrimônio Líquido.

Uma empresa pode obter capital próprio internamente, por exemplo, retendo lucros ao invés de distribuí-los

em forma de dividendos, ou externamente, vendendo ações ordinárias (com direito a voto em Assembléias) ou preferenciais (com prioridade para o recebimento de dividendos e, normalmente, sem direito a voto nas Assembléias). O capital de terceiros, por sua vez, pode ser obtido por meio de empréstimos junto a instituições financeiras do mercado financeiro ou de capitais, ou pela concessão de prazos para pagamento de suas obrigações junto a fornecedores.

A importância da decisão sobre a composição da estrutura de capital de uma empresa está diretamente ligada às suas decisões de investimentos, sob o aspecto de como esses serão finan-

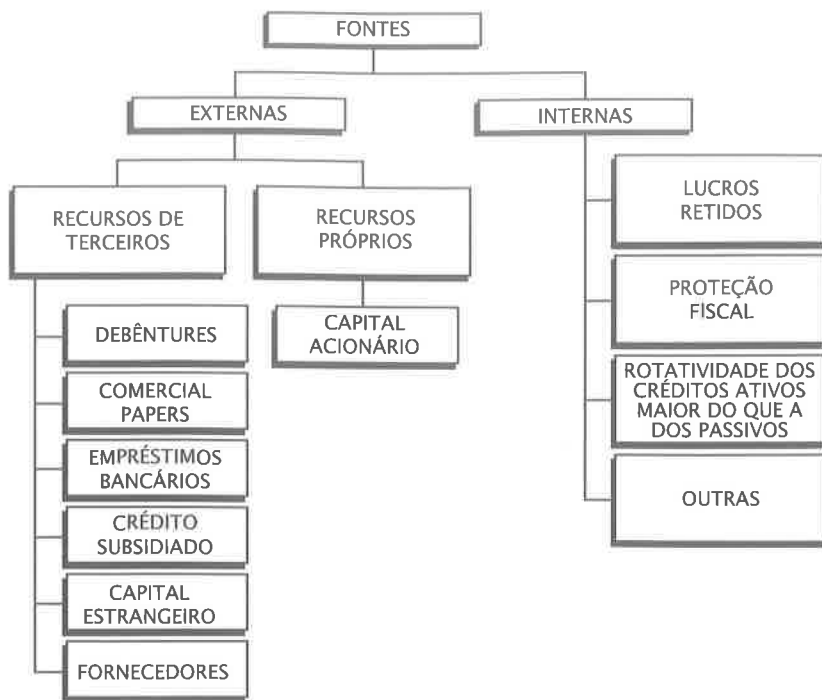
ciados. Visto que, em geral, o objetivo da administração de uma empresa é aumentar o valor do patrimônio dos seus acionistas e que para cumprir este objetivo a administração deve decidir sobre aplicações em geral, a diferença entre os retornos gerados com os investimentos e aplicações (lucros) e o custo dos financiamentos (juros, encargos etc.) constitui-se em uma das principais decisões empresariais.

Considerando, portanto, essa importante dicotomia entre capital de terceiros e próprios e o entendimento de que ambos são fontes de recursos necessárias para a expansão empresarial (via novos investimentos), o organograma na página ao lado, "Fontes de Recursos para Financiamento Empresarial", apresenta uma possível organização para essas fontes.

Neste artigo estamos interessados em analisar a parte esquerda dessa figura, ou seja, as fontes externas de recursos para o financiamento empresarial e, mais propriamente, os recursos de terceiros (com exceção dos disponibilizados por fornecedores) e próprios (capital acionário, considerando apenas as emissões primárias de títulos). Como esses recursos são fornecidos pelos agentes do sistema financeiro, a análise partirá do entendimento de como o mercado financeiro atua no fornecimento de crédito às empresas no Brasil, com destaque para o mercado de capitais e para o mercado de crédito. Pretendemos apresentar a composição do endividamento empresarial brasileiro no Sistema Financeiro Nacional, abrangendo um período de 11 anos (1996 a 2007).

O mercado de capitais é o responsável pela negociação dos principais títulos representativos do capital de empresas, as ações, além de negociar títulos que têm a característica de empréstimos concedidos sem a necessidade da participação

Fontes de Recursos para Financiamento Empresarial



Fonte: Cavalcante Filho; Misumi (2003)

direta de intermediários bancários¹. Esse mercado é composto pelo conjunto de agentes e instrumentos financeiros envolvidos em operações de prazo médio, longo ou indeterminado.

O mercado de crédito, por sua vez, é composto pelo conjunto de agentes e instrumentos financeiros que visam atender as necessidades de caixa de curto e médio prazo dos vários agentes econômicos, seja por meio da concessão de crédito às pessoas físicas, ou de empréstimos e financiamentos às pessoas jurídicas. As operações desse mercado são tipicamente realizadas por instituições financeiras bancárias (bancos comerciais e múltiplos) e por sociedades

financeiras com operações de financiamento de bens de consumo duráveis. É o mercado financeiro mais representativo da economia brasileira, em termos de volume de recursos.

Este artigo é composto por três partes, além desta introdução. Na primeira, apresentamos como algumas causas do cenário econômico e as regulamentações financeiras do período analisado influenciaram a evolução do crédito de maneira geral. Na segunda, transpomos as principais conclusões obtidas na primeira seção para analisar o crédito empresarial mais detalhadamente. Por fim, na terceira seção, apresentamos algumas conclusões.

¹ Destaque-se que os bancos, muitas vezes, atuam como agentes estruturadores no lançamento de títulos via mercado de capitais. Assim, embora os recursos não sejam fornecidos diretamente pelos próprios bancos, eles não estão completamente ausentes da captação desses recursos, atuando indiretamente via assessoria às empresas que captam recursos.

2. Crises, regulamentação financeira e quadro geral do crédito no sistema financeiro nacional (SFN) brasileiro, no período 1996-2007

2.1. Quadro geral do crédito no SFN brasileiro, no quadriênio 1996-1999

Na década de 1990, iniciaram-se grandes mudanças, no Brasil, como abertura comercial e da conta de capital; reforma do Estado, com privatizações de empresas estatais; securitização dos empréstimos da dívida externa, via Plano Brady; e o lançamento de um novo plano econômico de estabilização monetária, o Plano Real.

Inicialmente, as expectativas favoráveis dos agentes em relação a esse conjunto de medidas provocaram um grande crescimento do consumo e a expansão do nível de atividade econômica do país. Todavia, o crescente desequilíbrio do balanço de pagamentos brasileiro e a crise mexicana de 1994/1995,

que provocou uma reversão de fluxos de capitais internacionais ao Brasil, frustraram as expectativas dos agentes econômicos, provocando o fim dessa expansão, já em março de 1995, quando o país entrou numa fase de estagnação (FILGUEIRAS, 2000). Em reação a esses eventos, o governo federal, ao longo de 1995, buscou contrair a liquidez financeira no país, com a promoção de um aperto na política monetária por meio da manutenção de elevadas alíquotas sobre os depósitos compulsórios (ver tabela 1) e de aumentos sucessivos da taxa básica de juros, a Selic.

Até novembro de 1995
todas as fontes de
recursos estavam
sujeitas aos depósitos
compulsórios

As constantes elevações dos níveis da taxa Selic, após a decisão de aperto monetário, afetaram negativamente a demanda por crédito, pois, indiretamente provocaram um aumento dos custos dos empréstimos bancários. Essa influência da taxa Selic sobre o custo dos empréstimos bancários é destacada em muitos estudos (KOYAMA e NAKANE, 2002; AFANASIEFF et al., 2001 e 2002; OREIRO et al. 2005; BIGNOTTO e RODRIGUES, 2006) que apresentam evidências de significância da relação positiva entre a taxa Selic e o *spread* bancário, e concluem que os bancos aumentam as margens cobradas nas taxas de empréstimos à medida que há aumento da taxa Selic. Uma das explicações desse efeito se dá pelo fato de que os bancos mantêm em seus portfólios títulos indexados à Selic, o que aumenta o custo de oportunidade para os bancos emprestarem, passando eles a embutirem um elevado prêmio de risco na concessão de crédito (LEAL, 2007).

Da mesma forma, a manutenção de altos níveis das alíquotas de recolhimento dos compulsórios sobre depósitos e aplicações financeiras influenciou negativamente a demanda por crédito. Essa relação é mais evidente, dado o próprio uso de depósitos compulsórios como um dispositivo de política monetária utilizado pelo Banco Central, quando este deseja reduzir a liquidez do sistema e/ou restringir a capacidade de expansão de crédito do sistema bancário. A Tabela 1 mostra o comportamento dos depósitos compulsórios entre 1994-1999, na qual podemos notar que até novembro de 1995 todas as fontes de recursos estavam sujeitas aos depósitos compulsórios e, além disso, a principal dessas fontes, os depósitos a vista, teve sua alíquota mantida em níveis superiores a 75% em quase toda a metade da década², o que demonstra a

² Em junho de 1994, ou seja, exatamente um mês antes da introdução da nova moeda (o real), a alíquota de compulsórios sobre os depósitos a vista chegou a 100%.

Tabela 1. Alíquotas de Recolhimento sobre Encaixes Obrigatórios (Compulsórios)

		Recursos a vista	Depósitos a prazo	Depósitos de poupança	Operações de crédito	FIF curto prazo	FIF 30 dias	FIF 60 dias
Anterior ao plano real		40%		15%				
1994	Jun	100%	20%	20%				
	Ago		30%	30%				
	Out				15%			
	Dez	90%	27%					
1995	Abr		30%					
	Mai				12%			
	Jun				10%			
	Jul	83%				35%	10%	5%
	Ago		20%	15%	8%	40%	5%	0%
	Set				5%			
	Nov				0%			
1996	Ago	82%				42%		
	Set	81%				44%		
	Out	80%				46%		
	Nov	79%				48%		
	Dez	78%				50%		
1997	Jan	75%						
1999	Mar		30%					
	Mai		25%					
	Jul		20%					
	Ago					0%	0%	
	Set		10%					
	Out	65%	0%					

Fonte: Banco Central do Brasil.

preocupação das autoridades monetárias em restringir a capacidade de expansão do crédito bancário e, conseqüentemente, a expansão da demanda e da produção, com vistas a manter a estabilidade da moeda, no início do Plano Real. No tocante ao crédito de longo prazo, a restrição dava-se com a

manutenção de elevados níveis da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP)³, uma vez que essa se constitui no principal indexador das operações do BNDES.

Assim, o uso conjunto da Selic, da TJLP e dos compulsórios como instrumentos de contenção da liquidez da economia

³ A TJLP é calculada pelo Bacen e considera a rentabilidade média atualizada dos títulos da dívida externa emitidos pelo Brasil, durante a negociação das condições do Plano Brady, e dos títulos da dívida pública interna federal, emitidos no mercado primário. Apesar de ser uma taxa anual, seu período de vigência é trimestral. O BNDES é a única instituição que oferece recursos atrelados a essa taxa, visto ser igualmente o único órgão a possuir passivos sobre os quais paga TJLP (SANDRONI, 2005).

ajudou a manter o volume de crédito do sistema financeiro, o que, dentre outras consequências, agravou a situação dos bancos que, com a estabilização da moeda, já haviam sido prejudicados devido à perda das transferências inflacionárias⁴. Como consequência, entre julho de 1994 a agosto de 1997, foram liquidados ou sofreram intervenção extrajudicial do Banco Central 41 bancos, dos quais os casos mais críticos foram os do Banespa, Banerj, Econômico, Bamerindus e Nacional, haja vista a importância dessas instituições para o setor financeiro (SIQUEIRA, 2007).

No entanto, em abril de 1996, a economia apresentou alguns sinais de recuperação e voltou a crescer influenciada, principalmente, pelo retorno à normalidade dos mercados finan-

ceiros internacionais, o que acalmou os ânimos dos agentes econômicos. Porém esse crescimento durou pouco e, a partir de 1997, o país apresentou desempenho recessivo em consequência das novas crises mundiais na Ásia, em outubro de

1997, e na Rússia, em agosto de 1998, que influenciaram negativamente as expectativas dos agentes sobre os mercados emergentes, incluindo o próprio Brasil, e provocaram uma recomposição do portfólio dos investidores, em âmbito mundial, a favor de ativos de menor risco (FILGUEIRAS, 2000).

Com isso, surgiram novas dificuldades para o financiamento do déficit em transações correntes brasileiro e as autoridades monetárias se viram forçadas a adotar novas medidas para conter a fuga de capitais externos. Assim, ainda em 1998,

foi anunciado um acordo internacional com organismos multilaterais e governos estrangeiros, através do qual o país recebeu, aproximadamente, US\$ 41,5 bilhões, ao mesmo tempo em que conduziu a privatização das empresas de telefonia. No entanto, esse auxílio dos organismos internacionais não foi suficiente para evitar que a situação se agravasse, chegando a saída diária de capitais a atingir US\$ 1 bilhão (SIQUEIRA, 2007).

No dia 15 de janeiro de 1999, o câmbio foi liberalizado após a tentativa, que durou apenas três dias, de alargar a banda cambial, de forma que a melhor saída encontrada pelas autoridades monetárias foi a adoção do regime de câmbio flutuante e, posteriormente, em julho do mesmo ano, do regime de metas inflacionárias (BAHRY, 2001, p. 20). Com a adoção desses dois regimes, esperava-se criar condições institucionais para focar a política monetária no objetivo de assegurar a estabilidade de preços e reduzir a necessidade de manutenção de elevadas taxas de juros a fim de equilibrar o balanço de pagamentos⁵. Contudo, esses objetivos não foram alcançados, pois, como veremos adiante, novas crises internas e externas exigiram a manutenção de elevadas taxas de juros, nos primeiros anos da década de 2000 (ver Tabela 2), com a taxa de inflação apresentando variação anual de 12,53%, no seu momento mais crítico, em 2002.

Diante desse cenário, as autoridades nacionais temeram a eclosão de uma crise bancária sistêmica, que se mostrava cada vez mais provável a cada dificuldade de liquidez apresentada pelas instituições financeiras de grande porte e, percebendo a fragilidade momentânea do sistema financeiro, adotaram ações com o intuito

⁴ Também chamadas receitas com floating, cujo nome técnico é ganho com passivos sem encargos, deduzidos da perda com ativos não-remunerados. Eram oriundas da não correção monetária integral dos depósitos a vista e de outras aplicações de curtíssimo prazo mantidas por pessoas físicas e jurídicas nos bancos.

⁵ Banco Central do Brasil (2000).

de fortalecer e reestruturar o sistema através de programas e medidas que se estenderam por toda a segunda metade da década de 1990 (VASCONCELOS; STRACHMAN, 2002).

Dentre essas medidas destacaram-se o Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (PROES)⁶, em agosto de 1996, que teve como objetivo retirar do mercado bancos públicos considerados ineficientes, através de privatizações, liquidações ou transformações destes bancos em instituições não-bancárias; o Programa de Estímulo à Reestruturação e Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER), também em agosto de 1996, que permitiu o saneamento e a concentração do sistema bancário brasileiro; a criação do Fundo Garantidor de Créditos (FGC), para garantir depósitos bancários limitados ao valor de R\$ 20 mil, oferecendo maior segurança àqueles que poupavam recursos; as exigências para implementação de sistemas formais de controles internos pelas instituições integrantes do SFN, com o objetivo de melhorar a mensuração e administração de riscos; e a Resolução n°. 2.493, de maio de 1998, através da qual se permitiu que os bancos vendessem parte ou toda sua carteira de crédito para as denominadas Companhias Securitizadoras de Créditos Financeiros, o que abria margem no passivo dos bancos para a concessão de novos empréstimos (VASCONCELOS; STRACHMAN, 2002; ANDREZZO; LIMA, 2002).

Em conjunto com essas medidas e sob a justificativa de estimular a concor-

rência e ampliar o crédito⁷, foi incentivada a abertura do setor financeiro ao capital estrangeiro, inclusive com a venda de grandes instituições varejistas domésticas, como: o Banco Real, comprado pelo ABN Amro Bank; o Bamerindus, comprado pelo HSBC; e o Noroeste, comprado pelo Santander. Segundo Paula e Marques (2006, p. 248), através da Exposição de Motivos n°. 311, o Ministério da Fazenda estabelecia ser de **interesse nacional** o ingresso ou o aumento da participação de instituições financeiras estrangeiras no sistema financeiro nacional, uma vez que, eles agregariam mais capital, conhecimento, tecnologias e concorrência ao sistema bancário doméstico.

No entanto, essas medidas não cria-

ram condições suficientes para a elevação do volume de crédito, de maneira geral, servindo apenas como soluções para reestruturar o sistema financeiro e, ao mesmo tempo, impedir que uma crise sistêmica fosse deflagrada.

Vale ressaltar que, além do cenário econômico internacional desfavorável e das medidas restritivas adotadas pelas autoridades monetárias, a pressão restritiva sobre a demanda por crédito se dava também pelo cenário interno de baixo crescimento do PIB, que apresentou decréscimos ao longo de todo o período e, ao final da década, índices de 0% (1998) e 0,3% (1999) de variação real, conforme tabela abaixo:

Sob a justificativa de estimular a concorrência e ampliar o crédito, foi incentivada a abertura ao capital estrangeiro

⁶ Conforme informações do Bacen (relatório anual 1998), a redução da presença estatal em instituições financeiras foi decorrente do histórico de iliquidez dos ativos das instituições administradas por entes públicos, refletida nos constantes usos dos recursos de assistência financeira de liquidez do Banco Central. Com essa redução, esperava-se que a União ficasse desobrigada de realizar aporte de recursos nestas instituições, tidas como ineficientes, e pudesse transferir passivos com o público, para instituições financeiras melhor estruturadas.

⁷ Segundo Vasconcelos e Strachman (2002, p. 57) "(...) uma das justificativas [apresentadas como] favoráveis ao ingresso de bancos estrangeiros no Brasil é a de que esses seriam mais propensos a realizarem operações de crédito do que as instituições nacionais, pois teriam o acúmulo de experiência e técnicas nessa área em seus países de origem. A esperança era de que a migração para o Brasil de instituições bancárias originárias de economias em que a proporção de crédito em relação ao PIB fosse muito mais alta que a brasileira, trouxesse junto esse mesmo nível de crédito."

Tabela 2. Indicadores Macroeconomicos – 1995-1999

Ano	PIB*	PIB	Taxa Selic	TJLP**	PTAX	IPCA****
	R\$ milhões	var. real (%)	média % a.a.	% a.a.	taxa***	var. %
1996	1.885.812	2,2	23,94	11,02	1,0051	9,56
1997	1.949.464	3,4	39,79	9,89	1,0780	5,22
1998	1.950.153	0,0	31,24	18,06	1,1606	1,65
1999	1.955.108	0,3	19,03	12,50	1,8147	8,94

* A preços de 2007

** Taxa vigente de outubro a dezembro de cada ano

*** Taxas de dezembro

**** Taxa média anual do câmbio comercial de compra

***** Variação percentual acumulada

Fonte: Banco Central do Brasil / IBGE / Conjuntura Econômica.

Frente a este cenário econômico adverso, os agentes econômicos demonstraram-se cautelosos, o que, somado às medidas regulatórias das autoridades

monetárias, conteve o crescimento do crédito e contrariou as previsões de muitos analistas e agentes do sistema financeiro, que acreditavam em uma expansão do volume de crédito após a estabilização da moeda (Soares, 2001). Para visualizarmos essa evolução no sistema

financeiro, no período 1996-1999, a Tabela 3 apresenta o volume de operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional, dividido entre setor privado e público, considerando as seguintes definições do Bacen:

Rural: compreende as operações realizadas em conformidade com as normas específicas desse crédito, deferidas a produtores rurais e demais pessoas físicas e jurídicas que satisfaçam as condições para contratação de operações da espécie;

Indústria: engloba o crédito direcionado ao financiamento das atividades de extração, beneficiamento e transformação, inclusive de produtos agropecuários, construção de edificações e outras obras contrata-

das por pessoas jurídicas, serviços industriais de utilidade pública, produção, transmissão e distribuição de energia elétrica, distribuição de gás encanado e água, serviços de saneamento e operações voltadas a empreendimentos imobiliários não residenciais;

Comércio: refere-se às operações contratadas por entidades que operam como intermediários na compra e venda de bens, abrangendo as atividades atacadistas e varejistas;

Habitação: abrange as operações realizadas com pessoas físicas ou cooperativas habitacionais, com a finalidade de construção, reforma ou aquisição de unidades residenciais. As operações voltadas a empreendimentos imobiliários não residenciais classificam-se em indústria;

Pessoas físicas: diz respeito às operações de responsabilidade direta de pessoas físicas, exceto as deferidas para construção, reforma ou aquisição de habitações;

Outros serviços: refere-se às entidades não classificadas nos itens anteriores e que atuam, entre outras, nas áreas de transporte, serviços postais e de telecomunicações, educação e cultura, assistência médico-hospitalar, conservação e reparação, diversões, jornais, rádio e televisão, publicidade e propaganda, informática, segurança, mão-de-obra, assessoria e consultoria, filantropia, etc.

A redução do crédito ao setor público foi motivada pela estratégia do governo de liquidar os empréstimos estatais

Tabela 3. Operações de Crédito do Sistema Financeiro Nacional por Atividade Econômica – 1996-1999
R\$ milhões (saldos de dezembro)
Valores constantes de 2007

	Setor Privado						Setor Público			
	Rural	Indústria	Comércio	Outros Serviços	Habitação	Pessoas Físicas	Total Setor Privado	Governo Federal	Gov. Estaduais e Municipais	Total Setor Público
1996	38.304	120.182	56.554	58.153	96.074	47.031	416.299	9.597	80.257	89.854
1997	43.091	127.752	55.188	59.935	95.495	66.736	448.197	6.660	39.759	46.419
1998	47.290	134.823	47.474	80.990	101.099	67.953	479.629	9.055	30.004	39.059
1999	44.850	143.923	48.984	65.279	91.047	71.913	465.995	6.561	23.445	30.006

Fonte: Banco Central do Brasil.

Setor público: inclui governo administração direta (governos federal, estaduais e municipais, além de ministérios e secretarias estaduais e municipais), indireta (autarquias, fundações, institutos e outros órgãos mantidos, principalmente, com recursos orçamentários do governo) e atividades de empresas públicas (unidades econômicas de propriedade de governos, ou sob seu controle, que atuam no sentido de produzir e vender ao público bens e serviços. Devem ser incluídas neste grupo as empresas públicas e as sociedades de economia mista, referentes aos governos federal, estadual e municipal).

Podemos notar que o volume de crédito para o setor privado apresentou elevação de aproximadamente 12%, entre o final do período 1996 e 1999 (refletindo basicamente a incorporação de encargos financeiros ao principal), enquanto o crédito para o setor público sofreu redução de 66,6%, no mesmo período, de maneira que o volume total de crédito do sistema financeiro nacional se manteve praticamente constante (redução de 2%) no quadriênio 1996-1999.

A redução do crédito ao setor público foi motivada, principalmente, pela estratégia do governo federal de liquidar os empréstimos estatais contraídos com bancos públicos, principalmente os estaduais (Cor-

rêa, 2006, p. 110), com o intuito de tornar esses bancos mais atraentes no processo de privatização, além de atender aos objetivos propostos no âmbito PROES. No entanto, o crescimento atípico do crédito ao governo federal (aproximadamente 36%), no período 1997-1998, teve como principais causas, segundo o Bacen (1998, p. 62)

a contratação de empréstimos para financiamento de atividades das frentes emergenciais contra a seca no Nordeste, com recursos do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT); assunção de dívida ao amparo da MP n. 1.773-32, de 14.12.98, referente à equalização da taxa de juros prevista nos contratos de renegociação das dívidas estaduais (IGP-DI + 5% a.a. a 7,5% a.a.) e a taxa de juros over/Selic utilizada nas linhas de crédito do Proes, para bancos federais, na aquisição de passivos de bancos estaduais junto ao público, nos termos das Circulares n. 2.745, de 18.3.97, e 2.871, de 4.3.98.

No que se refere ao setor privado, os movimentos atípicos se mostraram na elevação do crédito ao setor de outros serviços e à habitação, entre 1997-1998, e às pessoas físicas, entre 1996-1997, tendo em vista que os demais setores apresentaram trajetórias mais regulares, seja de crescimento (indústria) seja de decréscimo (comércio). O aumento do crédito ao setor de serviços, no período 1997-1998, deveu-se, em grande medida,

à assunção de créditos do Tesouro Nacional pelo BNDES, contra consórcios adquirentes de empresas do Sistema Telebrás, no valor de R\$ 6,7 bilhões" (BACEN, 1998, p. 58),

que, em valores de 2007, correspondem a aproximadamente R\$ 12,6 bilhões. Já no tocante ao setor habitacional, o crescimento (de aproximadamente 6%) refletiu o impacto de algumas medidas adotadas pelo governo federal como a constituição de companhias hipotecárias e de maturação dos fundos de investimento imobiliário, assim como de companhias securitizadas de recebíveis, constituídas por agentes econômicos ligados especificamente ao setor habitacional (ibid.). Por fim, o aumento do crédito às pessoas físicas, entre 1996 e 1997, deveu-se ao crescimento de

O aumento do crédito às pessoas físicas, entre 1996 e 1997, deveu-se ao crescimento de 971% das operações de leasing

971% das operações de leasing, em 1997, após a elevação da alíquota do imposto sobre operações financeiras (IOF), de 6% para 15%, incidente sobre as operações de crédito, mas não incidente sobre as operações de leasing (BACEN, 1997).

Dadas essas considerações sobre as variações atípicas da trajetória do volume de crédito, podemos concluir que, de forma geral, o quadriênio 1996-1999 foi caracterizado em termos de evolução do crédito do sistema financeiro pelo pequeno crescimento do crédito destinado ao setor privado e pelo forte decréscimo do crédito ao setor público (destacadamente governos estaduais e municipais), de maneira que o volume total de operações de crédito do sistema financeiro permaneceu praticamente estável.

2.2. Quadro geral do crédito no Brasil no quadriênio 2000-2003

Entre o final de 1999 e início de 2000, o cenário econômico interno começou a mostrar sinais de recuperação, em função da estabilidade da conjuntura internacional, da ampliação da oferta mundial de recursos financeiros, da correção da taxa de câmbio brasileira e da melhora das expectativas dos agentes nacionais e internacionais sobre a economia, o que permitiu que o PIB apresentasse variação real de 4,3% ao final de 2000.

De forma a contribuir com essa expectativa de "crescimento sustentado", as autoridades nacionais conduziram a política monetária, ao longo de 2000, com:

vistas a concorrer para o desenvolvimento econômico calcado na ampliação do papel do setor privado. Nesse sentido, as medidas de política monetária foram direcionadas para dinamizar o mercado de crédito, procurando reduzir riscos e custos indiretos na intermediação financeira (BACEN, 2000, p. 48).

Para tanto, já em outubro de 1999, as alíquotas de recolhimento sobre encaixes compulsórios incidentes sobre os recursos a vista foram reduzidas de 75% para 65% e tornaram-se nulas sobre os depósitos a prazo (redução de 10% para 0%). Tais reduções, segundo o Banco Central⁸, implicaram transferência dos montantes de recursos vinculados em títulos⁹ para as carteiras livres das instituições, conferindo-lhes maior flexibilidade. Posteriormente, em março e junho de 2000, houve novas reduções na alíquota de depósitos a vista, para 55% e 45%, respectivamente.

Além disso, a Selic média desse ano foi reduzida para 16,19% a.a., nível bastante baixo se considerarmos que na maior par-

⁸ Ainda segundo o Bacen (Relatório Anual de 1999, p. 45), "[a] desativação dos recolhimentos compulsórios sobre recursos a prazo implicou desvinculação de títulos da ordem de R\$ 27 bilhões."

⁹ Os compulsórios relativos a depósitos a prazo são recolhidos em títulos públicos federais e registrados no Sistema Eletrônico de Liquidação e Custódia (Selic).

Tabela 4. Alíquotas de Recolhimento sobre Encaixes Obrigatórios (Compulsórios)

		Recursos a vista	Depósitos a prazo	Depósitos de poupança	Operações de crédito	FIF curto prazo	FIF 30 dias	FIF 60 dias
2000	Mar	55%						
	Jun	45%						
2001	Set		10%					
2002	Jun		15%					
	Jul			20%				
2003	Fev	60%						
	Ago	45%						

Fonte: Banco Central do Brasil.

Tabela 5. Indicadores Macroeconomicos – 2000-2003

Ano	PIB*	PIB	Taxa Selic	TJLP**	PTAX	IPCA****
	R\$ milhões	var. real (%)	média % a.a.	% a.a.	taxa***	var. %
2000	2.039.299	4,3	16,19	9,75	1,8302	5,97
2001	2.066.021	1,3	19,05	10,00	2,3504	7,67
2002	2.120.943	2,7	23,03	10,00	2,9212	12,53
2003	2.145.265	1,1	16,92	11,00	3,0783	9,30

* A preços de 2007

** Taxa vigente de outubro a dezembro de cada ano

*** Taxas de dezembro

**** Taxa média anual do câmbio comercial de compra

***** Variação percentual acumulada

Fonte: Banco Central do Brasil / IBGE / Conjuntura Econômica.

te do período de 1996 a 1999, a taxa foi superior a 30 % a.a. Isso contribuiu para a redução das taxas de juros das operações prefixadas com pessoas físicas e jurídicas, as quais decresceram de 62,3% a.a., ao final de 1999, para 51% a.a., ao término do ano 2000 (ibidem). A TJLP, taxa básica nas operações do BNDES, também sofreu redução, passando de 12,5% a.a. para 9,75% a.a., com o intuito de estimular o uso de operações desta instituição, caracteristicamente de longo prazo.

Com essas medidas esperou-se uma elevação do volume de crédito, o que provocou o retorno do temor da eclosão de uma crise de inadimplência, como a ocorrida em meados dos anos 1990. Diante disso, as autoridades monetárias, por meio

da Resolução nº. 2.682, de 21 de dezembro de 1999, estabeleceram critérios mais rigorosos para a análise de risco de crédito, com o intuito de minimizarem as assimetrias de informação e a seleção adversa no mercado de crédito nacional. Antes dessa resolução, as regras para classificação da carteira de crédito eram baseadas, exclusivamente, no prazo de inadimplência, desconsiderando o risco potencial do tomador de recursos e da própria operação, sendo os créditos classificados de maneira simples em: normal (vencidos até 60 dias), atraso (vencidos há mais de 60 dias e menos de 180 e com garantias suficientes) e liquidação (vencidos há mais de 60 dias sem garantias e há mais de 180 dias, mesmo que com garantias suficientes).

Com a Resolução nº. 2.682 houve uma sofisticação na atribuição de níveis de risco para as operações bancárias, com os ativos de crédito passando a ser classificados em nove níveis, seguindo uma ordem crescente de risco (AA, A, B, C, D, E, F, G, H) com as provisões sobre créditos de liquidação duvidosa (PCLD) sendo requeridas gradualmente e constituídas mensalmente a partir do segundo nível, não podendo ser inferior ao somatório dos percentuais sobre o valor total das operações de crédito apresentado na tabela 6.

Tabela 6. Percentuais de PCLD por Faixa de Risco de Crédito

Nível de risco da operação	Percentual de provisão
AA	0%
A	0,5%
B	1%
C	3%
D	10%
E	30%
F	50%
G	70%
H	100%

Fonte: Banco Central do Brasil.

Outra inovação desse período, também com o objetivo de reduzir os riscos das operações de crédito, veio por meio da Medida Provisória nº. 1.925, de 14 de outubro de 1999, que criou a Cédula de Crédito Bancário, um título de crédito que pode ser emitido por pessoas físicas ou jurídicas, com ou sem garantias, em favor de instituições cedentes de recursos, representando a promessa de pagamento em dinheiro dos compromissos assumidos por meio de empréstimos. Esta cédula pode ser utilizada em qualquer modalidade de operação de crédito e possibilita às instituições financeiras securitizarem

os recebíveis, por meio da emissão de certificados nestas lastreados, a fim de negociar esses créditos no mercado nacional ou internacional, abrindo margem em seus passivos para concessão de novos empréstimos. Além disso, a CCB tem um trâmite mais simples e rápido no processo de execução judicial, visto não se submeter à fase de reconhecimento da legitimidade do crédito (BACEN, 2000).

Essas medidas, associadas às expectativas favoráveis dos agentes sobre a situação econômica nacional, causaram um crescimento de 8,2% do volume de operações de crédito do sistema financeiro destinadas ao setor privado, de forma que, ao final de 2000, alcançou-se o maior volume de operações de crédito destinadas a este setor, nos últimos cinco anos. Com isso, mesmo com a continuidade do decréscimo do crédito ao setor público tanto na esfera federal quanto na estadual-municipal (redução total de 33,7%), o crédito total do sistema financeiro evoluiu em 5,7%, entre 1999 e 2000, atingindo R\$ 524 bilhões ao final do período.

No entanto, esse cenário propício para a retomada do crescimento do crédito apresentaria mudanças. A partir de 2001, em razão das novas dificuldades geradas com o racionamento de energia elétrica, a crise argentina e a redução do nível de atividade internacional. Esses acontecimentos provocaram pressões inflacionárias e tendência ascendente para a taxa de câmbio, tendo como resposta das autoridades monetárias o estímulo ao aumento da oferta de moeda estrangeira no mercado interno por meio de elevações das metas para taxa Selic, que foram situadas em 19% a.a., em 18 de julho de 2001 (a taxa média do ano anterior fora de 16,19% a.a.).

No entanto, alguns agentes do mercado financeiro passaram a reter moeda estrangeira com o intuito de especular com as oscilações do mercado cambial, o que

causou prejuízos à estratégia governamental de aumento da oferta de moeda estrangeira no mercado interno para a contenção da depreciação cambial. Isso exigiu nova resposta das autoridades monetárias, de maneira que,

[a]o final de setembro, medidas adicionais foram adotadas com vistas a desestimular a retenção de moeda estrangeira por agentes internos. Nesse sentido, foram reativados os recolhimentos compulsórios sobre depósitos a prazo, cuja alíquota foi elevada de 0% para 10%. Como essas exigibilidades são cumpridas em títulos federais, a reativação reduziu o potencial do sistema financeiro em se posicionar em moeda estrangeira. Adicionalmente, a parcela mínima das exigibilidades sobre recursos à vista que deve ser mantida como reservas bancárias passou de 60% para 80% da posição média, visando reduzir o potencial para retenção de moeda estrangeira no curtíssimo prazo. Assinale-se que a alíquota de recolhimento compulsório sobre recursos à vista, que é cumprida pelo critério de posição média em duas semanas de movimentação, foi mantida em 45% (BACEN, 2001, p. 54).

Neste contexto, ao final de 2001, a média anual da taxa Selic foi superior em três pontos percentuais à média do ano anterior, o câmbio continuou a se depreciar, atingindo média anual de R\$ 2,35/dólar contra R\$ 1,83/dólar em 2000, a inflação também evoluiu, passando de 5,97% a.a., em 2000, para 7,67% a.a., ao final de 2001, e o PIB apresentou variação real de 1,3% contra 4,3% do ano anterior. O mercado de crédito refletiu esse cenário desfavorável e também sofreu quedas, apresentado um montante de operações de crédito de R\$ 505 bilhões em dezembro de 2001, contra os R\$ 524 bilhões de dezembro de 2000.

No ano seguinte, houve expectativas de melhora do cenário econômico influen-

ciadas pela relativa estabilização dos preços internacionais do petróleo e da taxa de câmbio, e pela considerável margem de capacidade ociosa na indústria, gerada a partir dos choques de oferta ocorridos em 2001. No entanto, essas expectativas se diluíram, com o cenário desfavorável de baixo crescimento mundial, incertezas quanto à futura política econômica interna no período pré-eleitoral ("efeito-Lula"), maior aversão ao risco por parte dos investidores internacionais e perspectivas de guerra no Golfo Pérsico. De maneira que, a partir de meados do terceiro trimestre de 2002, a condução da política monetária nacional caracterizou-se por uma postura conservadora, tendo em vista o aumento na preferência pela liquidez dos agentes econômicos (BACEN, 2002).

Dessa forma, o cenário econômico, ao final de 2002, era de variação real da inflação de 12,53%, taxa média do câmbio a R\$ 2,92/dólar e Selic média de 23% a.a. (nível semelhante ao de 1996). Além disso, houve redução do

Alguns agentes passaram a reter moeda estrangeira com o intuito de especular com as oscilações do mercado cambial

crédito externo e excessiva volatilidade no mercado cambial, as quais provocaram, já no início de 2003, a elevação das expectativas inflacionárias brasileiras de curto prazo. Em reação a esses eventos, as autoridades monetárias ampliaram a meta de inflação para 2003, de 4% para 8,5%, e, paralelamente, a meta de superávit fiscal de 3,75% para 4,25% do PIB, visando manter a trajetória da dívida pública em níveis considerados sustentáveis. Da mesma forma, a taxa de juros, considerada o principal instrumento de política monetária, foi elevada, em fevereiro de 2003, para 26,5% a.a. e, adicionalmente, no mesmo mês, a alíquota sobre os depósitos a vista aumentou de 45% para 60%, retirando de circulação cerca de R\$ 8 bilhões, com

Tabela 7. Operações de Crédito do Sistema Financeiro Nacional por Atividade Econômica – 2000-2003
R\$ milhões (saldos de dezembro)
Valores constantes de 2007

	Setor Privado						Setor Público				Total
	Rural	Indústria	Comércio	Outros serviços	Habitação	Pessoas físicas	Total setor privado	Governo Federal	Gov. Estaduais e Municipais	Total Setor Público	
2000	46.328	139.198	51.514	74.889	90.803	101.578	504.310	5.473	14.434	19.907	524.217
2001	41.007	148.712	54.809	90.136	36.083	120.062	490.810	5.850	8.579	14.429	505.240
2002	49.454	155.234	54.065	91.585	32.659	113.691	496.687	4.434	12.734	17.168	513.855
2003	57.959	143.170	53.010	87.987	30.642	121.279	494.047	5.806	12.556	18.363	512.410

Fonte: Banco Central do Brasil.

o objetivo de reverter o crescimento da inflação¹⁰ (BACEN, 2003).

Essas ações impactaram negativamente as expectativas dos agentes econômicos (tanto dos ofertantes

quanto dos demandantes de crédito), de forma que, para o mercado de crédito, o quadriênio 2000-2003 caracterizou-se como um período de quase-estabilidade (com pequenas elevações do volume de crédito), no qual o volume global

de crédito se manteve próximo a R\$ 510 bilhões, ao longo desse tempo.

O destaque de alta entre os setores deu-se entre 2000 e 2001, para os créditos destinados às pessoas físicas, os quais se ampliaram, porém, devido ao crescimento das operações de crédito rotativo, indicando um endividamento não planejado, derivado mais de dificuldades financeiras das famílias do que do direcionamento de recursos para a aquisição de bens de consumo duráveis. De 2001 a 2003, esses créditos se mantiveram relativamente estáveis, com média de R\$ 118 bilhões por ano.

O destaque de queda deu-se com os recursos destinados à habitação, entre 2000 e 2001, e foi determinado, basicamente, pelo montante de recursos repassados pela Caixa Econômica Federal (CEF) à Empresa Gestora de Ativos (Emgea) e para a União, no intuito de amparar o Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais, em conformidade com a Medida Provisória nº. 2.196, de 28 de junho de 2001. Além disso, a queda desses recursos foi motivada pela suspensão de algumas linhas de crédito pela CEF, que alegou haver descasamento entre o custo de captação e a receita financeira dos créditos concedidos por essas linhas (BACEN, 2001). Por fim, vale destacar que o volume de recursos destinados ao setor rural cresceu ao longo do período, basicamente, em função de políticas agrícolas expressas, por exemplo, no maior volume de recursos disponibilizados para a safra 2003/2004.

Afora essas considerações, de maneira geral, o volume de crédito manteve-se em níveis relativamente estáveis, ao longo do quadriênio 2000-2003, refletindo tanto a tendência de postergação das decisões de investimento das empresas e de consumo das famílias, sobretudo de bens de maior valor unitário, quanto o conservadorismo e a seletividade dos bancos na concessão de

¹⁰ Em valores de 2003.

novos empréstimos. Tudo isso em função das condições desfavoráveis predominantes nos cenários externo e interno, traduzidas em contração de financiamentos internacionais e volatilidade da taxa de câmbio, com repercussões adversas sobre os níveis da atividade econômica, das taxas de juros e do nível de preços (BACEN 2002, p. 60).

Podemos concluir, então, que o quadriênio 2000-2003 se caracterizou, no que se refere à evolução do crédito do sistema financeiro, pela relativa estabilidade do crédito destinado ao setor privado (decréscimo de 2,04%) e por uma mais elevada redução dos empréstimos ao setor público, de 7,76%, de maneira que o volume geral de operações de crédito do sistema financeiro permaneceu praticamente estável, apresentando decréscimo de 2,25% no período. Em comparação com o quadriênio anterior podemos destacar, como semelhança, a presença da estabilidade do volume geral de operações de crédito do sistema financeiro nacional e, como diferença, as causas dessa estabilidade presente nos dois períodos.

Antes de terminarmos essa seção valem algumas considerações sobre a nova ótica de análise da trajetória do crédito considerada pelo Bacen, a partir do ano 2000, na qual, além dos setores beneficiados com os créditos do sistema financeiro, a origem dos recursos desses créditos passou a ser divulgada. Essa nova ótica derivou de uma programação do Banco Central para a implantação de medidas de redução do *spread* bancário, com o intuito de ampliar o volume de crédito na economia, em consonância com as expectativas favoráveis do ano 2000, conforme discutido no início desta seção.

Dessa programação surgiu o projeto “Juros e *Spread* Bancário no Brasil” que, por

meio de relatórios anuais, fornecia informações detalhadas sobre a evolução dos juros e das operações de crédito bancárias e sobre os componentes e determinantes do *spread* bancário, no Brasil. Para a obtenção dessas informações, o Bacen passou a exigir das instituições financeiras maiores detalhes sobre as operações de crédito de pessoas físicas e jurídicas, por meio da Circular nº. 2.957, de 30 de dezembro de 1999, sob a justificativa de conferir maior transparência às operações bancárias e obter informações que permitissem a criação de instrumentos para redução dos *spreads* bancários.

Dessa forma, as instituições financeiras passaram a fornecer diariamente ao Bacen informações sobre as taxas médias ponderadas, taxas mínimas e máximas, valor liberado na data-base, saldo de fim de mês, respectivos níveis de atraso e prazos médios das principais modalidades de crédito concedidos tanto para pessoas físicas quanto para jurídicas (BACEN, 2000). Todas essas informações passaram a ser divulgadas pelo Bacen e o volume de créditos do sistema financeiro nacional começou a ser exposto não só pela divisão de setores beneficiados, mas também pela origem dos seus recursos que se classificam em livres (quando possuem taxas de juros livremente pactuadas entre os mutuários e as instituições financeiras) e direcionados (com taxas estabelecidas em programas ou repasses governamentais, geralmente destinadas aos setores rural, habitacional e de infra-estrutura). A tabela 8 mostra o volume de crédito geral, segundo essa nova metodologia¹¹.

Vale destacar que o volume de recursos destinados ao setor rural cresceu em função de políticas agrícolas expressas

¹¹ O volume geral de crédito entre os anos 2000 e 2002 apresentam divergências com relação aos valores apresentados na tabela 7. Acreditamos que isso aconteça porque esses são os primeiros anos de divulgação desses dados e, em função da inexperiência com essa metodologia, podem ter ocorrido erros no recolhimento e/ou na divulgação dos dados. A partir de 2003 os dados são coincidentes.

Tabela 8. Operações de Crédito do Sistema Financeiro Nacional com Recursos Livres e Direcionados – 2000-2003
R\$ bilhões (saldos de dezembro)

	Recursos livres				Recursos direcionados					Total
	Pessoa Física		Pessoa Jurídica ⁽²⁾		Habitacão ⁽⁴⁾	Rural ⁽⁵⁾	BNDES direto ⁽⁶⁾	BNDES repasses ⁽⁷⁾	Outros ⁽⁸⁾	
	Crédito referencial para taxa de juros ⁽¹⁾	Cooperativas, leasing e outros	Crédito Referencial: recursos domésticos e externos ⁽³⁾	Leasing, Rural e Outros						
2000	83.297	23.867	166.516	31.055	85.766	34.903	50.214	49.980	5.197	530.795
2001	105.401	18.116	187.115	20.893	33.213	29.772	52.190	54.146	4.798	505.644
2002	102.000	14.678	182.480	17.865	30.272	36.224	66.747	58.375	4.415	513.056
2003	107.943	15.811	166.789	22.677	28.950	42.364	64.836	57.911	5.129	512.410

⁽¹⁾ Operações de cheque especial, crédito pessoal, aquisição de bens total, financiamento imobiliário, aquisição de bens e outras operações

⁽²⁾ Indústria, Comércio e Outros Serviços

⁽³⁾ Operações de capital de giro, conta garantida, aquisição de bens, Vendor, Hot money, desconto de duplicatas, financiamento imobiliário, desconto de nota promissória, ACC, Export Notes, repasses externos (Resolução 63) e outros

⁽⁴⁾ Refere-se a operações realizadas com pessoas físicas e cooperativas habitacionais

⁽⁵⁾ Exclui operações de leasing e os financiamentos diretos e repasses do BNDES

⁽⁶⁾ Refere-se a carteira total, inclusive operações com o setor rural

⁽⁷⁾ Inclui repasses da FINAME

⁽⁸⁾ Incluem, entre outros, financiamentos do Fundo Constitucional do Centro-Oeste (FCO) e créditos dos bancos de desenvolvimento e agências de fomento

Fonte: Banco Central do Brasil.

2.3 Quadro geral do crédito no Brasil no quadriênio 2004-2007

No final de 2004, ao término do segundo ano do governo Lula, os temores dos agentes acerca das políticas econômicas que seriam adotadas pelo governo petista foram substituídas pela convicção de que a nova equipe estava dando continuidade à política econômica do governo anterior, tendo em vista a manutenção de instrumentos característicos da antiga administração, como as metas de inflação, o ajuste fiscal permanente e o regime de câmbio flutuante. Isso diminuiu os impactos negativos do chamado “efeito-Lula” e criou um cenário favorável para o crescimento do PIB, que apresentou

variação real de 5,7%, ao final de 2004. Ao mesmo tempo, a taxa de variação da inflação reduziu-se de 9,3%, em 2003, para 7,6%, em 2004, e a taxa Selic elevou-se em apenas 0,5%, no mesmo período.

Obviamente não foi só a melhora das expectativas dos agentes acerca do mercado que contribuiu para o bom desempenho dos índices econômicos. A conjuntura internacional desse período se mostrava favorável ao aparecimento desses resultados:

Desde 2003 a economia mundial tem experimentado dinamismo extraordinário, que se reflete nas esferas produtivo-real, comercial, tecnológica e monetário-financeira das relações internacionais.¹²

¹² Filgueiras e Gonçalves (2007, p. 57). “A evidência da expansão da liquidez internacional é dada pelo volume de recursos internacionais mundiais. Essas reservas mais do que duplicam em 2002 e 2006: passam de US\$ 2,4 trilhões no final de 2002 para US\$ 4,9 trilhões em 2006 (...) A relação entre as reservas internacionais e o PIB mundial aumentou continuamente, de 10,9% em 2002 para 14,1% em 2006.” (FILGUEIRAS; GONÇALVES, 2007, p. 43).

Tabela 9. Indicadores Macroeconomicos – 2003-2007

Ano	PIB*	PIB	Taxa Selic	TJLP**	PTAX	IPCA****
	R\$ milhões	var. real (%)	média % a.a.	% a.a.	taxa***	var. %
2004	2.267.893	5,7	17,50	9,75	3,0751	7,60
2005	2.339.522	3,2	18,24	9,75	2,7032	5,69
2006	2.427.370	3,8	13,19	6,85	2,1499	3,14
2007	2.558.821	5,4	11,18	6,25	1,8533	4,46

* A preços de 2007

** Taxa vigente de outubro a dezembro de cada ano

*** Taxas de dezembro

**** Taxa média anual do câmbio comercial de compra

***** Variação percentual acumulada

Fonte: Banco Central do Brasil / IBGE / Conjuntura Econômica.

Esse aumento das condições internacionais de liquidez provocou a valorização expressiva dos títulos dos países emergentes, inclusive os do Brasil, de forma que, segundo o Bacen (2003, p.53),

o spread entre os títulos americanos e brasileiros reduziu-se progressivamente, de 1.324 pontos bases, em janeiro [de 2003], para 569, em média, em dezembro, favorecendo novas captações no exterior,

influenciando diretamente o custo das operações de crédito no sistema bancário e incentivando o aumento da demanda por operações de crédito. Internamente, do lado da oferta de crédito, o estímulo se deu por meio do restabelecimento da alíquota de compulsórios sobre os depósitos a vista, em 45%, em 8 de agosto de 2003.

Assim, o cenário econômico nacional, a partir do final de 2003, tem-se mostrado estimulante à melhora das expectativas dos agentes, através de taxas de crescimento do PIB mais consistentes do que as apresentadas nos quadriênios anteriores, mesmo com políticas econômicas conservadoras¹³, com redução gradual da taxa Selic e níveis inflacionários

declinantes (tabela 9), de forma que, a partir de 2004, teve início o tão esperado crescimento do volume de operações de crédito, com destaque para as operações ao setor privado, em todos os níveis. O volume de operações para o setor público apresentou leve decréscimo nesse quadriênio, não apresentando, no entanto, variações atípicas que mereçam maiores comentários.

No tocante ao crédito às pessoas físicas, o maior estímulo ao seu crescimento foi dado em setembro de 2003, com a concessão do crédito em consignação aos trabalhadores da iniciativa privada. Essa forma de operação de crédito prevê o desconto em folha de pagamento das prestações de dívidas contraídas com o sistema financeiro, o que reduz as assimetrias de informação, o risco de crédito e, conseqüentemente, o custo financeiro para o tomador de empréstimo, estimulando a demanda. Dessa forma, o quadriênio 2004-2007 caracterizou-se pelo forte crescimento (67,6%) do volume

O cenário econômico nacional, a partir do final de 2003, tem-se mostrado estimulante à melhora das expectativas dos agentes

¹³ Esse período concentra os dois melhores desempenhos do PIB dos últimos doze anos: 5,7% de variação real, em 2004, e 5,4%, em 2007.

de crédito do sistema financeiro ao setor privado e pelo baixo decréscimo desses recursos ao setor público. A diferença dos quadriênios anteriores para esse quadri-

ênio está nessa evolução consistente do volume de crédito ao setor privado, o que assegurou também o crescimento do crédito total.

Tabela 10. Operações de Crédito do Sistema Financeiro Nacional por Atividade Econômica – 2003-2007
R\$ milhões (saldos de dezembro)
Valores constantes de 2007

	Setor Privado						Setor Público				Total
	Rural	Indústria	Comércio	Outros Serviços	Habitação	Pessoas Físicas	Total Setor Privado	Governo Federal	Gov. Estaduais e Municipais	Total Setor Público	
2004	66.657	142.527	62.555	90.608	29.349	155.327	547.023	5.742	16.135	21.878	568.901
2005	71.061	149.704	69.508	106.864	31.330	203.395	631.862	4.914	17.235	22.149	654.011
2006	81.146	171.921	81.931	126.938	37.281	246.333	745.550	4.381	15.333	19.714	765.264
2007	89.202	213.901	97.661	156.232	45.852	314.286	917.134	3.588	15.245	18.833	935.967

Fonte: Banco Central do Brasil.

Tabela 11. Operações de Crédito do Sistema Financeiro Nacional com Recursos Livres e Direcionados – 2003-2007
R\$ bilhões (saldos de dezembro)

Recursos livres					Recursos direcionados					Total
Pessoa Física		Pessoa Jurídica ⁽²⁾		Habita- ção ⁽⁴⁾	Rural ⁽⁵⁾	BNDES direto ⁽⁶⁾	BNDES repasse ⁽⁷⁾	Ou- tros ⁽⁸⁾		
	Crédito referencial para taxa de juros ⁽¹⁾	Cooperati- vas, leasing e outros	Crédito Refe- rencial: recur- sos domésticos e externos ⁽³⁾	Leasing, Rural e Outros						
2004	113.272	25.277	158.118	22.130	24.694	40.714	59.325	50.688	5.386	499.604
2005	155.190	35.541	185.444	27.612	28.125	45.116	66.251	57.854	5.896	607.029
2006	191.837	46.131	217.630	42.734	34.479	54.376	71.687	67.296	6.420	732.590
2007	240.415	77.079	283.479	60.625	43.583	63.440	77.778	82.196	7.373	935.968

⁽¹⁾ Operações de cheque especial, crédito pessoal, aquisição de bens total, financiamento imobiliário, aquisição de bens e outras operações

⁽²⁾ Indústria, Comércio e Outros Serviços

⁽³⁾ Operações de capital de giro, conta garantida, aquisição de bens, Vendor, Hot money, desconto de duplicatas, financiamento imobiliário, desconto de nota promissória, ACC, Export Notes, repasses externos (Resolução 63) e outros

⁽⁴⁾ Refere-se a operações realizadas com pessoas físicas e cooperativas habitacionais

⁽⁵⁾ Exclui operações de leasing e os financiamentos diretos e repasses do BNDES

⁽⁶⁾ Refere-se a carteira total, inclusive operações com o setor rural

⁽⁷⁾ Inclui repasses da FINAME

⁽⁸⁾ Incluem, entre outros, financiamentos do Fundo Constitucional do Centro-Oeste (FCO) e créditos dos bancos de desenvolvimento e agências de fomento

Fonte: Banco Central do Brasil.

A tabela abaixo sistematiza as tendências das trajetórias de cada período.

(por finalidade) foram utilizadas pelas empresas ao longo de 1996-2007, no intuito

Tabela 12. Tendências das Trajetórias das Operações de Crédito do Sistema Financeiro Nacional por Atividade Econômica

Período	Setor Privado		Setor Público		Total	
	Tendência	Var. %	Tendência	Var. %	Tendência	Var. %
1996-1999	Baixo crescimento	11,94%	Forte decréscimo	-66,61%	Estabilidade	-2,01%
2000-2003	Estabilidade	-2,04%	Estabilidade	-7,76%	Estabilidade	-2,25%
2004-2007	Forte crescimento	67,66%	Baixo decréscimo	-13,92%	Forte crescimento	64,52%

Critérios assumidos para classificar a tendência da trajetória das operações de crédito: $|0\%| < \text{estabilidade} \leq |10\%|$ - $|10\%| < \text{baixo crescimento/decrécimo} \leq |20\%|$ - $|20\%| < \text{forte crescimento/decrécimo} \leq |\infty\%|$

Fonte: Elaboração própria.

3. Crédito e soluções alternativas para o financiamento empresarial

Nesta segunda parte do trabalho analisaremos quais as principais linhas de crédito

de esclarecer quais as principais necessidades de financiamento dessas empresas no Brasil e quais as soluções para o suprimento dessas necessidades têm sido oferecidas pelos agentes do sistema financeiro nacional, mercado de crédito e via mercado de capitais.

Tabela 13. SFN – Volume de Operações de Crédito com Recursos Livres
Volume total por modalidade de operações (saldos de dezembro)
R\$ milhões (valores constantes de 2007)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Capital de Giro	23.790	25.070	24.579	26.003	26.841	33.320	39.508	40.335	45.779	55.455	70.839	97.428
Conta Garantida	12.297	15.782	16.138	17.648	24.352	29.929	27.115	26.865	28.566	32.021	34.320	39.135
Resolução 63	23.039	20.367	20.821	20.951	26.622	29.457	26.740	17.047	15.607	17.276	19.898	24.887
Hot Money	3.891	1.545	1.133	1.185	946	696	816	656	447	505	371	675
Aquisição de Bens	1.788	2.268	1.659	1.993	3.571	5.415	5.728	5.753	9.110	12.011	14.093	17.937
Vendor	8.642	8.025	6.862	7.820	10.498	10.251	10.515	9.651	11.673	10.756	10.837	10.968
Desconto de Duplicatas	6.205	6.700	4.824	5.874	8.551	9.075	8.035	9.145	11.824	11.802	12.548	13.742
Desconto de Nota Promissória	1.170	918	539	1.001	1.408	960	696	306	253	237	167	152
ACC	21.371	22.435	19.448	24.810	28.079	31.116	33.489	31.567	27.359	25.692	26.335	30.841
Export Notes	1.130	1.280	494	370	331	113	325	228	178	61	1	0
Financiamento Imobiliários	0	0	0	0	4.344	1.184	908	675	486	656	767	1.146
Outros	11.866	12.098	13.174	12.892	30.973	35.598	28.605	24.561	28.699	33.249	37.162	46.568
Total	115.188	116.486	109.671	120.547	166.516	187.115	182.480	166.789	179.980	199.720	227.336	283.479

3.1. Volume de Recursos Livres e Direcionados para Pessoas Jurídicas

Entre as linhas de crédito que compõem a tabela acima podemos identificar três grupos de financiamento com características particulares: o primeiro é direcionado ao financiamento das necessidades de capital de giro das empresas, com o objetivo de equilibrar desvios nos seus fluxos de caixa e é formado pelas linhas de capital de giro, conta garantida, *hot money* e Resolução 63. O segundo, vinculado às operações mercantis das empresas, tem por finalidade o financiamento da comercialização de produtos no mercado interno e é formado pelas seguintes linhas: aquisição de bens, *vendor*, descontos de duplicatas e de notas promissórias. O terceiro, também vinculado às

A predominância das operações que visam o financiamento das necessidades de capital de giro da empresa

operações mercantis das empresas, visa o financiamento da comercialização de produtos no mercado externo, sendo direcionado exclusivamente às empresas exportadoras, sendo formado pelas linhas de Adiantamento de Contrato de Câmbio (ACC) e *export notes*¹⁴.

Podemos notar, pela tabela 13, que a mesma tendência apresentada para o crédito geral, na seção anterior, mostra-se presente também para as operações dos três grupos acima, a saber: relativa estabilidade do volume de crédito, no quadriênio 1996-1999, seguida por uma elevação desse volume, a partir de 2000 e 2001, a qual se estabilizou novamente, até 2003, e, por fim, um crescimento mais consistente do volume de crédito, a partir de 2004.

Podemos concluir, portanto, que as causas apresentadas na seção anterior para a trajetória do crédito geral afetaram diretamente o fornecimento de crédito com recursos livres as pessoas jurídicas.

Outra observação a ser feita é a predominância das operações que visam o financiamento das necessidades de capital de giro da empresa, em detrimento das operações de comercialização. O grupo 1 se manteve com os maiores volumes de recursos ao longo dos dois quadriênios de estabilidade do crédito. O que indica que, dadas as expectativas pessimistas desses períodos, as empresas preocuparam-se mais em financiar suas necessidades de caixa, de forma a manter a “saúde” das suas produções nesses períodos de instabilidade, do que em ampliar vendas via financiamento da comercialização, seja no mercado interno ou externo. No último quadriênio, quando o crédito inicia sua fase de expansão, o grupo 1 apresentou evolução mais intensa do que os grupos 2 e 3, graças ao crescimento de mais de 100% das operações de capital de giro no período, o que aumentou ainda mais a diferença entre os financiamentos para capital de giro e para comercialização. Assim nesse período manteve-se a suposição de que as empresas que buscaram recursos de curto prazo no sistema financeiro procuraram mais intensamente com o objetivo de financiamento de necessidades de capital de giro do que para comercialização.

A tabela 14 reforça essa suposição, pois através dela notamos que os recursos do grupo 1 possuem custos financeiros mais elevados do que os do grupo 2 e, ainda assim, continuam sendo predominantes no mercado financeiro. A linha de crédito

¹⁴ Excluímos dessa classificação os financiamentos imobiliários, pois esses são financiamentos específicos de instituições financeiras captadoras de depósitos à vista e que operem com crédito imobiliário (inclusive a Caixa Econômica Federal), conforme Resolução nº. 2.789, de 30 de novembro de 2000. Essa modalidade de crédito foi criada com o intuito de proporcionar melhores condições para o refinanciamento dos imóveis retomados, adjudicados ou recebidos em dação de pagamento por força de financiamentos habitacionais anteriores (BACEN, 2000).

Tabela 14. SFN – Operações de Crédito com Recursos Livres para Pessoa Jurídica 1999-2007
Taxas de juros pré-fixados por modalidade de operações
Em porcentagem ao ano (% a.a.) – Taxas de dezembro

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Média
Capital de Giro	47,64	32,53	37,70	42,28	35,80	36,71	34,68	31,08	27,90	36,26
Conta Garantida	58,65	54,34	63,74	77,31	69,67	66,53	70,30	64,79	58,80	64,90
Hot Money	52,42	39,38	46,11	51,99	53,61	51,08	47,44	53,81	43,00	48,76
Aquisição de Bens	40,67	30,72	34,43	43,04	29,29	29,02	28,16	24,18	16,60	30,68
Vendor	28,24	20,76	25,10	32,90	22,37	22,84	22,47	18,26	16,10	23,23
Desconto de Duplicatas	53,81	44,66	50,14	56,12	44,15	40,46	39,52	36,58	32,30	44,19
Desconto de NP	58,15	50,20	56,13	50,89	55,52	49,62	49,02	48,38	43,40	51,26

Fonte: BACEN.

Capital de Giro, por exemplo, possui taxa de juros média superior às médias das taxas das operações de aquisição de bens e *vendor*, o que não impede que apresente saldos superiores a essas duas, em praticamente todo o período. Da mesma maneira, a linha de crédito Conta Garantida apresenta-se como a de maior custo dentre todas as linhas do grupo 1 e 2 e, no entanto, é a segunda operação em volume dentre todas as operações de crédito com recursos livres.

Outra explicação para o uso mais intenso de linhas de crédito que financiam capital de giro do que as que financiam operações mercantis está na maior simplicidade operacional e flexibilidade das primeiras. A Conta Garantida, por exemplo, constitui-se numa linha de crédito rotativo que pode ser liberado na conta corrente da empresa apenas com um telefonema ao seu banco, conferindo grande flexibilidade e simplicidade operacional a essa forma de empréstimo. O capital de giro, por sua vez, apresenta flexibilidade na amortização, permitindo a adequação dos pagamentos dos empréstimos ao fluxo de caixa das empresas e simplificando suas rotinas operacionais. Por outro

lado, as linhas de crédito dos grupos 2 e 3 sempre exigem como contrapartida títulos de crédito das operações entre empresas e seus fornecedores ou compradores, o que torna essas operações menos flexíveis e operacionalmente mais complexas.

No que se refere ao uso dos recursos direcionados, podemos notar pela tabela 15, que os recursos desembolsados pelo BNDES não seguem as características assumidas para o volume geral de crédito apresentados na primeira parte deste artigo (dois quadriênios de estabilidade e um de crescimento). O que se nota são “picos” de crescimento (seguidos por períodos de estabilidade), que aconteceram em 1997 (75% de evolução em relação a 1996), 2002 (31,8% de evolução em relação a 2001) e mais discretamente em 2007 (21% de evolução em relação a 2006). Nestes três períodos de “pico” de desembolsos do BNDES, os setores que causaram a elevação do volume de crédito estavam relacionados à infra-estrutura envolvendo empresas de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica, o que reflete o fato de que os recursos desembolsados pelo BNDES estão mais relacionados às diretrizes governamentais do que ao mercado¹⁵.

¹⁵ Do total de recursos que constituíram a elevação dos desembolsos entre 1996 e 1997, 55% foram recursos direcionados aos setores de eletricidade. Entre 2001 e 2002, esse percentual foi de 80%, em decorrência da crise de abastecimento do setor, em 2001, e entre 2006 e 2007, esse percentual ficou em 24% do total.

Tabela 15. BNDES – Desembolsos Anuais por Modalidade / Produto (1995-2007)
R\$ milhões (valores constantes de 2007)

Modalidade Direta	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
FINEM	6.937,6	16.657,6	13.327,8	8.808,1	8.959,4	10.285,8	17.885,3	9.781,0	13.025,5	14.309,7	15.221,1	22.028,5
Mercado de Capitais	2.839,5	4.433,4	4.562,9	2.743,4	3.215,3	1.491,3	1.080,5	1.188,6	698,3	2.205,7	3.555,3	3.498,1
Aplicação não reembolsável	1,8	10,9	46,1	86,3	139,5	79,0	99,8	86,6	55,6	64,6	92,0	62,5
BNDES-EXIM	612,7	1.445,6	2.835,6	4.095,4	5.526,5	5.951,1	10.372,3	7.719,4	6.436,0	7.210,1	4.240,8	1.321,7
Prestação de Garantia	0,0	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	26,0	0,0	0,0	0,0
Total direta	10.391,6	22.549,6	20.772,3	15.733,1	17.840,8	14.807,3	29.437,9	18.775,7	20.241,3	23.790,1	23.109,2	26.910,8
Modalidade Indireta	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
FINEM	1.392,4	1.068,8	1.620,5	5.440,7	6.515,0	5.583,7	2.152,2	1.534,9	1.898,0	2.031,2	2.821,3	5.111,6
Aplicação não reembolsável	0,0	0,0	0,4	0,5	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FINAME	4.251,4	4.633,2	6.180,1	2.882,5	4.053,2	4.978,4	5.383,0	6.543,0	7.538,9	10.051,1	11.247,4	17.030,8
FINAME Agrícola	433,6	657,5	766,7	1.272,2	2.206,2	2.785,1	4.030,3	3.518,8	5.204,3	2.354,1	1.549,1	2.071,3
FINAME Leasing	0,0	0,0	240,0	129,1	145,2	301,4	383,3	469,3	289,0	507,8	665,3	1.446,0
Cartão BNDES	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,5	13,8	77,2	235,2	509,2
BNDES-EXIM	172,7	1.005,2	1.676,7	2.499,0	3.776,6	3.112,1	5.415,8	6.865,2	6.221,9	7.868,7	10.229,5	6.734,7
BNDES Automático	2.737,1	4.157,7	4.316,5	3.081,4	2.856,4	3.433,4	3.308,9	3.387,7	3.951,8	3.936,5	3.749,8	5.077,3
Total Indireta	8.987,2	11.522,3	14.800,8	15.305,5	19.522,9	20.194,0	20.673,5	22.311,2	25.117,7	26.826,6	30.497,6	37.980,9
Total	19.378,7	34.071,9	35.573,2	31.038,6	37.393,7	38.001,3	50.111,4	41.086,9	45.358,9	50.616,7	53.606,8	64.891,7

* Classificação Nacional de Atividades estabelecidas pelo IBGE a partir de 1994

Fonte: BNDES.

Esses dados revelam também que o BNDES ainda não é um instrumento eficaz de financiamento empresarial de longo prazo, em um nível amplo, fato que é reforçado pela tabela 16, que apresenta os desembolsos anuais do BNDES por porte da empresa. A classificação por porte é dada pelo BNDES, considerando-se a receita operacional bruta anual da empresa, na qual microempresas são aquelas com receita operacional bruta anual¹⁶ ou anualizada de até R\$ 1.200 mil, pequena empresa superior a R\$ 1.200 mil e inferior ou igual a R\$ 10.500 mil, média empresa superior a R\$ 10.500 mil e inferior ou igual a R\$ 60 milhões e grande empresa superior a R\$ 60 milhões. Pode-se notar nessa tabela que, em volume de recursos desembolsados, as grandes empresas se mantiveram ao longo dos últimos doze anos como as

maiores consumidoras dos recursos do BNDES, apresentando participação média em todo o período de aproximadamente 80% dos recursos totais. Isso nos mostra que além de direcionar grande parte dos seus desembolsos para os setores de infra-estrutura, o BNDES privilegia o financiamento de empresas com faturamento anual superior a R\$ 60 milhões. Essa informação pode ser redundante, pois as empresas dos setores de infra-estrutura se enquadram como grandes empresas nos critérios do BNDES. No entanto, o que queremos indicar é que a maior parte dos recursos do BNDES não está disponível para toda e qualquer empresa que deseje investir, o que reforça a idéia de ineficiência do BNDES como financiador de operações de longo prazo como um todo, apesar das possíveis modificações recentes neste quadro.

Tabela 16. BNDES – Desembolsos Anuais por porte da empresa (1995-2007)
R\$ milhões constantes de 2007

	Pessoa Física	Micro/Pequena	Média Empresa	Grande Empresa	Total
1996	-	2.463,9	487,2	16.427,8	19.378,9
1997	-	3.916,5	284,3	29.870,9	34.071,7
1998	1.589,9	993,0	1.715,3	31.275,0	35.573,2
1999	1.556,6	1.427,0	1.750,2	26.305,0	31.038,8
2000	2.618,2	2.300,0	2.230,2	30.245,2	37.393,7
2001	3.471,7	2.891,9	2.354,5	29.283,0	38.001,1
2002	4.726,1	3.268,3	3.170,7	38.946,4	50.111,6
2003	4.866,3	4.213,1	3.201,6	28.805,8	41.086,8
2004	7.232,0	3.682,5	3.408,6	31.036,0	45.359,0
2005	4.180,6	4.324,6	4.059,3	38.052,1	50.616,6
2006	3.143,8	4.200,5	4.268,8	41.993,5	53.606,7
2007	3.939,2	6.048,6	6.078,7	48.825,3	64.891,8

De 1995 até 1998 os desembolsos para micro/pequenas empresas contêm os valores desembolsados para pessoas físicas. A partir de 1998, o BNDES apresenta esses dados separados

Fonte: BNDES.

¹⁶ Considera-se receita operacional bruta anual como a receita auferida no ano-calendário com o produto da venda de bens e serviços nas operações de conta própria, o preço dos serviços prestados e o resultado nas operações em conta alheia, não incluídas as vendas canceladas e os descontos incondicionais concedidos (www.bndes.gov.br).

3.2. Capitalização no Mercado de Capitais e instrumentos alternativos de financiamento empresarial

O mercado de capitais apresenta instrumentos alternativos de financiamento empresarial. Seria de se esperar que com as restrições ao crédito bancário de 1996 a 2003, o uso desses instrumentos fosse intensificado. No entanto, o que nos mostra a Tabela 17 é que, de maneira geral, o uso desses recursos manteve trajetória inconsistente de 1996 a 2003, apresentando uma evolução de maneira mais consistente somente a partir de 2004, e acompanhando a tendência do mercado de crédito, dadas as expectativas otimistas dos agentes diante de

um cenário de bons indicadores econômicos. Essa Tabela apresenta o volume financeiro das emissões primárias de alguns dos títulos desse mercado, ao longo dos últimos doze anos. Pode-se notar que as debêntures são os títulos de uso mais intenso pelas empresas emissoras, pois, ao longo de quase todo o período, esses títulos apresentaram volumes mais expressivos de emissão, com exceção somente de 1998 a 1999, período no qual as notas promissórias lideraram os volumes de negócios. O mercado de dívida supera o mercado acionário em todo o período analisado.

O aumento substancial da emissão de debêntures a partir de 2004, com forte

Tabela 17¹⁷. Emissões Primárias no Mercado de Capitais Brasileiro 1996-2007
Registro de emissões na CVM (milhões R\$)
Valores constantes de 2007

Período	Ações	Debêntures	Notas Promissórias	CRI	CTEE	FIDC	Total
1996	2.320	16.839	1.006	0	0	0	20.165
1997	7.441	14.313	9.562	0	0	0	31.316
1998	7.702	18.089	24.169	0	588	0	50.549
1999	4.727	11.479	13.831	22	0	0	30.059
2000	2.288	14.194	12.317	279	604	0	29.682
2001	2.039	22.849	7.936	336	301	0	33.461
2002	1.406	19.599	5.191	190	335	268	26.989
2003	282	6.473	2.607	353	393	1.887	11.995
2004	5.090	10.948	2.552	459	0	5.847	24.895
2005	4.703	44.754	2.835	2.265	0	9.243	63.799
2006	14.857	72.562	5.513	1.119	0	13.347	107.398
2007	33.136	46.534	9.725	868	0	9.962	100.225

Exclui emissão do Banco do Brasil no valor de US\$ 8 bilhões

Fonte: Banco Central do Brasil / Comissão de Valores Mobiliários

¹⁷ Os CRIs e os CTEEs são títulos para captação de recursos restritos a poucas empresas, pois os primeiros só podem ser emitidos por companhias securitizadoras e o segundo por empresas fornecedoras de energia elétrica. Os FIDCs, por sua vez, embora apresentassem crescimento expressivo do volume utilizado, são títulos novos no mercado e possuem baixa participação no endividamento empresarial geral (1,4%, conforme a Tabela 13). Por esses motivos não são feitas maiores considerações acerca desses títulos. Esses motivos, no entanto, não invalidam a apresentação dos dados da Tabela 11, que servem como uma melhor aproximação do endividamento empresarial geral, principal propósito desse trabalho.

elevação em 2005, é explicado por outros fatores, além dos expostos na primeira parte desse artigo, como a redução dos custos e aumento dos prazos desses títulos, nos últimos anos, como pode ser observado pelo exemplo a seguir: em 21 de setembro de 2005 a CVM aprovou a emissão de R\$ 800 milhões em debêntures pela Eletropaulo, com remuneração embutida de 120% do CDI ao ano e vencimento final em cinco anos. Em julho do mesmo ano, a empresa havia pago 128% do CDI ao ano para um prazo de três anos e sete meses (LIMA, 2005).

Além disso, os fundos de investimentos, que não podem assumir risco de mercado em razão de impedimentos nos seus regulamentos, têm procurado esses títulos como forma de obterem retornos mais atraentes. De acordo com a Associação Nacional de Bancos de Investimentos (Anbid), a participação das debêntures no patrimônio líquido dos fundos subiu de 2,8 % para 4,1%, entre dezembro de 2004 e agosto de 2005. A procura maior por parte dos investidores permite que as empresas emissoras de debêntures paguem menores taxas por esses recursos.

De acordo com o Bacen, o mercado acionário também apresentou nos últimos anos um expressivo aumento de emissões primárias de R\$ 282 milhões em 2003, para R\$ 5 bilhões em 2004, R\$ 14 bilhões em 2006 e, finalmente, R\$ 33 bilhões em 2007. Segundo matéria da Exame de 29 de março de 2006, o crescimento do mercado acionário é fruto de mudanças ocorridas no mercado de capitais há pouco mais de cinco anos, com a criação do Novo Mercado, em 2000, o estabelecimento de níveis de governança corporativa para as empresas ingressantes na Bolsa e a reestruturação da CVM. Desde 2001, passou a ter poderes para atuar sobre tudo o que se relaciona a investimentos, desde fundos de ações até

aberturas de capital e divulgação de resultados financeiros das empresas de capital aberto. Além disso, destaca-se a enorme liquidez da economia internacional e o aumento do número de pessoas físicas na compra de ações (GRADILONE; NAPOLITANO, 2005). No entanto, mesmo com uma elevação expressiva da captação via mercado de capitais nos últimos anos, o volume negociado nesse mercado é baixo, quando comparado com os volumes dos empréstimos bancários e mesmo com os financiamentos do BNDES, não se constituindo, ainda, em instrumentos eficazes de financiamento empresarial.

Outros instrumentos alternativos de financiamento, além dos apresentados acima, destacaram-se nos últimos anos, dentre os quais os DRs e os Bônus perpétuos. *Depository Receipts* são títulos emitidos por um banco estrangeiro, que representam ações ordinárias ou preferenciais de uma empresa de outro mercado nacional. As ações são mantidas em um banco custodiante local, tendo como titular o banco depositário.

Os DRs mantêm todas as características das ações que representam, de modo que os direitos atribuídos aos acionistas do país de origem, também são oferecidos aos titulares de DRs. DRs são negociados no mundo todo, sendo, no entanto, o mercado americano o mais representativo, em virtude da maior capitalização acionária dos EUA. Por isso, a espécie mais comum de DR são os ADRs (*American Depository Receipts*). A capitalização de empresas via lançamento de

As ações são mantidas em um banco custodiante local, tendo como titular o banco depositário

ADRs, no caso brasileiro, é pequena e concentrada em um pequeno grupo de grandes empresas. Até dezembro de 2002, apenas 34 empresas brasileiras¹⁸ tinham ADRs lançados no mercado, sendo todas empresas líderes nos volumes negociados na Bolsa de Valores de São Paulo (NASCIMENTO, 2003). Além disso, leis americanas, como a Sarbanes-Oxley, que endureceu as já rígidas regras de contabilidade americanas, em resposta aos escândalos da Enron e da World, com, encareceram muito o lançamento de ADRs, fazendo com que, em 2005, apenas treze empresas estrangeiras as emitissem. No caso brasileiro,

o último registro em Wall Street foi obtido pela CPFL, em setembro de 2004. Naquele ano, além dela, apenas a Gol emitiu ADRs. Em 2005, o número de lançamentos caiu a zero (TEIXEIRA; KÊNIA, 2006)¹⁹.

Se não forem resgatados,
os títulos pagam juros aos
compradores perpetuamente

Os bônus perpétuos, por sua vez, são títulos emitidos por grandes empresas no mercado internacional, que remuneraram seus compradores até o momento de um

possível resgate pelo emissor. O prazo mínimo de resgate desses títulos é de cinco anos: após esse período, o emissor tem opções de resgate trimestrais. Se não forem resgatados, os títulos pagam juros aos compradores perpetuamente. Esse tipo de operação é comum em outros mercados, porém no Brasil teve

início somente no primeiro semestre de 2005, com a emissão de US\$ 300 milhões pelo Banco Bradesco (pagamento de juros de 8,875% a.a.). Após essa operação outras empresas lançaram títulos semelhantes no mercado, como por exemplo: Braskem (US\$ 150 milhões a 9,75% a.a.), Odebrecht (US\$ 200 milhões a 9,625% a.a.), Banespa (US\$ 500 milhões a 8,70 % a.a.) e Gerdau (US\$ 600 milhões a 8,875 % a.a.). Até setembro de 2005, o volume de bônus perpétuos lançados por empresas brasileiras no mercado internacional era de US\$ 2,8 bilhões (MAGELLA, 2005), ou seja, correspondente a 0,35% do PIB e a 1,71% da FBCF.

Os Commercial Papers apresentaram decréscimos expressivos nos volumes de emissão, tanto pelas empresas como pelos bancos. As empresas, entre 1996 e 2005 reduziram o volume de emissão desses títulos de forma acentuada. Os bancos, de forma mais radical, deixaram de emitir Commercial Papers no mercado externo, no ano de 2005. Esses posicionamentos de bancos e empresas reduziram a representatividade desses títulos no total de emissões brasileiras no mercado externo, fazendo com que em 2005 eles representassem 3,3% do volume total emitido pelas empresas.

A securitização²⁰, por fim, manteve-se inconstante ao longo da década, mas mostrou-se pouco representativa no volume total dos títulos emitidos pelas empresas (27% em relação às ADRs e 5% em relação aos Bônus e MTNs, para 2005). Dadas essas considerações, podemos dizer que, embora esses instru-

¹⁸ Ambev, Perdigão, Sadia, Pão de Açúcar, Cemig, Cesp, Copel, Eletrobrás, Banco Itaú, Bradesco, Unibanco, Vale do Rio Doce, Net, Sabesp, Aracruz, Votorantim Celulose e Papel, Petrobrás, Braskem, Ultrapar, Gerdau, Cia Siderúrgica Nacional, Brasil Telecom, Embratel, Tele Celular Sul, Tele Centro-Oeste Celular, Tele Leste Celular, Tele Nordeste Celular, Tele Norte Celular, Tele Sudeste Celular, Telemar, Telemig Celular, Telesp Celular, Telesp fixa e Embraer.

¹⁹ Note que a Gol e a CPFL não aparecem na lista da nota acima porque essa trata apenas das empresas que lançaram ADRs no mercado até dezembro de 2002. A Gol e a CPFL lançaram ADRs em 2004.

²⁰ O termo securitização é oriundo da palavra inglesa *security*, e representa o processo de transformação de uma dívida com determinado credor em uma dívida com compradores de títulos originados no montante da dívida. Trata-se, portanto, de uma conversão de empréstimos em títulos (*securities*), vendidos a investidores que passam a ser os novos credores da dívida (SANDRONI, 2005).

mentos de captação de recursos disponíveis no mercado externo sejam mais atrativos em termos financeiros do que aqueles disponíveis no mercado interno (Sistema Financeiro Nacional), estão restritos às grandes empresas.

4. Considerações finais

Apresentamos ao longo desse artigo um breve estudo acerca dos principais impactos das crises internas e externas e das regulamentações financeiras, entre 1996 e 2007, sobre a trajetória do volume total de crédito. Concluímos, assim, que esse período foi marcado por dois quadriênios de estabilidade (com uma tentativa de crescimento no ano 2000) e um de crescimento do volume total de crédito, iniciado a partir de 2004. Em seguida foram apresentadas as principais tendências do financiamento empresarial nesse mesmo período, considerando os mesmos três quadriênios. Os créditos com recursos livres apresentam as mesmas trajetórias do volume total e, portanto, foram influenciados pelas mesmas crises e regulamentações financeiras.

Já os créditos fornecidos pelo BNDES apresentaram trajetórias diferentes, visto serem influenciados mais pelas diretrizes governamentais do que pelas condições de oferta e demanda do mercado. No tocante ao financiamento via mercado de capitais e aos instrumentos alternativos de financiamento empresarial, entendemos que seguem a trajetória de crescimento da

demanda pós 2004, mas ainda apresentam baixos volumes. Assim, tanto o BNDES quanto a capitalização via mercado de capitais são ainda relativamente ineficientes, visto o modesto volume do primeiro e seu direcionamento para o setor de infra-estrutura e grandes empresas, e o baixo volume de recursos do segundo.

A tabela 18 reforça essa conclusão. Por ela nota-se a predominância dos recursos livres no endividamento empresarial, seguidos pelas linhas de crédito para investimento, ofertadas pelo sistema BNDES, sendo essas últimas voltadas predominantemente para o financiamento de grandes empresas e para o setor de infra-estrutura.

Ao mesmo tempo, percebe-se que o mercado de capitais, quando comparado ao mercado de crédito, em termos de recursos totais disponibilizados, mostra-se pouco representativo para a economia brasileira. Essa conclusão coincide com as considerações de alguns estudos acerca do baixo desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro (NASCIMENTO, 2003, CASAGRANDE NETO et al., 2002, CYSNE e de FARIA, 1997), permitindo considerar o sistema financeiro nacional como mais próximo de um modelo baseado em crédito do que em mercados de capitais (Zysman, 1983).

O mercado de capitais, mostra-se pouco representativo para a economia brasileira

Tabela 18. Endividamento Empresarial no SFN 1995-2007
Em R\$ milhões constantes de 2007

	Recursos Livres (PJ)	BNDES	Ações	Debêntures	Notas Promissórias	CRI	CTEE	FIDC
Média	171.270	39.747	6.615	22.972	7.480	453	171	3.120
% do total	79,2%	18,4%	3,1%	10,6%	3,5%	0,2%	0,1%	1,4%

Fonte: Banco Central do Brasil / ANBID / Bovespa / BNDES / CVM
Elaboração própria.

Referências Bibliográficas

- ANDREZO, A. F.; LIMA, I. S. *Mercado Financeiro: aspectos históricos e conceituais*. 2.ed. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.
- ASSAF NETO, A. *Mercado Financeiro*. 4.ed. São Paulo: Atlas, 2001.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Boletim do Banco Central do Brasil – Relatórios 1997-2005*. Brasília, 1998 a 2005. Disponível em: <www.bacen.gov.br>. Acesso em: 05 Fev. 2006.
- BACEN. *Relatório de economia bancária e crédito – relatórios de 1999-2006*. Brasília, 1999 a 2006. Disponível em: <www.bacen.gov.br>. Acesso em: 05 Fev. 2006.
- CAVALCANTE, F. S.; MISUMI, J. Y. *Mercado de Capitais*. 7.ed.. Rio de Janeiro: Campus, 2003.
- CASAGRANDE NETO, H.; CINTRA NETO, M. F.; MAGLIANO FILHO, R. *Mercado de Capitais: A saída para o crescimento*. São Paulo: Lazuli, 2002. (Abamec)
- CORRÊA, V. P. Distribuição de agências bancárias e concentração financeira nas praças de maior dinamismo econômico: um estudo dos anos 1980 e 1990. In: CROCCO, Marco; JAYME JR, F. G. *Moeda e Território: Uma interpretação da dinâmica regional brasileira*. Belo Horizonte: Autêntica, 2006. p. 169-210.
- CYSNE, R. P., de FARIA, L. F. V. *Considerações sobre o Sistema Financeiro Brasileiro*. mimeo [s.l.], 1997.
- FILGUEIRAS, L. A. M. *História do Plano Real*. São Paulo: Boitempo Editorial, 2000.
- FILGUEIRAS, L. A. M.; GONÇALVES, R. *A Economia Política do Governo Lula*. Rio de Janeiro: Contraponto, 2007.
- GRADILONE, C.; NAPOLITANO, G. O Brasil descobre a bolsa. *Exame*, São Paulo, v. 6 n°. 864, p. 24-30, mar. 2005.
- LEAL, R, M. Estrutura e determinantes do spread bancário no Brasil após 1994: uma análise da literatura empírica. In PAULA, L. F.; OREIRO, J. L. (org.). *Sistema Financeiro: uma análise do setor bancário brasileiro*. Rio de Janeiro: Campus / Elsevier, 2007.
- LIMA, A. Empresas redescobrem as debêntures. *Isto é Dinheiro*, São Paulo, n°. 421, p.98, out. 2005.
- INSTITUTO DE ESTUDOS PARA O DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL (IEDI). *Endividamento e Resultado das Empresas Industriais no Terceiro Trimestre de 2005*. [s.l.: s.n.], 2005. Disponível em: <www.iedi.org.br>. Acesso em: 05 fev. 2006.
- MAGELLA, G. Visão de longo prazo: empresas brasileiras lançam bônus perpétuos, que não vencem nunca. *Isto é Dinheiro*, São Paulo, n°. 428, p. 86, nov. 2005.
- NASCIMENTO, M. L. do. *Financiamento e Crescimento Econômico: causalidade, condicionantes e análise do caso brasileiro*. Dissertação (Mestrado em Economia) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.
- PAULA, L. F. de; MARQUES, M. B. L. Tendências recentes da consolidação bancária no Brasil. *Análise Econômica*, ano 24, n°. 45, mar. 2006, p. 235-263.
- SANDRONI, P. *Dicionário de Economia do século XXI*. Rio de Janeiro: Record, 2005.
- SOARES, R. P. *Evolução do Crédito de 1994 a 1999: uma explicação*. Texto para Discussão do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), n°. 808, Brasília: Mimeo., 2001.
- SOUZA, G. J. *A interação entre a Dinâmica Macroeconômica e os Bancos: uma perspectiva acerca do risco de crédito*. Dissertação (Mestrado em Economia) – Faculdade de Economia, Universidade Federal Fluminense, Rio de Janeiro, 2007.
- TEIXEIRA, A.; KÊNIA, M. O longo inverno brasileiro em Wall Street. *Isto é Dinheiro*, n°. 438, p. 88-89, Fev. 2006.

VANCONCELOS, M. R.; STRACHMAN, E. *Reestruturação do Setor de Serviços Financeiros no Brasil*. Brasília: Mimeo., 2002. Relatório de Pesquisa (versão preliminar) do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA).

ZYSMAN, J. *Governments, Markets and Growth: financial system and the politics of industrial change*. Ithaca: Cornell University Press, 1983.

