

# 3 FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTO BRASILEIRO

28 DE ABRIL DE 2006

## **Presidente e Relatora da Mesa:**

Sulamis Dain. Professora Titular da UERJ

## **Expositores:**

Ernani Torres. Chefe da Secretaria de Assuntos Econômicos do BNDES:

O PAPEL DOS BANCOS PÚBLICOS NO DESENVOLVIMENTO

Fernando Nogueira da Costa. Vice-presidente da Caixa Econômica Federal:

CONTRA-RACIONAMENTO DE CRÉDITO: DO RARO E CARO AO FARTO E BARATO

Renato Chaves. Diretor de Participações da Previ-BB:

OS FUNDOS DE PENSÃO ESTATAIS E O MERCADO DE CAPITALS

Julio Sergio Gomes de Almeida. Instituto de Estudos para o

Desenvolvimento Industrial-IEDI:

FINANCIAMENTO DO SETOR PRIVADO

SULAMIS DAIN. Para apressar as exposições e deixar mais tempo para o debate chamamos a participar da mesa o prof. Ernani Torres, do BNDES, Fernando Nogueira da Costa, que falará pela Caixa Econômica Federal, Renato Chaves, diretor de Participações da Previ, do Banco do Brasil, e Júlio Sérgio Gomes de Almeida, do IEDI, que participará da discussão falando mais tarde.

É extremamente alvissareira essa retomada do debate sobre o desenvolvimento econômico e sobre o financiamento do desenvolvimento econômico. Toda visão de desenvolvimento tem sido submetida à idéia de curto prazo. A questão do fortalecimento das instituições públicas, seu papel regulador, formulador e financiador devem ser retomados nesta casa, que é uma casa central para a discussão sobre financiamento do desenvolvimento econômico. Passo a palavra a Ernani Torres.

ERNANI TORRES. (ver PowerPoint à p. 237) Boa tarde a todos, agradeço ao Centro Internacional Celso Furtado de Políticas para o Desenvolvimento o convite para participar dessa discussão central sobre a temática do financiamento do desenvolvimento, que, de certa forma, foi abandonada nos últimos tempos. Questiona-se se é relevante o papel dos bancos públicos no desenvolvimento. Tentarei, dada a abrangência do tema, não ser muito extenso e dividirei minha exposição em quatro partes: a visão geral do crédito, os bancos públicos, os bancos brasileiros, e, em particular, o BNDES, sobre o qual tenho uma riqueza de dados. Chamarei atenção para outros mecanismos privados de crédito, e gostaria de encerrar falando das perspectivas. A base da minha apresentação é em geral pautada nos estudos que estamos fazendo na Secretaria de Assuntos Econômicos, na presidência do Banco. As opiniões que desenvolverei aqui são de natureza pessoal e não refletem necessariamente a opinião da administração do Banco.

No ano passado, dois organismos internacionais publicaram relatórios a respeito da questão do crédito no Brasil. Gostaria de ressaltar o trabalho da OCDE [Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico] que saiu mais ou menos no início do ano, e, depois, o trabalho do BID [Banco Interamericano de Desenvolvimento], que em português teve uma tradução ruim – “Libertar o crédito” –, quando a expressão é *unlocking* – tirando as travas do crédito –, mas que também traz uma análise bastante interessante, com maior foco na América Latina. Nos relatórios sobre o Brasil ambos indicam que, depois do autofinanciamento, o financiamento através dos bancos é a principal fonte de

investimento das empresas; que o mercado de capitais não é relevante, mas os bancos, sim, são importantes.

Se analisarmos esses dados, fica patente que 90% do crédito é intermediado pelos bancos, nas suas diversas formas. As instituições não bancárias não têm nenhuma relevância nesse processo. É curioso que tanto o relatório da OCDE quanto o do BID apontam para o crédito caro, volátil e escasso. No diagnóstico em relação ao crédito bancário, comparado com o internacional, todos comungam do mesmo diagnóstico, isto é, em termos de PIB esse crédito é baixo, flutua muito nos países da América Latina, e as taxas de juros são internacionalmente muito elevadas. Acho que não há surpresa quanto a isso, mas é interessante a evidência dos dados. Diante disso, há duas perguntas importantes a serem feitas. A primeira é simples: por que é caro? A segunda é saber se isso acarreta algum entrave ao desenvolvimento econômico. Colocado o problema dessa maneira, a OCDE trata da questão diretamente, mas o BID só indiretamente busca responder à questão se isso é, de fato, um fator estrutural que bloqueia o desenvolvimento dos latino-americanos em geral e por quê.

A OCDE olha para o mercado brasileiro e diz que a razão principal – ela elenca várias – é que os títulos públicos ocupam espaço grande demais na carteira do banco, desmotivando assim a extensão do crédito ao setor privado. Esse é um primeiro ponto. O segundo ponto é que as taxas de retorno desses papéis são muito elevadas. Dada essa situação, no Brasil, o atrativo – inclusive os títulos de empresas e ações – fica reduzido. Ou seja, o foco da OCDE é basicamente a estrutura do mercado interno. É esse o principal constrangimento que a OCDE enxerga. A verdade é que se olharmos algo comparável do ponto de vista do crédito do setor privado e crédito total, na maior parte dos países, com exceção da Argentina, a participação de títulos públicos e de crédito do setor público no Brasil é extremamente elevada. Os bancos privados, por algum motivo, criam obstáculo para emprestar, os bancos em geral travam, percebem talvez uma natureza de alto risco no setor privado.

O BID observa de uma ótica um pouco diferente. Diz que o fato de o crédito ter essa natureza – ser caro, escasso e volátil – está ligado a questões macroeconômicas, e fundamentalmente de natureza externa. Isto é, se olharmos para os anos 1980-90 – basicamente os anos 90 –, foi durante as várias crises externas que nos vimos obrigados a fazer políticas restritivas, e isso afetou a expansão do crédi-

to. Ou seja, o que o BID está pesquisando é a forma pela qual os países latino-americanos, e o Brasil em particular, ligaram-se à nova ordem do mercado internacional. E como o mercado internacional é volátil, dado a fragilidades, o sistema balança e a gente balança muito mais que o resto. Os dados corroboram isso. A parte de cima do quadro [*exibição de quadros*], mostra os momentos em que o mercado internacional refluí a entrada de fluxos de capitais para os países emergentes; embaixo está a expansão do crédito nas sete principais economias latino-americanas. É claro que há uma aderência perfeita. O crédito expande quando o mercado expande, o crédito retrai quando os fluxos de capitais se ausentam. Ou seja, a liquidez externa é que faz variar o volume do crédito.

Vejamos Brasil, Argentina e México. Há uma crise interna na Argentina, há crise interna no Brasil, o movimento é sincronizado. Não há dúvidas quanto à relação que une esses países e nem sobre como o mercado internacional os percebe. Voltarei a esse ponto mais no final. Agora a pergunta é: o crédito escasso é um entrave ao crescimento? Poderíamos passar horas discutindo isso, há pontos de vista divergentes, mas os dados internacionais aqui mostrados dizem que há uma relação direta entre crescimento econômico, expansão do crédito e PIB.

Se observarmos os dados, vemos que os países que cresceram bem, como China, Coréia, Estados Unidos, não só têm créditos elevados como se expandiram. Um país como o Chile, por exemplo, tem uma expansão de crédito e um PIB notáveis para um país latino-americano. Talvez sejam uma exceção à regra o Brasil e o México. Mas vê-se que aqui há uma relação causal. A expansão do crédito pode ser um sinal ou uma indicação, pode-se observar se há causalidade ou não. Observemos o que aconteceu no Brasil recentemente. São dados do Banco Central. O que vemos é crédito volátil e baixo. Na Vale do Rio Doce da época do Collor o crédito vai dos 25% e poucos e chega abaixo de 15%. É um período de alta inflação. Depois tem-se um período expansivo, que vai a 30%, é mais ou menos na época da crise do México. Logo depois o sistema passa a restringir, até a desorganização de 1998-99. Em 2002 há eleição, nova contração, e, desde então, expansão – expansão basicamente pela demanda das pessoas físicas. Não é uma expansão pelo lado industrial, não é o lado comercial, não é a atividade, são as famílias se endividando.

Falarei agora sobre o papel dos bancos públicos. Vejamos qual é o papel do BNDES, como uma prótese dos bancos públicos, pois basicamente estou inte-

ressado em discutir investimento. Não sei se são dados do conhecimento de todos, mas se compararmos o BNDES com o BID e o Banco Mundial dá para perceber que o BNDES é uma experiência única hoje no mundo, em termos de banco de desenvolvimento.

Não faço comparações com os chineses, nem com bancos comerciais, pois são de outra natureza. Mas do ponto de vista de tamanho, num país do Terceiro Mundo, num país latino-americano não há nada comparável com o BNDES. Nós temos o mesmo volume de ativos, e – vejam bem – ainda estamos calculando com uma taxa de câmbio moderada – não estou trabalhando com as taxas de câmbio baixas. Mas somos do tamanho do BID em termos de ativos totais. É claro que, quanto a nossos créditos, temos o FINAME [Financiamento de máquinas e equipamentos], que é um crédito de mais curto prazo que o deles, e portanto gira mais. Somos de outra natureza, e o sistema de financiamento de máquinas e equipamentos no Brasil representa a metade do desembolso do Banco, o que não é pouca coisa.

Mas gostaria de mostrar algo substancial que também chama atenção: apesar de não sermos multilaterais, de não termos as vantagens do crédito que os multilaterais têm, nosso nível de inadimplência é baixíssimo. Isso é um aspecto interessante e há vários motivos para o BNDES ter um nível de inadimplência tão baixo. É verdade que as operações diretas são em torno de trezentas a quatrocentas grandes empresas, e não em torno de empresas médias. Mas, de qualquer maneira, temos vários segmentos nos quais a inadimplência não é um fator complicador. O segundo dado é que o Banco é extremamente lucrativo. Estamos fazendo na Secretaria umas projeções que indicam que o nível de lucratividade do Banco tende a se manter nos próximos anos, do ponto de vista de patrimônio e de liquidez. Podemos mostrar que estamos abaixo da capitalização necessária, o que, aliás, é uma outra questão. Do ponto de vista de inadimplências, esta é uma experiência muito bem-sucedida. Não sei se pode ser emulada por outros países, mas de qualquer maneira é um fenômeno que o mercado não pode deixar de levar em conta.

O que significa, do ponto de vista de demanda, um banco desse tamanho? Se olharmos para o que falei no início, vemos que ele tem uma plasticidade que permite a mudança de funções. De um banco industrial, ou fundamentalmente industrial e de infra-estrutura, passou a ser hoje um banco de enorme projeção, no setor da exportação – em que o governo tem uma participação relevante –, e no setor

da agropecuária. Ou seja, o crédito de longo prazo da agropecuária, que antigamente era feito pelo Banco do Brasil – estou falando de tratores, implementos, etc –, está no BNDES. Essa é uma tendência crescente.

A indústria cresceu no último ano mas perdeu estruturalmente; ganhou na exportação e ganhou na agricultura. Se olharmos o sistema como um todo – não falo apenas do BNDES –, o crédito do setor público caiu, o que é óbvio, porque a própria privatização retirou parcela expressiva da capacidade de emprestar por parte do setor público. De qualquer maneira, o fato interessante é que enquanto o crédito do setor privado à indústria é muito volátil, o BNDES trabalha na posição contrária, ele é um estabilizador. Não concorremos com o setor privado, pelo contrário, realizamos uma complementaridade, e nos momentos de crise nós expandimos. Não apenas somos estáveis, como expandimos. Quando o sistema retoma, nós reduzimos. Ou seja, funcionamos como se fôssemos uma sanfona no mercado. Em 2002, faltou crédito às empresas, o setor se retraiu no crédito à exportação, e o BNDES expandiu. Se o setor empresarial não sofreu tanto com a volatilidade macroeconômica do sistema de crédito, em boa medida isso se deve ao Banco. Quando há flutuação do crédito do setor privado, nós flutuamos na situação contrária. Em parte, porque somos estáveis, em parte porque podemos expandir na direção contrária.

Quando o crédito do setor privado expande, não tiramos espaço do setor privado, pois ele está ocupando uma outra faixa do mercado que não tem a ver conosco. Podemos ou não ocupar esse espaço, depende se ele está se retraindo ou não, e fazendo ou não uma política cíclica, mas não há substituição, não são os mesmos agentes fazendo a mesma coisa. Essa é outra discussão interessante: qual é a grande característica financeira do Banco? Isso tem a ver com os trabalhos que estamos fazendo na Secretaria. O primeiro dado é o seguinte: desde 1998 o BNDES, em termos reais, não cresce. Apesar de em reais correntes estar crescendo, estamos deflacionados pelo IGPM [Índice geral de preços do mercado] índice que estamos usando. Mas se usarmos o IPCA [Índice de preços ao consumidor amplo] se usarmos a TJLP [Taxa de juros de longo prazo], a situação não muda radicalmente.

O Banco teve um grande crescimento na virada de 1996-98, quando passou de 24 para 48 bilhões. Em alguns momentos, tiramos o programa emergencial de energia elétrica, pois se tratava de algo de natureza muito peculiar. Mas conseguimos, ao longo desse período de enorme volatilidade, manter-nos estáveis sem

que fôssemos afetados. Temos uma certa imunidade em relação ao que acontece com os outros. O mais interessante é quando se projeta o Banco – e desenvolvemos modelos que permitem isso –, e vemos que o retorno significa a autogeração de liquidez. Ou seja, somos capazes de gerar, se não entrar nenhuma captação nova, volume da ordem de 40 bilhões de reais anuais, de forma estável. A montagem financeira do Banco é de uma estabilidade admirável. O que é mais um ativo. Quem está pensando também em capacidade de promoção, de investimento e desenvolvimento, quem é do ramo, digamos, entende o que estou dizendo. Nós temos capacidade de geração de liquidez, com uma carteira – basicamente retorno de carteira – de créditos de longo prazo dessa natureza, extremamente estável. É uma carteira excelente, com um índice de inadimplemento próximo de 6%, 5%.

Poderíamos fazer uma pergunta: seria esse volume de recursos suficiente para financiar o desenvolvimento? Obviamente isso é uma provocação. Diria que depende da taxa de crescimento, dos investimentos que estamos fazendo hoje. Numa economia que cresça 3%, investir 17%, um pouco mais, um pouco menos, é um nível que tem se mantido estruturalmente adequado. Se estivéssemos pensando em acelerar, certamente já não seria adequado. A primeira pergunta é: poderia o mercado de capitais doméstico suprir essa eventual lacuna? Melhor seria prestarmos atenção ao que está acontecendo. Vejam a evolução do mercado de debêntures nos últimos nove anos. Houve uma explosão. Hoje, o mercado de debêntures é do tamanho do BNDES, houve um salto de 7,5 para 41, 42 bilhões. Ou seja, subiu quatro vezes. Poderíamos dizer, à primeira vista, que temos, bem ao nosso lado, um mercado que explodiu; se continuar assim, qual será o papel do BNDES? Mas cuidado com os dados: vale a pena dar uma olhada mais a fundo. Vejamos. Quem está emitindo? O vermelho no quadro chama-se *leasing*. Quem normalmente opera? Empresas de energia elétrica, telecomunicações, quando estão reestruturando parceiros. Este ano, o estouro significa “empresas de *leasing*”. Mas onde está acontecendo isso? O que seria isso?

Os volumes de mercado secundário e debêntures são da ordem de 20 milhões por ano, mas estávamos falando de 40 bilhões; portanto, não existe a liquidez, que está toda em cima do mercado monetário, e sendo rolada diariamente. É disso que estamos falando. Vejamos o que há mais em longo prazo: garantia subordinada, ou seja, quem está comprando esse título só recebe antes dos acionistas. E quem está

comprando? O prazo médio é de 14 anos, quem está comprando essas debêntures conhece muito bem a atividade de *leasing*, está muito confiante de que as *leasadoras* pagarão. Nós, em geral – mesmo com a Petrobras – exigimos garantias. Negociamos com o gasoduto, por exemplo, e exigimos garantia. Não se trata de debêntures subordinadas. Qual a impressão que se tem de tudo isso? Parece que é o sistema bancário que não pode captar debêntures diretamente, pois este não é um mercado de empresas, e então os bancos passam a captar através das suas empresas de *leasing*. E isso é verdade. Se vocês olharem perceberão que são as empresas de *leasing* dos bancos que estão captando. Por quê? Suspeitamos que seja por motivos fiscais.

Em suma: embora os dados, à primeira vista, indiquem que temos um possante mercado de longo prazo no setor privado – o que nós do BNDES adoraríamos pois haveria mais gente fazendo a mesma coisa –, infelizmente o que os dados mostram no mercado de debêntures é que tudo é curto prazo e troca dentro do próprio setor. Os bancos poderiam cumprir esse papel? É uma outra maneira de perguntar. Aqui, eu concordaria com o que o pessoal da OCDE, que diz que vai depender do que acontecer com a dívida pública. Taxas de juros, dívida pública, liquidez: são esses os condicionantes básicos para se discutir alguma coisa do sistema bancário. Entretanto, podemos discutir o que o sistema bancário vem fazendo, e que nós já fazemos, tal como financiar ônibus, caminhões. Esse é o mercado mais próximo deles, um mercado em que poderão atuar. Não acreditamos que os bancos vão agüentar 14, 15 anos de risco para valer. Também acreditamos que, para financiar uma aceleração do investimento, não poderemos contar com esses atores tanto quanto esperávamos ou desejávamos.

Para terminar, eu perguntaria: e se o famoso *investment grade* chegar, isso mudaria alguma coisa? Será que esse quadro que tentei traçar, até agora, mudaria radicalmente? Teríamos que discutir algumas coisas. As grandes empresas de hoje, as que estão se movimentando, as que têm potencial natural, essas mudarão. Trata-se de uma mudança estrutural relevante, na qual se incluem Petrobras, Vale do Rio Doce, Aracruz. Mas essa é uma parte do mercado, uma parte relevante, decerto, mas que não muda substancialmente. Porém, se acreditarmos que o Brasil pode atingir um nível muito alto de investimento em 2008, o que aconteceria? Teríamos enormes fundos, portfólios enormes que, a um determinado momento, trocariam de posições, comprando ações no Brasil. É isso que aconteceria. Eu chamaria

também a atenção para a redução das taxas de juros. Isso ocorreria em 2008? Não, senhores, isso já está ocorrendo. Quem olhar o que está ocorrendo no mercado vai ver que, de novembro para cá, a bolsa subiu 30%, o mercado imobiliário está pipocando. Temos vários empreendimentos em carteira saindo, todos os bancos estão se posicionando, e se a taxa de juros cair abaixo de 13%, vamos ter uma explosão. Isso é uma expectativa geral, e, se olharmos as outras atividades, é muito provável que o mercado não espere 2008.

Na medida em que o mercado se adianta, o impacto sobre os preços é enorme. O quadro é muito otimista desse ponto de vista. Há um fator de aceleração daquele quadro que tracei, e a liquidez tende a aumentar. Os bancos, a liquidez de todo o sistema, os preços tendem a aumentar e a redução da taxa de juros tende a ocorrer. Está acontecendo no mercado de curto prazo, e isso é simplesmente uma parte do que deve acontecer de forma geral. Portanto, esse processo já está em curso. Em que isso pode auxiliar quem está pensando num horizonte da aceleração de investimentos? O fato de essas coisas estarem acontecendo não implica necessariamente que o processo moverá investimentos. Em alguns setores, sim, em outros, não. Não é automático. Podemos falar em liquidez, mas não necessariamente em que as coisas se ativem do outro lado. Foi o que aconteceu em outros países. Excesso de oferta de recursos, movimentação do mercado de ativos geram investimentos? Geram, não tenho dúvida, mas em que escala, em que montante? Num processo desses, quem ficará líquido? As grandes carteiras, fora do sistema privado, estão na mão do BNDES, das fundações e de outros bancos públicos. A tendência dessas instituições em ficarem líquidas é enorme. Poderão ficar líquidas, auferindo lucros enormes. Mas qual será a próxima geração de ativos que essas instituições vão buscar? Por uma reviravolta do destino, esse processo poderá colocar o Estado e certas instituições diante de um dilema. O que farão as fundações? Continuarão ganhando a taxa do Tesouro, ou vão se reposicionar? O que acontecerá?

São questões fundamentais para discutirmos agora. Tudo vai depender fundamentalmente do que acontecer nos próximos dois anos – o momento de vender, a forma de vender, a geração de ativos futuros. E não necessariamente se materializará esse efeito em potencial a que nos referimos. São essas as várias questões relevantes a serem discutidas quando se quer estabelecer o papel do banco público em financiamentos. Obrigado.

FERNANDO NOGUEIRA DA COSTA (texto enviado posteriormente pelo palestrante).

## **CONTRA-RACIONAMENTO DE CRÉDITO: DO RARO E CARO AO FARTO E BARATO<sup>1</sup>**

### **Introdução**

As famílias cujos antepassados vieram “fazer a América” tinham gana de conquistadores. Extraindo da natureza, plantando, criando, produzindo, fraudando, espoliando, “mamando nas tetas do Estado”, todas as formas de enriquecimento rápido foram utilizadas na história do nosso país. Após séculos de colonização e escravidão, veio a república brasileira. Passou por mais de 1/3 de século sob ditadura. A jovem nação ainda tenta civilizar-se. A tentativa de emancipação popular sempre enfrenta obstáculos colocados pelos que têm “medo de perder o poder (econômico e político)”.

Embora o Brasil possua a oitava pior distribuição de renda do mundo, aqui há esperança, dada a intensa mobilidade social. Os pesquisadores revelam que, no século passado, 2 em cada 3 brasileiros ascenderam a uma situação social melhor do que a de seus pais. Com 63,2% de taxa de mobilidade, o país se coloca bem acima dos demais países estudados em comparações internacionais. De modo geral, a maioria subiu pouco, e uma minoria subiu muito na escala social. A maior parte da população passou de um extrato social baixo para outro imediatamente superior. A menor parte apenas, entre os quais estão os que se destacaram nas artes e nos esportes, saltou vários degraus na escala social. A conjugação desses movimentos provocou uma acentuação da desigualdade.

O grosso da mobilidade ascendente foi na base da pirâmide social, mesmo porque grande parte da população era de origem rural, e muitos eram descendentes de escravos. A partir do patamar inferior de status social, o do trabalhador manual rural, toda e qualquer movimentação dos filhos, inclusive a migração para cidades e conseqüente abertura de oportunidades ocupacionais, representou uma oportunidade de ascensão social.

---

<sup>1</sup> Email do autor: [fercos@uol.com.br](mailto:fercos@uol.com.br). Agradeço a colaboração de diversos técnicos da Caixa, entre os quais, Fábio Santos Pereira Silva, Jorge Pedro de Lima Filho, Karinna Kristine Serafim Baby, Luiz Carlos de Azevedo e Sílvia de Moraes.

Após a urbanização, na segunda metade do século passado, as famílias buscaram dar um passo a mais na escalada social. Educação era a palavra-chave e o curso superior era tido como, a formação máxima que garantiria um futuro radiante. Assim, democratizar o acesso à universidade tornou-se o mote. Hoje, com a matrícula de mais de 4,1 milhões estudantes universitários resultando em mais de 600 mil concluintes a cada ano, a lei da oferta e demanda de profissionais de nível superior começa a se refletir no fechamento do leque salarial. A qualidade dessa qualificação ainda é restrita a poucas “ilhas de excelências”. Mas a educação, mesmo quando apenas básica, leva ao controle da natalidade. Essa demografia urbana e o ingresso da mulher no mercado de trabalho combinam seus efeitos, resultando em uma renda *per capita* familiar mais elevada.

Orçamentos domésticos ampliados são acompanhados pelo planejamento familiar, pelo financiamento para a construção da casa própria, e logo pelo preenchimento da “vaga na garagem”. O status social das famílias é avaliado sob critério mercadológico pela posse de bens de consumo duráveis. Então, tome massificação do mercado – mesmo que seja à custa da troca do saudável arroz com feijão brasileiro pela engorda com massa de origem italiana... Na busca de mobilidade social, destacam-se os fatores relacionados ao mundo do trabalho, por exemplo, o aumento do tempo de estudo e o ingresso da mulher no mercado de trabalho. Entretanto, as escolas brasileiras, geralmente, preocupam-se em formar trabalhadores assalariados e não empreendedores.

A importância das empresas de pequeno porte no Brasil é evidente, conforme pesquisa do SEBRAE [Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas], pois elas, embora agreguem apenas 20% do valor adicionado pelo total das empresas, representam 99% das empresas existentes e produzem 67% das ocupações. Segundo dados da RAIS [Relação Anual de Informações Sociais] 2004, entre as 6,3 milhões de empresas existentes, 4,2 milhões (66%) não possuíam empregados, sendo constituídas apenas por sócios e/ou proprietários. Apenas 6,1% das empresas (387 mil) possuíam mais de 10 empregados.

Essas informações dizem bastante a respeito da evolução do mercado de trabalho no país, que aponta para a diminuição da proporção de assalariados nos últimos anos. Entende-se, então, o comportamento dos pequenos empresários, que costumam misturar as contas da empresa com as finanças

peçoais. Em uma pesquisa promovida pelo SEBRAE/SP, mostrou-se que 64% das empresas utilizavam recursos pessoais (sócios, parentes ou amigos) para pagar as contas da empresa. O contrário também era verdadeiro, pois 38% utilizavam recursos da empresa para pagar contas pessoais.

É comum a abertura de pequenos negócios, principalmente nas atividades que exigem menor grau de especialização, por parte das pessoas que não encontram emprego. No entanto, muitos desses pequenos negócios não sobrevivem por muito tempo. São bem elevadas as taxas de mortalidade verificadas no Brasil: 49,4% para as empresas com até 2 anos de existência; 56,4% com até 3 anos; 59,9% com até 4 anos. Estima-se que dos 15 milhões de “empreendedores” existentes no Brasil pouco menos da metade é *por necessidade* (de sobrevivência durante o desemprego), o restante, geralmente composto por pessoas com maior escolaridade, *por oportunidade*. Esses micro-empresendores buscam aproveitar um nicho de mercado para trabalhar por conta própria. Entretanto, a questão-chave é: quantos micro-empresendores sobreviverão à inevitável, mais cedo ou mais tarde, exigência de formalização?

Os próprios trabalhadores informais, estimulados pelo crédito consignado, passaram a exigir carteira assinada, para o desconto das prestações em folha de pagamento. Deixou de ser compensador o acordo informal com o empregador.

O mercado consumidor brasileiro constitui uma fronteira de expansão do capitalismo no mundo, pois é o sétimo maior com mais de 58 milhões de consumidores que recebem *per capita*, anualmente, acima de US\$ 7 mil – por paridade de poder de compra. Menos de 1/3 da população está nele incluída. Agora que está diminuindo a exclusão social – com estabilização dos preços, crescimento da transferência de renda e adoção de outras políticas públicas (inclusive habitacional) – esse mercado atrairá, cada vez mais, maiores empresas, inclusive multinacionais. No mercado massificado, a economia de escala é fundamental. Produzir em grande escala com a diminuição relativa dos custos fixos é essencial para sobreviver à maior concorrência. Não se pode mais repassar, automaticamente, a elevação de custos para os preços. A menor taxa de lucro tem de ser compensada com maior massa de lucros: vender mais com preços estáveis – ou menores, para conquistar mercados dos concorrentes.

Entretanto, muitos pequenos empresários não reagem à invasão de seus nichos de mercado, investindo em diferenciação ou em massificação de produtos. Preferem ficar ecoando a imprensa conservadora, culpando a carga tributária, lastimando a perda de status. Mas o tempo passará e tudo isso permanecerá... Eles argumentam também que não obtêm o financiamento necessário para o investimento necessário ao salto de escala na capacidade produtiva. O objetivo deste breve trabalho é analisar a questão do financiamento de empresas de pequeno porte sob o ponto de vista dos requisitos necessários para seu atendimento por parte dos grandes bancos comerciais. Apresentaremos as soluções que vêm sendo discutidas, para atender à demanda de crédito dessas empresas. Destacaremos, particularmente, como funciona no “mundo real” (não em um modelo abstrato) a concessão de crédito por um banco de varejo contemporâneo, no caso, nos apoiaremos na experiência prática que temos na Caixa Econômica Federal.

### **Acesso ao crédito por empresas de pequeno porte**

Recentemente, surgiram programas de apoio aos trabalhadores informais com viés empreendedor. É uma inovação financeira dar crédito a eles, estando sob uma capa protetora de micro ou pequena empresa, quando sempre se deu ao capital, isto é, às grandes empresas. Esses programas constituem uma política pública. Representam uma conquista do direito de produzir e gerar renda por conta própria. Integram os excluídos à economia de mercado.

Antes de conceder crédito, as instituições financeiras analisam a capacidade de pagamento do solicitante, levando-se em conta seu fluxo de caixa, suas experiências de crédito anteriores, sua situação cadastral, sua capacidade de gerar receitas para cumprir seus compromissos financeiros, entre outras variáveis. Adicionalmente, essas instituições também solicitam, na maioria dos tipos de empréstimos, garantias suplementares aos solicitantes de crédito, visando se garantir para uma futura perda da capacidade de pagamento dos mesmos.

Quando uma empresa não dispõe de garantia própria para a obtenção de crédito, recorre aos mecanismos disponíveis no mercado para concessão de garantias complementares: fundo de aval, sociedade de garantias de crédito e seguro de crédito.

Os **fundos de avais** disponíveis, no Brasil, são:

FAMPE – Fundo de Aval às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte, mantido e gerido pelo SEBRAE;

FUMPROGER – Fundo de Aval para a Geração de Emprego e Renda, constituído com recursos do FAT e administrado pelo Banco do Brasil;

FGPC - Fundo de Garantia para Promoção da Competitividade, constituído com recursos do Tesouro Nacional e administrado pelo BNDES.

Na maioria das vezes, o limite da garantia que será oferecida à instituição financeira flutua entre 50% e 100%. Nos *fundos de avais*, o limite de garantia varia de 50% no FAMPE a 80% no FUMPROGER e FGPC. A única *sociedade de garantia de crédito* existente no Brasil é a AGC da Serra Gaúcha, que também estabelece limite de garantia em 50%. Existe somente um mecanismo que oferece garantia de 100% do crédito: o *Seguro de Crédito Interno* (SCI) da Caixa-Seguros, que é o instrumento utilizado pela Caixa na maioria de suas operações comerciais direcionadas às empresas de pequeno porte. Neste breve estudo de caso, o objetivo é apresentá-lo.

Esses instrumentos de garantias complementares impõem a cobrança de taxas pelo uso da garantia. Essa taxa varia de instrumento a instrumento, levando em consideração o valor da garantia, o prazo da operação e o tipo de operação (capital de giro, investimento, etc). Assim, nos fundos de avais, o encargo cobrado pelo uso da garantia é calculado multiplicando-se o valor da garantia pela taxa da comissão e pelo número de meses do financiamento. No seguro de crédito, multiplica-se o valor do financiamento pela alíquota de seguro, que varia de acordo com a modalidade da operação, e o prazo do financiamento. No caso da AGC da Serra Gaúcha, a cobrança da taxa pelo uso da garantia é calculada através de uma fórmula que utiliza o valor da garantia, um fator (índice) variável conforme o tipo de operação (investimento, giro, etc) e o índice (*rating*) gerado pelo sistema de *credit scoring* da associação.

Para uma comparação entre os custos de uma operação de capital de giro, no prazo de 36 meses, com uma garantia de R\$ 30 mil, observa-se que o FAMPE apresenta o menor custo (R\$ 900), seguido do seguro de crédito da Caixa (R\$ 978), o FUMPROGER (R\$ 1.080), a AGC da Serra Gaúcha (R\$ 1.418) e o

FGPC (R\$ 1.620). Destaca-se ainda que, no caso da AGC da Serra Gaúcha, a empresa, para habilitar-se à garantia, necessita associar-se à entidade que cobra taxa de ingresso de R\$ 2.400, podendo parcelar em até 24 vezes.

Certamente, sob o ponto de vista de uma instituição financeira, o seguro de crédito interno é o instrumento mais atraente, uma vez que garante 100% do crédito, é fácil de operar (a contratação é direta) e, no caso de inadimplemento, a seguradora encarrega-se de efetuar a cobrança. Isso não ocorre no uso dos outros instrumentos, pois o banco ainda continua com a responsabilidade de efetuar a cobrança do cliente.

Um banco varejista que deseja dar mais atenção à demanda das pessoas jurídicas tem de aumentar a disponibilidade de “linhas de prateleira”, com limite pré-aprovado, automatizando procedimentos de tomada do recurso pela empresa. Operações que antes exigiam da empresa ir à agência bancária passaram a ser feitas via internet e terminais de auto-atendimento. Um exemplo é uma linha fácil para capital de giro. Outro produto que resulta em elevação do fluxo de operações oferece ao empresário a possibilidade antecipar todos os tipos de recebíveis.

Para dar mais agilidade e reduzir a burocracia, o banco passa a fazer com cada empresa um contrato único para diversos produtos. Faz também uma revisão dos processos de análise de risco e concessão de limites. Implanta modelos estatísticos que permitem avaliação em tempo real como base para automatização dos empréstimos. Estes passam a ser mais rápidos inclusive para linhas de investimento, que exigem apresentação de projeto. No caso de empresas com faturamento até R\$ 7 milhões por ano, a própria agência tem autonomia para fazer a análise do investimento. Processos que antes levavam de 80 a 90 dias passaram a ser analisados em no máximo 5 dias úteis, para crédito em conta corrente. Já um foco voltado principalmente para as médias empresas exige de o banco oferecer produtos e soluções específicas, senão individualizadas, pelo menos por tipo de atividade empresarial. Nesse nicho, é necessário “produzir sob encomenda”, para ampliar o relacionamento com os clientes.

Pois bem, desde o ano 2000, a partir do Programa Brasil Empreendedor, a Caixa Econômica Federal – um banco público com 145 anos que, historicamente, atendeu de maneira prioritária o crédito imobiliário – focou a expansão de sua carteira comercial de créditos para Pessoas Jurídicas (PJ) no atendi-

mento às empresas de pequeno porte. Priorizou-as em todas as frentes, como produto, modelo de risco e força de venda. Esse foco justifica a razão da participação da Caixa no mercado de crédito comercial ser ainda relativamente pequena, embora seja crescente. Empresas médias e *corporate* (com faturamento acima de R\$ 7 milhões anuais) constituem apenas 10% de sua carteira PJ, devido à necessidade de avaliação de risco de cada caso em particular e à indisponibilidade de carteira de câmbio. São classificadas como micro empresas aquelas que possuem faturamento fiscal de até R\$ 480.000 e como pequenas aquelas de faturamento fiscal até R\$ 2.400.000. Este faturamento fiscal é obtido através da declaração de IRPJ ou do próprio contador, cujo Conselho Regional controla sua fidedignidade.

Quanto aos empréstimos às pessoas jurídicas, em 2001, foram concedidos R\$ 2,7 bilhões, em 2002, R\$ 4,7 bilhões, e, em 2003, R\$ 5,6 bilhões. Com priorização de sua expansão, em 2004, as contratações aumentaram para R\$ 8,8 bilhões e, em 2005, saltaram para R\$ 16,4 bilhões.

A Caixa possui mais de 600 mil empresas de pequeno porte como clientes correntistas. Em 2005, em torno de 216 mil empresas solicitaram algum tipo de crédito e 95,6% destas (206.463) tiveram a aprovação na análise de risco. Analisando o perfil das empresas avaliadas, observa-se a predominância de microempresas, com faturamento até R\$ 244 mil por ano, com 65% do total. Destaca-se que quase a metade das empresas avaliadas (49%) tem faturamento inferior a R\$ 120 mil / ano. O empréstimo predominante gira em torno de R\$ 5.000,00, ou seja, é praticamente um “microcrédito” para microempreendedores...

No caso da Caixa, *não é verdade o “lugar comum” de que as micro e pequenas empresas não possuem acesso ao crédito*. Cerca de 90% do crédito concedido às PJ é para micro e pequena empresa, mas, mais importante, 96% dos clientes que pediram crédito de recursos captados diretamente pela Caixa e 86% dos clientes que pediram crédito de recursos direcionados foram atendidos de alguma forma, em 2005. Nesses produtos de investimento, concedidos com recursos de repasses, o *spread* é delimitado. Então, os clientes são aprovados em uma proporção menor, havendo um pequeno “acionamento de crédito”, porque a perda suportável é mais reduzida. Mas a indisponibilidade de garantia real para oferecer não impede o cliente (ou um potencial cliente ainda desconhecido) de receber financiamento.

*A garantia oferecida pela empresa importa para reduzir a taxa de juros a ser cobrada, mas sua ausência não a impede ter o acesso ao crédito.* O sistema de Seguro de Crédito Interno (SCI) flexibiliza a exigência de garantia. A Caixa o adotou, desde 1997. Foi criado porque o *spread* dos créditos direcionados era muito “apertado” para cobrir o nível de perda das empresas de pequeno porte. O seguro de crédito é o preço que o cliente tem que pagar pela flexibilização quanto à exigência de garantia. Entretanto, como vimos, tem um prêmio com custo inferior ao de outros sistemas de garantia, exceto o FAMPE.

O SCI é realizado pela seguradora coligada, isto é, a Caixa Seguros. Ela tem as condições para ter acesso ao banco de dados com mais de 1 milhão de informações armazenadas sobre as empresas que já foram atendidas, desde o final da década passada. Com esse histórico que lhe dá “simetria de informações” em relação ao banco, ela tem condições de projetar o risco de crédito da carteira do banco. Este avalia o risco de cada microempresa de acordo com o perfil estatístico que apresenta.

Assim como os Fundos de Aval – o FAMPE, o FUNPROGER e o FGPC – têm limites máximos de indenização, o SCI também tem um limite de perda a pagar. Caso a inadimplência das carteiras de crédito ultrapasse esse limite, a seguradora suspenderá o pagamento dos “sinistros” ao banco, forçando o banco – no caso, a Caixa – a fazer as cobranças.

Há produtos de crédito que são universais, isto é, todos os clientes têm acesso, e outros que são específicos, dirigidos para determinados clientes. Os desenhos dos produtos são relacionados às características das microempresas. Por exemplo, na operação com recursos do PROGER é permitido conceder crédito sem garantia. Neste caso, a falta dela é compensada pelo SCI. Em algumas operações de capital de giro é exigida a garantia, em outras, o seguro de crédito permite a sua dispensa. A grande maioria das empresas de pequeno porte não possui patrimônio para oferecer como garantia, portanto, é direcionada para produtos com SCI. Isto custa em média uma taxa de mais 1% a cada 12 meses.

Nessa situação, a “garantia” pode ser considerada a *capacidade de pagar*. A avaliação da capacidade de pagamento do cliente é realizada através da visita do gerente do banco ou de entrevista na agência. Nelas, são analisadas as contas a receber, os cheques pré-datados, as notas promissórias, os débitos junto aos fornecedores, as dívidas registradas na Central de Risco do Banco Central

do Brasil, suas obrigações fiscais, quanto ganha habitualmente e quanto tem para gastar, etc. A rentabilidade esperada pelo microempresário é decisiva na caracterização de seu grau de fragilidade financeira, pois é comum ele ter um “descasamento financeiro”, por exemplo, de 30 dias: vendeu para receber em 90 dias, quando antes comprou comprometendo-se a pagar em 60 dias. A concessão de capital de giro exige analisar se a empresa terá efetivamente o rendimento para pagar o financiamento, ou seja, sua capacidade de geração de caixa.

Na realidade, o que mais importa nas entrevistas é a percepção do nível de conhecimento do empresário sobre seus negócios. Vale mais do que o que realmente está documentado por escrito – a existência de um balanço contábil, por exemplo. A formalidade importa apenas se gerar maior organização e capacidade de gestão empresarial. A organização formal pode, de fato, servir à microempresa se ela se tornar uma boa pagadora, minimizando o nível de perda. Neste caso, a formalidade contribuirá para diminuir o custo do crédito.

Para determinar sua capacidade de pagamento, o “capital cultural” do empresário é mais fundamental do que o próprio “capital patrimonial”. Evidentemente, a capacidade de geração de caixa é importante, mas seu “caráter”, isto é, a avaliação subjetiva dos gerentes sobre a “vontade de pagar” do demandante de crédito talvez seja mais importante. Assim, são fundamentais as respostas dos gerentes sobre os demandantes de crédito. *Quem é ele? O que ele faz? Onde ele está?* A localização da empresa de pequeno porte – em um setor de atividade e em determinada região – importa por causa do comportamento habitual de clientes com aquela mesma situação. Por exemplo, a cultura do empreendedorismo no sul do país é muito maior do que no Rio de Janeiro ou no Nordeste. A inadimplência lá costuma ser menor.

Após todos os documentos entregues, o tempo utilizado para dar resposta à demanda de financiamento é de, no máximo, 24 horas. Depois do preenchimento das informações exigidas no sistema de avaliação de risco, o perfil do cliente é checado. Os modelos de risco identificam, através de uma base de dados, as principais características que classificam o índice de inadimplência dos clientes. As taxas de juros são diferenciadas para os diferentes níveis de classificação (*ratings*). A taxa de juros é flexibilizada para clientes com probabilidade de perda menor. Freqüentemente, é realizado um *back testing* como forma de validar (ou não) o modelo estatístico e as variáveis utilizadas.

As avaliações de risco têm uma margem de erro estatística. Assim, “maus clientes”, que acabam por se tornar inadimplentes, também são aprovados. Um novo nível de perda constatada influencia o próximo apreçamento do produto. Mas, na prática, não surge o problema de “seleção adversa”, pois aos melhores clientes (com melhores *ratings*) é oferecida uma taxa de juros menor que a do mercado, baseado em clientes com piores *ratings*.

### Opções de crédito para empresas de pequeno porte

Há duas modalidades de concessão de financiamento às empresas de pequeno porte: para *capital de giro* e para *investimento*. Geralmente, as *concessões para capital de giro* são efetuadas com recursos da própria instituição financeira. A taxa de risco incorporada ao preço varia entre um amplo espectro: de 1% a 35% do preço do produto, dependendo da estrutura da operação. São considerados créditos para a recomposição do fluxo de caixa da empresa o desconto de títulos e cheques e a antecipação de venda de cartão de crédito. Estes produtos tendem a oferecer menor risco, considerando que o banco toma um risco pulverizado, representado pelos recebíveis proporcionados pelas vendas ou produção do tomador.

As *concessões para investimentos* são realizadas com recursos de terceiros, por exemplo, originados de repasses do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) com recursos do FAT [Fundo de Amparo ao Trabalhador]. Exige-se, para esse crédito, prazos mais longos de amortização e a assunção do risco do tomador pelo concessor. Esta é uma das razões pelas quais é promovido o lançamento de linhas de crédito em condições tabeladas determinadas pelo governo, a partir de *funding* compulsório. Ele não é, necessariamente, remunerado com base na taxa referencial da economia, mas com *spread* regulamentado para os bancos que optarem por trabalhar nestas linhas. Como exemplos têm o FGTS, cujo passivo é  $TR + 3\% \text{ aa}$ , ou seja, cerca de  $1/4$  da SELIC, e o PIS/PASEP, com recursos remunerados à  $TR + 6\% \text{ aa}$ , que é um pouco menos que  $1/2$  da SELIC. Neste caso, o efeito no custo do crédito é favorável, para o tomador, por impor um *spread* máximo aos bancos, mas sujeitando-o ao cumprimento de outros níveis de exigência que também oneram o crédito, por exemplo, a pré-aprovação de projeto.

Para as *operações de capital de giro*, o banco faz a avaliação de risco de pequenas empresas com dois tipos de análises. A primeira é econômico-financeira com levantamento das contas a pagar, contas a receber, faturamento fiscal, etc

da empresa. A segunda é de perfil, através do Modelo Estatístico *Credit Scoring* com as variáveis: cadastro, onde são consideradas as atividades desempenhadas, o porte, a quantidade de negócios, dentre outras; e comportamento, onde são analisados o relacionamento com o mercado – a quantidade de fornecedores, se o pagamento é realizado em dia, de acordo com a consulta do SERASA, etc – e com as instituições financeiras – se tem bom saldo médio em conta, se emitiu cheque sem fundo, se há outras concessões de crédito, etc.

A partir do “faturamento fiscal” é realizada uma projeção do faturamento real. Nas operações de investimento, acrescenta-se a análise do projeto por VPL, *pay back*, projeção de fluxo de caixa, etc. O mix das análises econômico-financeira, de perfil e do projeto (no caso de investimento) resulta em uma pontuação (*rating*) atribuída a cada cliente. Assim, filtra-se o cliente, entre milhares de empresas de pequeno porte, que o banco concederá crédito. Cada instituição financeira escolhe a melhor estratégia de atuação. Se a pretensão é aumentar a participação no mercado, concede-se crédito inclusive para aqueles clientes que não proporcionam a melhor rentabilidade.

- Qual é o obstáculo para conceder crédito mais barato? Conforme a tabela abaixo, podemos verificar a participação de cada um dos componentes na formação do preço. Para se verificar a importância da segurança em uma operação de empréstimo, basta verificar a participação do componente “perda” na *precificação* do crédito comercial bancário. Maior do que ele é apenas o custo da captação dos recursos passivos que lastreiam o crédito, que é relacionado à taxa de juros básica de referência – a SELIC – fixada pela política monetária. O custo dos depósitos a prazo é referenciado a percentual do CDI, que acompanha à SELIC de maneira próxima.

COMPONENTE	CAPITAL DE GIRO	INVESTIMENTO
	PARTICIPAÇÃO	
Funding	33,5%	57,3%
Custo Operacional	2,4%	1,6%
Risco de Crédito (perdas)	35,8%	21,3%
Tributos	10,6%	7,6%
Custo Capital/Outros	5,7%	11,7%
Retorno	11,9%	0,5%
Total	100,0%	100,0%

Além da política de juros, a redução de custo do crédito está condicionada, em segundo lugar, à predisposição dos bancos em redimensionarem o seu *spread*, compensando-se no ganho de escala. Existem operações de crédito que resulta em um lucro líquido incompatível com a taxa de retorno que se pode exigir de uma empresa que se sujeita às variáveis macroeconômicas do país: renda *per capita*, inflação, nível de atividade e taxa de juros básica.

Para alguns analistas, os bancos brasileiros comportam-se como oligopólio. Para eles, isso reduz “a eficiência do sistema e torna os *spreads* bancários (diferença entre o custo de captação e o de aplicação) elevados”. Em função disso, “eles têm muito mais recursos aplicados em títulos de dívida pública do que em operações de crédito”. A dedução lógica desses economistas é que não adianta abaixar a taxa de juros de referência (chamada de SELIC) sem atacar o problema da falta de competição, agravado pela privatização, concentração e desnacionalização bancária, política promovida na segunda metade dos anos 90.

Talvez eles devam ter maior cautela em suas conclusões. Primeiro, devem verificar que tal oligopólio baseado em investimentos qualitativos não é uma especificidade nem bancária nem brasileira. As investigações empíricas revelam que há oligopólio diferenciado, isto é, competindo com a qualidade de seus produtos e serviços e não tanto em preços, também entre supermercados, restaurantes e mesmo na própria imprensa. Existe em outros setores, aqui e acolá, na própria terra onde haveria um pseudo “competição perfeita”.

A estrutura básica dos mercados bancários, nos Estados Unidos igualmente, é caracterizada pela coexistência de uns poucos grandes e dominantes bancos – definidos como aqueles que conjuntamente controlam mais da metade dos depósitos totais – com um grande número de bancos menores que constituem uma franja. Dada esta estrutura concentrada de um oligopólio assimétrico, o número de bancos dominantes permanece invariável com o tamanho do mercado, variando somente o número de bancos adicionais de acordo com suas oscilações. Esta estrutura de mercado é sustentada por investimentos competitivos em qualidade de serviços prestados. O nível de qualidade oferecido eleva-se de acordo com o tamanho do mercado e os bancos dominantes providenciam maior qualidade do que os bancos marginais.

A formação de preços na estrutura de mercado oligopolista é determinada pela capacidade das firmas de dirigirem o comportamento da demanda e de

preverem as ações e reações de suas potenciais concorrentes no mercado. Entre os fatores que criam barreiras à entrada de novas firmas, em um oligopólio, salientam-se: a existência de grandes economias de escala; a diferenciação do produto, associada à promoção de vendas com publicidade, na qual também se obtém economias de escala; as vantagens absolutas nos custos das firmas já existentes sobre as entrantes, tendo em vista a possibilidade de acessos exclusivos a tecnologia, rede de fornecedores e clientes; os fatores de caráter institucional tipo patentes, franquias e contratos governamentais, etc.

Observando esse padrão competitivo também entre os bancos brasileiros, os analistas desse mercado oligopolista diferenciado e fortemente concentrado em um pequeno grupo de grandes empresas deveriam atentar para uns pontos equivocados que têm aparecido nessa polêmica sobre a formação de preços no sistema financeiro. Primeiro, a disputa por relacionamentos fiéis com novos clientes é renhida. A competição ocorre, principalmente, através de localização de agências, PABs, ATMs, qualidade dos serviços oferecidos (principalmente em automação) e segurança, ou seja, porte do banco. As pessoas físicas escolhem seus bancos por isso, se não estão em folhas de pagamento de empresas que negociam reciprocidade. Permanecem fiéis a eles, apesar das eventuais elevações de suas taxas de juros. Aos pequenos bancos sem rede restam “nichos de mercado”. Quando quase a totalidade da população economicamente ativa urbana já é correntista, sobra a disputa de carteira de clientes através de aquisições e fusões bancárias. Os maiores bancos aumentam suas economias de escala com a concentração de clientes e o corte de estruturas desnecessárias em termos de pessoal e agências.

Segundo, a taxa fixada pelo COPOM tem, sim, importância como custo de oportunidade. Qualquer *funding* captado com juros abaixo dela, inclusive os depósitos à vista captados a “custo zero”, tem seu custo contabilizado como “SELIC”, que seria o mínimo que um banco ganharia com o dinheiro disponível. A partir desse patamar, ele forma seu *spread*, somando as despesas administrativas, as tributárias, a perda esperada com inadimplência e a margem líquida. Entretanto, essa formação da taxa de juros não é livre, nas *operações direcionadas*, realizadas principalmente por bancos públicos. Os empréstimos concedidos pelo Banco do Brasil (BB), BNDES e Caixa (CEF) somaram-se 33% do total de operações de crédito, recentemente.

Aí está uma grande mudança, ocorrida desde a reestruturação patrimonial do BB e da CEF, em junho de 2001, que está afetando a disponibilidade de crédito a taxa abaixo da do mercado. Sua participação média conjunta, no mercado de crédito, nos anos 90, era cerca de 40% – sendo a Caixa com a média de 24%, embora tenha atingido quase 1/3 do crédito concedido, no final de 1998. Após a reestruturação, os dois bancos públicos de rede varejista atingem somente 23%. Em compensação, carregam cerca de 40% dos títulos de dívida pública em carteiras próprias dos bancos. Trocaram os créditos inadimplentes por esses títulos. Essa troca reflete na estatística e nos indicadores de crédito no Brasil, inclusive na baixa da relação empréstimos/PIB. Reverter essa situação dependerá da demanda de crédito, ou seja, de condições macroeconômicas propícias ao crescimento.

Em terceiro lugar, a redução de custo do crédito está condicionada à disponibilidade de garantias. Como vimos, a taxa de risco incorporada ao preço chega a variar de 1% a 35% do preço do produto, dependendo da estrutura da operação, na qual é considerada a margem de garantia.

Outro fator que impõe ônus ao crédito para investimento é a pouca atração das taxas pós fixadas para o tomador do crédito. Isto porque o controle do fluxo de caixa (*cash-flow*) por parte do empresário é determinante para o planejamento de longo prazo. Uma maior precisão na sua elaboração (e maior conforto para a administração das empresas) é conseguir programar os compromissos com juros no longo prazo, razão pela qual o interesse do tomador é por uma taxa de juros pré-fixada. Mas como definir a taxa pré em longo prazo de uma economia plena de incertezas? Somente agregando ao preço do crédito o risco de mercado, representado pela volatilidade estimada no prazo de conveniência do produto, é que seria possível uma linha pré, a preço de mercado, para investimentos. Em outros termos, é praticamente inviável.

Os bancos privados investem também na gestão da carteira e da cobrança, pois ela incide na forma de composição do preço, aumentando a rentabilidade. Quando as operações de capital de giro de um determinado banco apresentam uma taxa de juros bem mais alta que a do restante do mercado, os clientes que tomam crédito com ele são aqueles que não foram aprovados na análise de risco de outros bancos. Este é um fator essencial para a alta inadimplência de sua carteira. Portanto, a taxa de juros tem de ser competitiva, no mercado.

Somente desta forma que ele passa a atrair os bons clientes. Como consequência, a taxa de inadimplência da carteira reduz, consideravelmente, e o volume das operações cresce.

O BNDES possui uma linha de capital de giro para micro, pequenas e médias empresas localizadas nos chamados arranjos produtivos locais (APLs). A iniciativa é relacionada ao Programa de Apoio ao Fortalecimento da Capacidade de Geração de Emprego e Renda (PROGEREN). Os APLs são constituídos de firmas, com predominância de pequenas empresas, que integram uma mesma cadeia produtiva, em uma determinada localidade.

O custo é resultante de TJLP (9% ao ano) mais o *spread* do BNDES (3%) nas operações indiretas (com participação de agentes financeiros do banco) e o do próprio agente (entre 3% e 4%). O custo total fica, atualmente, em cerca de 16% ao ano. Isso significa um custo mensal de cerca de 1,3%. Nas operações de capital de giro da CEF, com recursos do PIS, a taxa é de TR + 10% a.a. (1,1% ao mês) o que representa a menor taxa de juros para financiamento de empresas de pequeno porte. Com *funding* de mercado, por exemplo, hoje um banco comercial oferece às pequenas empresas capital de giro com garantia (duplicatas ou cheques) por 3,56% a 5% ao mês, conta garantida por 3,56% a 6,45% ao mês, e cheque especial por 3,33% a 7,50% ao mês.

No PROGEREN, existe um limite de crédito por empresa, de acordo com o seu perfil. As microempresas podem obter financiamentos do programa de até R\$ 100 mil. As pequenas até R\$ 500 mil e as médias, de até R\$ 4 milhões. Os recursos do programa podem ser usados pelas empresas com diferentes finalidades, como investimentos, compra de matérias-primas e até aquisição de máquinas importadas.

Os grandes bancos de varejo são agentes financeiros repassadores de recursos do BNDES. Nos repasses, o foco direcionado a micro, pequenas e médias empresas, principalmente para a aquisição de máquinas e equipamentos por pequenos produtores agrícolas e industriais, depende da escolha de cada banco repassador. Muitos optam por conceder financiamento de operações de comércio exterior a grandes empresas – via BNDES-EXIM, por exemplo – e de grandes projetos, em que normalmente atuam participando de um *pool* de instituições financeiras.

### Ciclo de crédito

As decisões de empréstimos relacionam-se não com a *preferência pela liquidez* dos bancos, mas sim, à primeira vista, com a relação entre o *risco do credor* e o *risco do devedor*. Ambos riscos flutuam ao longo do ciclo econômico. Teoricamente, o *do credor* oscila em função das variações do valor do colateral ou da margem de garantia bancária, devido à inflação e à deflação de ativos. O *do devedor*, em função de sua rentabilidade.

Seria irracional, para os bancos, reter moeda ociosa (depósitos voluntários) sem remuneração, tendo eles custos de captação. Portanto, as decisões de empréstimos bancários, além dos riscos, levam em conta também a *relação entre a receita com títulos e valores mobiliários e a receita de operações de crédito*, oscilante ao longo do ciclo.

Na verdade, os bancos, como quaisquer agentes racionais, privilegiam sempre a maximização da rentabilidade patrimonial. Possuem *preferência pela rentabilidade* e não pela liquidez. A função básica deles é justamente fazer alavancagem financeira, inclusive descolando prazos de ativos e passivos. No Brasil, eles podem carregar posições em empréstimos até mais de nove vezes superiores ao patrimônio líquido.

Ao longo do ciclo de crédito, na retomada da expansão, há uma tendência de declínio da taxa de juros. Logo, espera-se que os juros no presente estão acima do que estarão no futuro. Nesta situação, a atitude racional maximizadora da rentabilidade é os bancos alongarem o prazo de seus empréstimos e encurtarem o prazo de suas captações prefixadas. Assim, estarão sempre renovando a captação à taxa de juros cada vez mais baixa e ampliando seu *spread* – diferença entre a taxa de empréstimo e a taxa de captação. Isso não significa nenhuma “queda na preferência pela liquidez dos bancos”, mas sim a busca do lucro máximo.

Vice-versa, no início da recessão, há uma tendência de elevação na taxa de juros. Logo, espera-se que os juros no presente estão abaixo do que estarão no futuro. Assim, a atitude que maximiza a rentabilidade é os bancos encurtarem o prazo de seus empréstimos e alongarem o prazo de suas captações prefixadas. Dessa forma, estarão sempre fazendo refinanciamentos à taxa de juros cada vez mais alta e ampliando seu *spread* – diferença entre a taxa que cobraram e a taxa que pagaram. Não há nenhuma “elevação na preferência pela liquidez dos bancos”, mas sim a permanência na busca da rentabilidade máxima.

Nessa última fase, na busca de captação a prazo maior e com taxa menor, dependendo do risco de perda cambial – o diferencial entre a taxa de juros interna e a externa face à expectativa de depreciação da moeda nacional –, os bancos podem recorrer a passivos externos. Há maior dificuldade em captar depósitos a prazo no mercado doméstico.

Isso por causa do risco dos investimentos em títulos financeiros de prazo maior, CDB's pré-fixados, por exemplo. Caso os juros subam e os CDB's de mesmo prazo passem a pagar mais, os CDB's nos quais se aplicou antes deixarão de ter compradores, no mercado secundário, pois estarão pagando um juro inferior ao vigente, naquela altura, no restante do mercado. Os investidores, para não manterem esse custo de oportunidade, só conseguirão se desfazer deles oferecendo um deságio. Isso resulta em uma perda de rentabilidade para os investidores e em um ganho para os bancos que os resgataram.

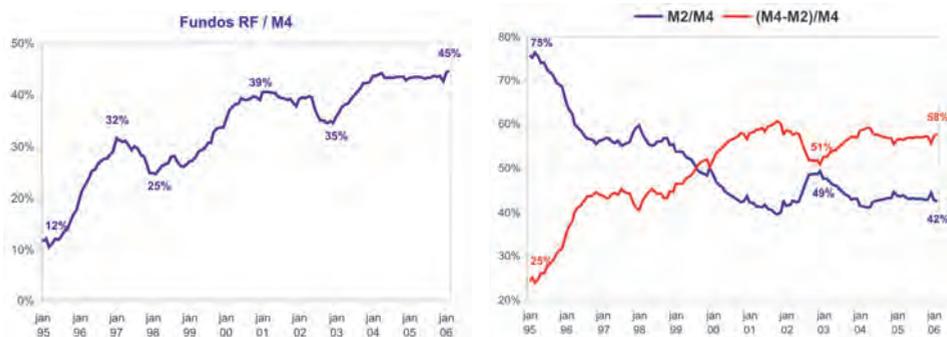
Para limitarem as perdas a níveis razoáveis, os investidores acabam vendendo os papéis com desvalorização. Se ficarem com os papéis, correm o risco de, logo, deixarem de ganhar mais do que a rentabilidade estabelecida. O pânico surge no mercado financeiro, pois passa a haver mais vendedores do que compradores. Os preços dos títulos financeiros despencam. Por isso o mercado de crédito fica “travado”, depois da inflexão na tendência da taxa de juros.

Quando se deseja a retomada do crescimento econômico, para expansão do emprego, não se pode dar um “soluço” na condução da política monetária. Deve-se manter a tendência declinante da taxa de juros, evitando, quanto possível, a volatilidade dessa taxa, ou seja, suas flutuações de curto prazo. O susto rompe com o estado de confiança dos investidores, credores e devedores.

Para evitar a fuga (ou o “repatriamento”) de capitais, geralmente, o banco central brasileiro aumenta o cupom cambial, além de oferecer o *hedge* com títulos cambiais. Contrapõe à expectativa de depreciação da moeda nacional e perda na reconversão cambial por parte dos investidores estrangeiros elevando o diferencial entre a taxa de juros interna e a norte-americana. O Federal Reserve abaixa a sua por causa da deflação de ativos e do endividamento geral. Nessa situação, o BCB eleva a sua por razão cambial mais do que pela meta inflacionária.

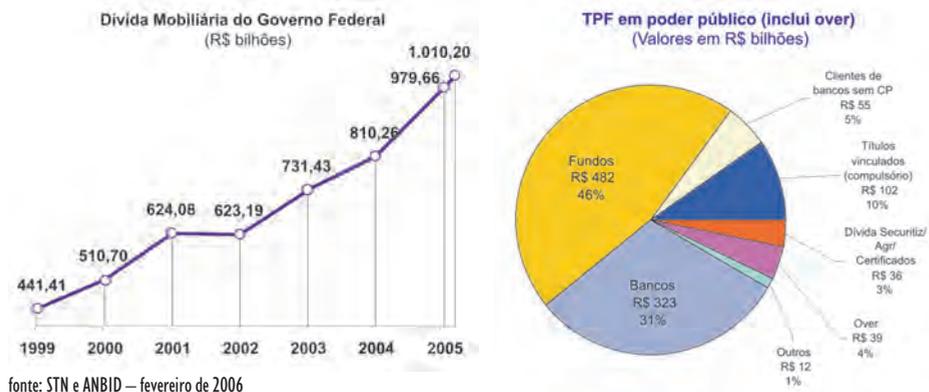
### Armadilha de liquidez, tesouraria e crédito

Desde a enorme expansão da dívida pública interna brasileira, principalmente a partir de 1998, as aplicações em quotas de fundos de renda fixa avançaram, extraordinariamente, sua participação no mercado de captações. Entre dezembro de 2002 e dezembro de 2006, as aplicações em quotas de fundos de renda fixa se elevaram de R\$ 280 bilhões para R\$ 559 bilhões, avançando de 35% para 43% sua participação no mercado de captações. O *funding* bancário típico – M2 (soma de papel-moeda em poder do público, depósitos à vista, depósitos de poupança e títulos privados) – cresceu de R\$ 397 bilhões para R\$ 575 bilhões, 72% acima da inflação do período, embora tenha perdido posição relativa.



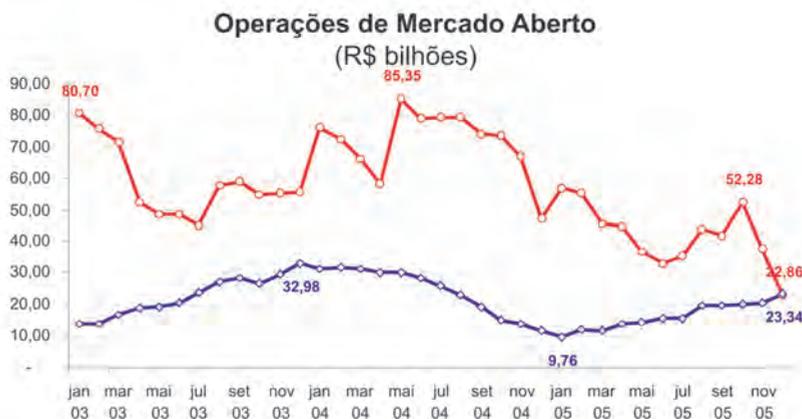
fonte: Banco Central do Brasil – janeiro de 2006

As administrações de recursos de terceiros em fundos mútuos de investimento são segregadas da gestão e da contabilidade dos bancos. Em outras palavras, os bancos “competem consigo mesmo” (com suas “finanças fora de balanço”) na captação de recursos de terceiros. Antes das mudanças fiscais e na regulamentação da CVM, realizadas no governo Lula, do total das carteiras de fundos, grosso modo, cerca de 60% se encontravam aplicados em títulos federais e 20% em operações compromissadas. Agora, do total de R\$ 812 bilhões das carteiras de todos os fundos, 60% permanecem aplicados em títulos federais (R\$ 487 bilhões), mas caiu para 9% a participação das operações compromissadas (R\$ 75 bilhões).



As operações compromissadas com lastro em títulos públicos federais são operações de curtíssimo prazo utilizadas pelos gestores como reserva de liquidez para atendimento de resgates ou para esperar o melhor momento para a compra de títulos no mercado como, por exemplo, aguardar leilões de títulos do Tesouro Nacional ou a divulgação de algum índice ou taxa de juros que possa influenciar o comportamento dos preços. Quando o mercado passa por momentos de estresse, como súbita elevação dos deságios dos títulos de dívida pública e volatilidade nos preços dos títulos financeiros, os gestores, para reduzir a volatilidade dos fundos, passam a aplicar uma maior parcela em operações compromissadas de um dia, reduzindo o prazo médio das carteiras e, conseqüentemente, o risco. Explica-se daí sua participação de 9% nas aplicações dos fundos mútuos.

Do lado da autoridade monetária, as operações compromissadas servem para encolher a liquidez do mercado, evitando que a taxa de juros média diária caia abaixo da meta SELIC fixada. A posição de financiamento líquido dos títulos públicos federais, isto é, a diferença entre recursos tomados e concedidos pelo Banco Central, alcança uma média diária elevadíssima. Por exemplo, alcançou R\$ 80 bilhões em janeiro de 2003, R\$ 76 bilhões em janeiro de 2004, R\$ 56 bilhões em janeiro de 2005 e R\$ 57 bilhões em janeiro de 2006. Isso indica que o saldo de reservas bancárias excede o estoque de títulos fora do Banco Central, embora tenha apresentado uma redução, desde o início do governo Lula.



Os balanços de 50 maiores bancos revelam que existe um valor bem superior *tomado* do que o *dado*, em operações compromissadas. Comparando-se o saldo líquido *tomado* pelos bancos com o valor *dado* pelos fundos mútuos de investimento, verifica-se que o Banco Central cumpre, então, seu papel de ajuste, enxugando o restante de liquidez em excesso no mercado de dinheiro.

TOMADORES			DOADORES		
Ord	Instituições	Valor	Ord	Instituições	Valor
1	CAIXA	(22.574.022)	25	AMEX	140.031
2	PACTUAL	(15.781.358)	24	MORGAN	141.491
3	SANTANDER	(9.733.259)	23	BURNLEY	147.343
4	BANESPA	(6.991.259)	22	RABOBANK	150.149
5	BBM	(6.138.204)	21	CACIQUE	156.060
6	BIC	(2.952.316)	20	DEUTSCHE	168.234
7	CREDIT SUISSE	(2.097.087)	19	FIDIS	170.062
8	NOSSA	(1.987.090)	18	BRASCAN	170.523
9	AXA	(1.855.747)	17	CLASSICO	183.560
10	BB	(1.563.937)	16	BANSICREDI	237.252
11	CRUZEIRO DO SUL	(1.283.615)	15	ABN AMRO	239.110
12	BANRISUL	(1.087.968)	14	BDMG	261.210
13	BESC	(932.683)	13	MERCANTIL DO	276.091
14	PINE	(638.644)	12	BRBSIL	292.669
15	ITAU	(594.633)	11	SOFISA	328.425
16	BMC	(593.647)	10	CNH CAPITAL	340.623
17	JP MORGAN	(560.977)	9	DAYCOVAL	348.551
18	BANSE	(510.860)	8	BANESTES	424.373
19	BANCOOB	(368.890)	7	BANKBOSTON	881.016
20	MERRILL LYNCH	(319.482)	6	BNP PARIBAS	1.039.481
21	SOCIETE GENERALE	(315.202)	5	BMG	1.113.710
22	ING	(227.010)	4	CITIBANK	1.424.969
23	BARCLAYS	(211.147)	3	HSBC	1.580.523
24	BEC	(156.494)	2	UNIBANCO	1.688.785
25	MODAL	(135.026)	1	VOTORANTIM	2.106.585

fonte: Banco Central do Brasil – 50 maiores bancos – dezembro de 2005.

## Evolução do Over no SF

Mês	Total SF	CAIXA	BB	Bradesco	Itaú	Unibanco
jun/00	(36.191.184)	3.296.180	(20.649.663)	(6.815.500)	1.934.801	484.434
dez/00	(47.283.018)	1.971.828	(23.003.967)	(9.800.345)	(2.447.785)	(3.546.375)
jun/01	(58.520.820)	1.738.271	(23.554.197)	(11.053.928)	(2.075.311)	(3.889.612)
dez/01	(60.381.044)	1.740.323	(27.164.015)	(6.153.816)	(2.839.166)	(3.138.784)
jun/02	(39.512.847)	230.354	(32.633.500)	(3.293.401)	719.435	(2.154.100)
dez/02	(21.071.098)	(12.339.395)	(30.563.132)	5.459.712	1.068.122	1.900.363
jun/03	(34.239.678)	(18.902.951)	(29.119.786)	2.406.509	3.168.051	2.766.734
dez/03	(37.745.415)	(29.185.243)	(6.655.816)	(1.100.243)	3.957.590	3.484.916
jun/04	(33.134.091)	(26.518.787)	(22.656.802)	3.771.049	3.239.720	3.685.913
dez/04	(50.264.418)	(9.800.793)	(28.073.502)	(594.011)	2.553.703	6.357.994
jun/05	(43.036.063)	(13.762.265)	(18.789.271)	2.351.765	4.437.498	5.724.589
dez/05	(64.943.835)	(22.574.022)	(1.563.937)	8.532	(594.633)	1.688.785

fonte: Banco Central do Brasil

Essa atuação da autoridade monetária limita as condições de baratear, mesmo em condições de excessiva liquidez, o *funding*, o que impede a redução das taxas de juros dos empréstimos com recursos livres. Tais esforços diários para manter a média de juros próxima da meta SELIC, de acordo com o regime de metas de inflação, evitam a queda da taxa de juros de referência (% CDI) para a captação de depósitos a prazo e letras hipotecárias.

O excesso de liquidez impede também a redução do depósito compulsório dos bancos. Esta tem sido recebida por entidades patronais como uma das ações necessárias para promover a redução do *spread* nas operações de crédito.

Sem dúvida, a melhor saída desse *círculo (financeiro) vicioso*, entrando em um *círculo (produtivo) virtuoso*, seria redirecionar o excesso de liquidez sistêmica para operações de crédito. O problema do sistema financeiro nacional, por um lado, é que os ativos dos fundos, praticamente, não constituem *funding* para o financiamento do setor privado. Os fundos, predominantemente, restringem-se à rolagem da dívida pública. Por outro lado, enquanto não houver crescimento econômico sustentado e, conseqüentemente, demanda de crédito, haverá sobra de caixa para ser aplicada, diariamente, pelas tesourarias dos bancos. Esse quadro possibilita a “troca de chumbo” entre tesourarias e fundos, para sustentação do endividamento público.

Recentemente, principalmente em 2005, grandes bancos privados passaram a carregar debêntures, emitidos pelas próprias empresas de *leasing* (sociedades de arrendamento mercantil), em suas carteiras de títulos e valores mobiliários. Por exemplo, na do Bradesco as aplicações em debêntures atingiram 47%, do Itaú, 60%, do Unibanco, 42%. Assumiram “risco privado” para *funding* de *leasing*.

Entre 2000 e 2005, caiu, significativamente, a participação dos bancos privados no ranking dos dez grandes financiadores do governo federal. A função foi assumida quase exclusivamente por instituições públicas, como o Banco do Brasil e a Caixa, e fundos de investimento vinculados a eles. Entre os dez maiores detentores individuais de títulos públicos federais, no final de 2005, só dois eram bancos privados: o Pactual e um fundo de previdência do Bradesco. Em 2000, essa mesma lista estava equilibrada com cinco instituições privadas e cinco públicas. O levantamento mostra que, juntos, esses dez maiores detentores individuais somavam R\$ 304 bilhões em títulos, no final de 2005. Esse valor equivalia a mais de 30% do total da dívida mobiliária federal, que, no período, estava em R\$ 979,6 bilhões.



fonte: STN – “Maiores detentores de títulos de dívida pública” – dezembro/2005.

Se a liquidez circulasse mais pelo mercado de produtos, se ampliaria a demanda por dinheiro por motivo transacional e de *finance*, para a realização de compras-e-vendas. Isso significaria a ampliação do produto (ou renda), com conseqüente melhoria da arrecadação fiscal, expansão do superávit primário,

condições para resgatar dívida pública, e queda da relação dívida/PIB. Entrando nesse “círculo virtuoso”, os investidores teriam mais confiança para absorver títulos de dívida pública, portanto, para enxugar o excesso de liquidez.

O arranque econômico, provavelmente, ocorrerá através de *recursos direcionados* pelos bancos públicos com taxas de juros menores, cuja demanda é efetiva. Realizadas as contratações, quando os desembolsos ocorrerem, estarão impulsionando então o multiplicador de renda e emprego, na economia brasileira, e, conseqüentemente, a demanda por crédito com *recursos livres*.

É lugar-comum afirmar que “os bancos que atuam no Brasil preferem aplicar boa parte de seus recursos em títulos públicos, em vez de utilizá-los na concessão de empréstimos a seus clientes”. A evidência empírica utilizada para sustentar o argumento é que o montante de recursos aplicado pelos bancos em títulos públicos tem crescido a uma taxa maior do que a registrada pelas operações de crédito. Na realidade, a aplicação em títulos é uma variável dependente, ela ocorre em decorrência de operações compromissadas demandadas pelos fundos mútuos de investimento. A preferência pela liquidez dos investidores resulta em um excesso de liquidez a ser aplicado em títulos.

A preferência dos bancos, assim como a de qualquer investidor, obedece a critérios técnicos de seleção da carteira de ativos. Em termos simples, trata-se de uma composição percentual de diversos ativos que resulte na *preferência em termos de segurança, liquidez e rentabilidade*. A maximização dos ganhos sempre será a prioridade, mas será limitada pela aversão ao risco e pela preferência pela liquidez, em circunstâncias mutáveis.

Ora, o *spread* (diferença entre a receita e a despesa) é muito superior com crédito do que com títulos... Os bancos tendem a ganhar mais em operações de crédito. Eles apreçam o risco de crédito e estipulam cada taxa de juros de acordo com prazos determinados para os empréstimos. Entretanto, essa decisão de concessão de empréstimos não é unilateral. A oferta efetiva *ex-post* (não a potencial *ex-ante*) depende da demanda por crédito. Esta, por sua vez, relaciona-se com as condições em que os bancos estão dispostos a ofertar empréstimos face às condições dos clientes.

Taxas de juros baixas não implicam de imediato em expansão da demanda do crédito. Elas não são o determinante em primeira instância da contratação de um crédito pessoal, pois fatores como necessidades básicas de consumo,

motivo precaução (segurança no emprego), custo de oportunidade do capital próprio, restrição cadastral e prazo (estabelece o comprometimento da renda mensal com prestações) são decisivos, para uma pessoa física.

Já decisões de investimentos (e demanda de crédito por pessoa jurídica) dependem também de outros fatores. O primeiro é o risco crescente com o grau de endividamento, ou seja, depende da capacidade de autofinanciamento. O estado de confiança, as expectativas de lucros e as perspectivas de vendas também devem ser considerados. Logicamente, o grau de utilização da capacidade produtiva (disponibilidade ou não de capacidade ociosa) é levado em conta. Finalmente, pesa a onda tecnológica, isto é, se é um projeto inovador com alta taxa de retorno.

Em outras palavras, nenhum cliente responsável demandará crédito se não tiver uma perspectiva segura de conseguir pagá-lo. Para isso, o rendimento esperado deve ser superior ao custo do endividamento a ser assumido. Isso ainda não ocorre em todos os setores produtivos. Entretanto, no caso dos financiamentos com *recursos direcionados*, cujas taxas de juros são menores do que as de mercado, sempre há demanda por crédito.

Os desembolsos dos *recursos direcionados* pelos orçamentos do BNDES, do Banco do Brasil, da Caixa Econômica Federal, de fundos de pensão e de empresas estatais, propiciam a elevação da taxa de investimento, ou seja, a condição necessária para o crescimento sustentado. A partir da geração desse multiplicador de renda, a demanda por crédito em operações com *recursos livres* se deslança.

No caso da Caixa, cerca de 60% dos créditos estão contratados em condições não praticadas por bancos privados, pois atendem às políticas públicas. Praticamente, não geram lucro, ficando suas taxas pouco acima do ponto de equilíbrio de seus custos. A estrutura do banco tem outros custos que devem ser recompensados em operações do segmento livre. As operações comerciais (em torno de 40% do total de créditos) possibilitam um *spread* maior, inclusive muito superior à receita com títulos e valores mobiliários.

As taxas de juros das operações de crédito para aposentados e dos empréstimos com desconto em folha de pagamento (*consignação*) também são bem inferiores às taxas de mercado de outros empréstimos pessoais com recursos livres. Os níveis de inadimplência são bem mais reduzidos, demonstrando que taxas

menores de juros se compatibilizam melhor com o orçamento dos devedores. Essas operações de crédito foram elásticas em relação ao seu preço, ou seja, com o menor nível dos juros, cresceu o volume de crédito concedido. Sendo assim, a redução da taxa de juros não afetou, negativamente, o resultado bruto da intermediação financeira, pois a perda de receita em cada operação foi mais do que compensada pelo ganho de escala na massa de operações. Essa experiência bem sucedida sugere que o melhor, para todos, devedores e credores, é a retomada da tendência de queda na taxa de juros básica de referência.

### **Barateamento do crédito**

A pergunta-chave no debate sobre a taxa de juros é: *por que a taxa de empréstimos é alta, na economia brasileira?*

Ao questionamento se ela é, de fato, elevada, argumenta-se que a taxa de juros real tem sido a maior do mundo. Outra resposta padrão é que, aqui, a relação entre o crédito concedido representa um percentual do PIB (Produto Interno Bruto), muito abaixo do que ocorre em outros países – antes do atual governo, 24%; atualmente, 32%.

Entretanto, se considerarmos o financiamento total concedido pelo sistema financeiro nacional, tanto ao setor privado quanto ao setor público, a visão amplia-se. A relação entre a dívida líquida do setor público e o PIB aumentou de 30% a 61,7%, entre dezembro de 1994 e setembro de 2002. Em dezembro de 2005, já tinha abaixado 10 pontos percentuais em relação a esse “pico”.

Portanto, recentemente, a relação entre o financiamento total e o PIB situa-se em torno de 84%. Em outras palavras, *o sistema financeiro nacional tem cumprido de maneira eficiente sua função de financiar, só que predomina o setor público como tomador final de financiamento*. Os bancos são os maiores “carregadores” de títulos de dívida pública, seja em carteira própria, seja em administração (segregada) de recursos de terceiros, via fundos mútuos de investimento. A disputa por captação de recursos exige grandes despesas administrativas, inclusive para a prestação desse serviço citado.

Mas a taxa de juros de empréstimos é elevada ou não? Sem dúvida, a taxa média ponderada com base em *recursos livres* (44,5% a.a.), para pessoas jurídicas (31,6% a.a.) e pessoas físicas (59,2% a.a.), é alta. Porém, há de se considerar

que os demandantes de crédito têm a opção de empréstimos para habitação (9,31% aa), agricultura (8,75% a.a.) e infra-estrutura (13,25% a.a.) com *recursos direcionados*: em torno de 36% do volume total com taxa média ponderada de 11,6% a.a. – cerca de 1/4 da com *recursos livres*! Nesses empréstimos com taxas abaixo da SELIC – taxa de referência inclusive para captação do *funding* comercial (depósitos a prazo) –, os bancos públicos federais são os principais cedentes.

Valores em R\$ milhões

Recursos	Aplicação	Taxa (%)	Aplicação	Taxa (%)	Aplicação	Taxa (%)
Livres	PJ	186.543 (34%)	31,60	349.964	44,49	
	PF	163.421 (30%)	59,20			
Direcionados	Habitação	29.109 (5%)	9,31	197.257	11,63	547.222
	Rural	45.654 (8%)	8,75			
	BNDES	122.494 (22%)	13,25			

No entanto, mesmo a opinião especializada muitas vezes não tem uma visão clara a respeito do papel de “fazedores-do-mercado” (*market-makers*) exercido por esses bancos. Essa visão míope não enxerga longe. Em vez de se considerar que, na formação da taxa de juros de empréstimos, o nível da taxa de juros básica de referência – a SELIC – para o custo do *funding* (composição passiva) é fundamental, desvia o olhar apenas para o *spread* (diferença entre taxa de empréstimos e taxa de captação). Obviamente, assim não observa a atuação da autoridade monetária, elevando o custo de oportunidade do dinheiro...

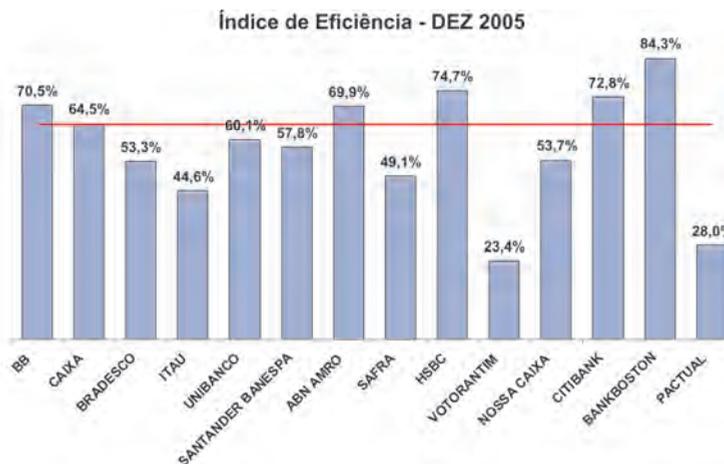
Não se trata de um debate “desinteressado”. Quando se aponta só a “cunha fiscal”, responsabiliza-se a busca de maximização do superávit primário governamental. Quando o destaque é a inadimplência, a responsabilidade fica com a má gestão dos clientes (*seleção adversa*) e/ou com o contumaz perdão dos devedores concedido pelo judiciário brasileiro (*risco moral*). Quando se olhar apenas as despesas de pessoal, os “culpados” serão os sindicatos. Outra tentativa de achar o “bode expiatório” foi evidenciar “um elevado grau de ineficiência do setor, notadamente dos bancos públicos, estes os grandes responsáveis pela elevação da componente do *spread*, a parcela relativa aos custos administrativos”.

Em primeiro lugar, deve-se observar que o *spread* do crédito (sob forma de taxa efetiva anual) em políticas públicas é relativamente baixo: 1,8 ponto percentual (pp), no caso da Caixa Econômica Federal. Nenhum banco possui uma área de desenvolvimento urbano como ela. Para compensar essa baixa remuneração de 26% dos ativos, assim como a dos depósitos compulsórios e exigibilidades (2,8 pp – em 12% dos ativos), a Caixa obtém um *spread* de 3,9 pp em tesouraria (56% dos ativos) e de 14,9 pp em caixa central (*floating*) e um maior de 37,2 pp em operações comerciais de crédito (6% dos ativos). O *spread* médio ponderado é de somente 6,7 pp. São necessárias alavancagem financeira, receitas de prestação de serviços e controle de despesas para se alcançar o lucro líquido registrado no balanço.



Mas o foco apenas em despesas administrativas não escapa do arbítrio na alocação delas na composição do *spread* do crédito. E não há como escapar no caso de 49% das despesas contabilizadas, mas não alocadas nesses segmentos, por exemplo, com pessoal que exerce múltiplas atividades, processamento de dados que serve a todos, marketing que divulga a imagem da empresa, enfim, despesas indivisíveis. Além disso, não aloca parte das despesas administrativas em prestação de serviços, inclusive, no caso da Caixa, muitas relacionadas à transferência de benefícios sociais e à captação de recursos para administração em fundos mútuos de investimento.

A forma consagrada para evitar essas arbitrariedades (e não prejudicar a imagem dos bancos públicos) é trabalhar com o *indicador de eficiência* consagrado universalmente: a relação entre as despesas (de pessoal e outras administrativas) e a receitas totais (resultado bruto de intermediação financeira e receita de prestação de serviços). Se fizessem simplesmente isso, constatariam que, recentemente, a maioria dos graus de eficiência de bancos comerciais públicos relevantes foi melhor (quanto menor o índice, maior a eficiência) que as dos grandes bancos privados estrangeiros.



## Conclusão

Na análise que precede a concessão de crédito, vários fatores são considerados. Quando a proponente é micro ou pequena empresa, alguns se destacam pela importância que adquirem para a viabilização da operação. A análise patrimonial leva em consideração os bens da empresa, dos sócios e dos avalistas.

Verifica-se sua consistência e compatibilidade com a situação do empreendimento, assim como sua condição formal e legitimidade. As garantias oferecidas, por sua vez, são analisadas à luz de sua liquidez e compatibilidade com o tipo de linha solicitada. O resultado da análise demonstrará a estrutura patrimonial e a suficiência (ou não) de garantias formais, o que, aliado à análise econômico-financeira e da capacidade de pagamento, determinará se a empresa está apta a tomar o crédito proposto.

Com vistas a se evitar que as ponderações estatísticas levem à elevação do *spread* ou a um ponto de corte de aprovação de crédito excessivamente conservador, que exclua um grande número de empresas, a Caixa, além de valorizar a capacidade de geração de caixa do empreendimento, adota um instrumento que potencializa o acesso ao crédito: o Seguro de Crédito Interno – SCI. Por meio dessa ferramenta, a Caixa garante a recuperação de perdas financeiras decorrentes da interrupção do fluxo de pagamento de contratos de empréstimo ou financiamento, na área comercial, flexibilizando a insuficiência de garantias. Uma vez aplicado ao produto, todos seus usuários – com ou sem patrimônio ou garantias – recolhem o prêmio, contribuindo para o equilíbrio da apólice e, conseqüentemente, para a universalização do acesso dos futuros proponentes ao crédito.

Geralmente, as micro e pequenas empresas não possuem garantia. Nesse caso, as operações oferecidas são aquelas com cobertura de seguro de crédito. *A inexistência de garantia influencia o custo, mas não impede o acesso ao crédito.*

Quanto à dúvida de se há dificuldade de o banco receber o seguro de crédito, ocorre como em todos Fundos de Aval, que operam no máximo até seu limite de indenização. O seguro de crédito também é pago até um limite de inadimplência na carteira total. A seguradora somente efetua a cobrança dos clientes enquadrados até este limite. Este índice de perda é monitorado, continuamente. Todo valor que a seguradora recupera volta para um fundo de risco. Ela devolve o recurso a esse fundo, retirando os custos de cobrança, utilizando-o para outra indenização. A questão básica para o seguro de crédito é realizar uma boa análise de risco e ter “simetria das informações” entre o banco e a seguradora, para compensar a “assimetria de informações” estruturalmente existente entre o credor e o devedor. Isso dificulta a adoção do seguro de crédito por bancos que não possuem seguradora própria, porque

haveria compartilhamento de informações bancárias sigilosas com terceiros. O grande desafio é criar mecanismos que incentivem os bancos a operar com esse mesmo instrumento, que é relativamente simples, ágil e barato.

No caso de um Fundo de Aval ou de uma Sociedade Garantidora de Crédito, a parte operacional é bem mais complicada. Além disso, o comparativo entre custos de operação é favorável ao SCI.

Assim como os outros grandes bancos de varejo brasileiros, a Caixa não possui escassez de recursos que a levaria necessariamente a decidir entre aplicar ou em crédito ou em tesouraria. Enquanto não encontra demanda por crédito, ela aplica a sobra de recursos líquidos de seu fluxo de caixa em títulos de dívida pública. Portanto, o custo de oportunidade tem de ser avaliado em relação a esta última opção e não em relação a uma hipotética demanda por crédito ainda não efetivada. Não cabe a crítica que “banco prefere título público a crédito”.

O problema do crédito no Brasil, em síntese, não é um problema de *oferta* (acesso), mas sim de *demanda* (custo). O *crédito é dirigido pela demanda*: aquele tomador que aceitar pagar a taxa de juros – estabelecida em face de seu *rating* de risco e da garantia oferecida – e o prêmio do seguro de crédito, terá sua demanda de crédito atendida. O “modelo (abstrato) de racionamento de crédito” não é validado, pela experiência concreta da Caixa Econômica Federal.

RENATO CHAVES. (ver PowerPoint à p. 251) Boa tarde a todos, gostaria de agradecer o convite feito pela prof. Maria da Conceição, registrar também a presença de Wagner Pinheiro, presidente da Fundação Petrobras de Seguridade Social – Petros, essa co-irmã. Minha idéia aqui é falar sobre os fundos de pensão ligados às estatais e sobre o mercado de capitais. Falar da Previ, mas também procurar dar uma visão geral dos três maiores fundos de pensão. Vou dividir a apresentação em dois tópicos: primeiro, apresentarei o perfil da Previ, depois falarei sobre governança corporativa, como a Previ tem atuado no mercado de capitais, como procuramos desenvolver o mercado de capitais no Brasil.

Vejamos como funciona a Previ. A figura da caixa d’água é interessante, para dar uma visão diferente de um fundo de pensão. Imaginemos um momento zero em que os trabalhadores se associam ao fundo de pensão e passam a contribuir

imediatamente – ainda não existem aposentados. Nesse momento o único entrave ao crescimento do fundo pode advir dos recursos da patrocinadora e das contribuições dos empregados. Esse dinheiro, uma vez aplicado, gera ganhos, esses investimentos vão se converter em valores que superariam as despesas operacionais do fundo, até a hora em que o fundo começar a pagar benefícios. O objetivo do fundo de pensão não é o lucro, e o ideal é que ele mantenha o equilíbrio – não tenha nem superávit nem déficit. Para se ter uma idéia, a Previ, no ano passado, pagou um total de 4,3 bilhões de reais de benefícios.

É bom mostrarmos a população da qual estamos falando em termos de Previ, com quantas pessoas nos relacionamos. Hoje, a Previ tem dois planos. Um já fechado, maduro, onde não entra ninguém, só sai. Nele, o número de funcionários da ativa vem se reduzindo a cada ano e o volume de pessoas aposentadas, a partir de 2003-2004, passou a superar o número de pessoas da ativa. Nesse plano temos mais de 125 mil pessoas. O outro é o Plano Previ Futuro, de contribuição definida, é o plano para os funcionários novos que o Banco vem contratando desde 1998. Começou pequeno, com 14 mil associados, e já está com 33 mil associados. No total temos mais de 160 mil pessoas diretamente relacionadas ao plano; com os dependentes, passa de 400 mil pessoas.

A “caixa d’água”, tem, no final de 2005, 82 bilhões de reais. É o maior fundo de pensão da América Latina, está entre os 90 maiores do mundo. Para esse volume de recursos, conseguimos uma rentabilidade de 22,6%. A nossa meta atuarial, ou seja, aquele volume de recursos que administramos, deve ter uma rentabilidade mínima de 11,4, e aqui podemos fazer uma comparação – tivemos uma rentabilidade superior à meta, inferior ao IBX-Índice Brasil, inferior também ao IBOVES-PA, superior à taxa SELIC e ao CDI.

Por que isso? A Previ tem uma característica diferente dos demais fundos de pensão. Mais de 60% de sua carteira é em renda variável, o que é caso único no universo dos fundos de pensão. Creio que na Petros essa relação deve estar na faixa de 28, 30%. É uma presença forte no mercado de capitais. Mostraremos o que há nessa renda variável. A renda variável rendeu 27,2%, o conjunto da rentabilidade foi de 22%. Temos também uma boa parte em renda fixa, a 33%, e uma carteira bem menor, em imóveis. Apesar de ser uma carteira menor, esta ainda seria um fundo de pensão equivalente aos 10 ou 15 maiores do país, com 2,6 bilhões de reais, e um volume significativo de operações com os nossos participantes. Abrindo a

carteira de imóveis, temos 17 shopping centers espalhados pelo Brasil, dois hotéis, dois hospitais, e administramos quase 300 contratos de aluguel. É uma forma de diversificar a carteira. A rentabilidade da carteira de imóveis não é tão interessante como o mercado de capitais, mas é interessante diversificá-la – estamos falando de ativo real. Em operações com participantes, temos mais de 100 mil contratos, principalmente em empréstimos simples, e estamos conversando com a Caixa Econômica para reabrir o financiamento imobiliário para os nossos associados. Fechamos a carteira há 10 anos e agora estamos negociando com a Caixa sua reabertura. A renda variável possui forte concentração no ativo Vale do Rio Doce; a Previ entrou pesado no processo de privatização, e temos aqui, dos 49 bilhões de reais, cerca de 12 bilhões concentrados em Vale do Rio Doce. Procuramos listar as maiores, 521 participações, como a da CPFL Energia. Para que nunca falem recursos, a carteira deve render o suficiente para que possamos fazer frente às nossas obrigações. Compramos a participação da CSN, o Bradesco também comprou. Hoje o Bradesco também tem uma posição relevante na Vale do Rio Doce.

A participação não é coisa recente, notamos uma forte presença em bancos como Itaú, Bradesco e Banco do Brasil. No ano de 2005 recebemos quase dois bilhões de reais a título de dividendos e juros sobre o capital próprio. Isso é importante porque hoje arrecadamos menos do que pagamos. O aposentado contribui, mas contribui com uma alíquota menor. Hoje, o que recebemos de contribuição já não é suficiente para o que temos que pagar. A diferença tem de vir da rentabilidade dos investimentos.

Como funciona essa indústria? São 264 entidades, das quais 33 ligadas a empresas estatais e de economia mista do governo federal, 36 a estados e municípios. A grande maioria, em quantidade mas não em volume de recursos, é ligada a entidades e empresas privadas: 195. Para mensurar a importância dos três maiores fundos – Previ, Petros e Funcef [Fundo dos Funcionários da Caixa Econômica Federal] –, o somatório de suas carteiras representa 5% da capitalização da Bovespa. Quanto aos fundos, buscamos desenvolver práticas de melhor governança no Brasil, para com isso oferecer mais segurança aos investidores do mercado de capitais. Os três fundos têm os seus códigos de governança, isto é, eles procuram colocar por escrito as idéias que defendem e tentam implementá-las, modificando os controladores. O que procuramos com esses códigos é mostrar um pensamento e fazer crescer a semente. A Previ foi pioneira na elaboração de balanços sociais.

Ela tenta olhar o universo de empresas da qual participa, desenvolver em conjunto um documento condensado no qual mostre as ações sociais de todas as empresas. Seria o balanço social da Previ. Hoje, a Petros também faz isso. A Previ é detentora da maior carteira de renda variável entre esses 264 fundos de pensão, tanto em volume financeiro como em relação ao patrimônio da entidade.

A maioria dos fundos de pensão tem uma carteira mais concentrada em renda fixa. Na Previ, quase metade da sua carteira já representa ações que tem a classificação de risco de *investment grade*. Estamos falando basicamente de Vale do Rio Doce e Embraer. A AmBev também é outra participação. Os níveis diferenciados de governança corporativa que a Bovespa implementou vem ganhando destaque. Efetivamente vêm se mostrando eficientes. O mercado reconhece isso quando observamos a rentabilidade, em termos comparativos

O índice de governança corporativa é o índice Bovespa. Os fundos rendem mais do que o índice Bovespa. A Previ tem atuado fortemente para que as empresas melhorem a transparência e se tornem mais atrativas para o mercado. Quase 60% da carteira da Previ está em empresas que têm vantagem nesses níveis diferenciados de governança corporativa. Do total de dividendos pagos por todas as empresas de capital aberto no Brasil, quase 4% foram para os cofres da Previ, pelas participações que ela tem. A Previ sempre procura atuar em conjunto com outros fundos de pensão para desenvolver o mercado de capitais no Brasil. Disseminaram-se melhores práticas de governança, e em 2004 a Previ lançou o seu código de governança e vem atuando para divulgá-lo. Incentivamos as empresas a listarem os seus papéis nos níveis diferenciados de negociação da Bovespa. A Previ atua apoiando a eleição de conselheiros em várias empresas, e tem conversado com os conselheiros para que levem o debate para dentro das empresas. Isso tem dado resultados.

Várias empresas no Brasil não asseguravam a instalação do Conselho Fiscal. A empresa queria ser de capital aberto, captar dinheiro público, mas não queria ser fiscalizada. Só aceitava ser fiscalizada quando alguém efetivamente fazia o pedido de forma contundente. A partir daí iniciamos uma campanha para garantir a instalação de Conselhos Fiscais. Procurando garantir uma transformação estatutária na companhia, para que esse órgão se tornasse permanente. Afinal, se a empresa é pública, capta dinheiro, tem que se sujeitar à fiscalização. Trabalhamos fortemente esse ativismo responsável. Hoje em dia se fala muito nas empresas de capital pulverizado, empresas sem dono. A primeira que vimos foram

as Lojas Renner, que efetuaram uma venda diluindo o seu controle. Recentemente a Previ participou de duas outras: Embraer e Perdigão. E aí notamos um movimento interessante: no caso das Lojas Renner, a primeira assembléia simplesmente não aconteceu por falta de acionistas. Quer dizer, as pessoas investem, compram o papel e no momento importante de tomar decisões que efetivamente mudem ou não o rumo de uma companhia – e normalmente mudam –, não vão à assembléia. É parecido com reunião de condomínio. Depois reclamamos que o condomínio está caro. Mas ninguém foi à reunião, só aquela meia dúzia de gatos-pingados, que votou. Numa assembléia de empresa não é diferente. A empresa convoca uma assembléia para, digamos, decidir distribuição de dividendos. Ninguém comparece, e então, o que prevalecerá? Se não houver um debate naquele momento, não haverá em outro. Por isso a Previ tem trabalhado fortemente para incrementar a participação dos acionistas em assembléias.

É interessante identificar a prática nociva aos acionistas minoritários. A Previ participa do controle dessas empresas, e também, em grande número, como acionista minoritária de empresas. É aí que mora o perigo, para um acionista minoritário, pois muitas vezes se tem um controlador usando a empresa em benefício próprio. A Previ tem procurado identificar esse tipo de situação e fazer uma reclamação formal. Em certos momentos a atuação do minoritário leva a empresa ao crescimento. Um caso típico que todos conhecem é a Livraria Saraiva. Foi o movimento de um conjunto de acionistas minoritários que fez a empresa crescer. Só para vocês terem idéia, num momento da vida da empresa os acionistas controladores estavam discutindo a construção de uma nova sede. Um acionista minoritário levantou o debate dizendo que investir nisso não geraria receita. O melhor seria investir em *megastores*. Vocês sabem, hoje, que a experiência foi bem-sucedida. Depois que foram inauguradas as grandes lojas nos shoppings é que a Saraiva efetivamente cresceu.

Esse é um exemplo típico do debate do acionista minoritário, aquele que está pensando em rentabilizar o dinheiro colocado na empresa. O controlador pensaria em construir uma sede própria, pois seria o dono da empresa, patrimônio que usufruiria para o resto da vida. Mas o acionista minoritário quer rentabilizar. É lógico que a visão do fundo de pensão não é a visão de curto prazo – compra-se hoje para vender amanhã – mas é a preocupação de promover um debate para que a empresa se desenvolva e, lá adiante, consiga ter um rendimento interessante.

Temos trabalhado nisso com algumas empresas. Elas evitam informar a lista de acionistas. Temos dificuldade em saber quais são os outros acionistas, dificuldade em angariar as procurações. Há uma reunião anual, mas a essa reunião anual, normalmente o acionista minoritário não vai. O caso mais conhecido dos últimos tempos, em termos de estrutura no mercado de capitais do Brasil, foi o da Brasil Telecom. Houve um movimento de acionistas um pouco diferente, porque eles tinham o controle mas não mandavam. É como se você comprasse o carro e entregasse na mão do motorista e ele decidisse para onde você vai. O que se percebeu é que esse motorista – ou esse gestor – estava dando umas voltinhas. Então, conseguimos a destituição do gestor por quebra do dever fiduciário. Havia um gestor contratado para administrar e rentabilizar a empresa. Foi pela atuação do minoritário, do Conselho Fiscal, que se conseguiu juntar provas para destituí-lo e até para pedir indenização.

Outro caso interessante é o alinhamento de interesses. Num conjunto, numa sociedade, muitas vezes é difícil alinhar os interesses. Um pode ter necessidade de caixa em médio prazo, outro não tem tanta preocupação com isso, quer investir mais. Então, faz-se um acordo de acionistas.

Na alienação conjunta de ativos, várias ofertas públicas contam também com a participação dos fundos de pensão. Assim, promovemos um aumento da liquidez dos papéis. A Previ tem feito isso, outros fundos de pensão também tem acompanhado. Ou seja, há uma oferta pública e a Previ coloca uma parte das suas ações na oferta pública para aumentar a liquidez daquele papel. Foi o que aconteceu com a Suzano. Esse foi um caso interessante, de entendimento com os controladores para incremento de dividendos em empresas que não têm um plano de expansão. Muitas vezes o controlador faz uma retenção injustificada de dinheiro dentro da empresa. A empresa não tem um plano de investimento e fica retendo. Já vimos a importância do fluxo de dividendos para um fundo de pensão como o nosso. Não queremos dividendos por dividendos, entendemos que quando a empresa tem um plano de expansão que se justifica, quando tem rentabilidade interessante, o dinheiro deve ficar lá. Mas se não tem, devolve-se o dinheiro para quem é seu dono, ou seja, o acionista. Essa criação de comitês de assessoramento no Conselho de Administração é mais uma medida ligada à governança corporativa.

O fundo de pensão tem um perfil de investidor que não é especulativo, não pensa em comprar hoje para vender amanhã. Vejamos alguns exemplos de como

é a atuação dos fundos de pensão quando eles são controladores. Quando chegamos à Vale do Rio Doce, em 1997, a empresa tinha 10 mil empregados. Hoje chega a 38 mil. Estou falando apenas de emprego direto. E a produção subiu de 155 milhões de toneladas para 266 milhões de toneladas. Houve um incremento de 71%. Na Embraer foi mais impressionante. Era uma empresa que pegamos praticamente quebrada, em 1996, com seis mil empregados. Hoje ela chega a 16 mil empregados. Quanto à produtividade, só consegui fabricar quatro unidades em 1996. No ano de 2005 fabricou 141 unidades. O BNDES foi importantíssimo nesse processo. É impressionante como não conseguimos vender um avião dentro do país. Por que? Por causa da estrutura de impostos, sai mais barato comprar lá fora do que aqui. Hoje temos uma TAM, com inúmeros *Airbus*, e nenhum avião nacional. O maior concorrente da Embraer é a Bombardier do Canadá. O Banco de Desenvolvimento do Canadá tem travado uma batalha dura na OMC. Uma aeronave que demorava oito meses para ficar pronta hoje demora três. O compromisso com o desenvolvimento continua.

Quanto à Perdigão, recentemente inaugurou uma fábrica em Goiás e tem novos projetos pela frente. Era uma empresa quebrada, pertencia a uma família que efetivamente utilizava a empresa em benefício próprio. A empresa tinha uma frota de jatos, era comum as pessoas saírem, por exemplo, de Santa Catarina para jantar em Porto Seguro. Isso é um exemplo típico de má utilização dos recursos que pertencem a todos os sócios. A entrada dos fundos de pensão efetivamente garantiu que essa empresa não quebrasse e, mais que isso, garantiu seu crescimento. Hoje já temos um abate de 10 milhões de frangos por semana. Outro caso: a Tupi. Quando vemos a quantidade de carros importados, um Audi, uma Mercedes, não imaginamos que boa parte desses carros tem um bloco de motor fabricado pela Tupi. A Tupi é uma empresa brasileira que emprega quase 10 mil pessoas, fabrica motores para carros importados e tem o compromisso de fazer um investimento forte em aumento de produção e, conseqüentemente, gerar empregos.

No ponto em que se encontra, a Previ já não pode investir mais em desenvolvimento. Ela tem essa limitação, possui um plano de enquadramento, tem 60% do seu patrimônio em renda variável e deveria ter 50. Parece que 10% é pouco, mas quando falamos em algo como 80 bilhões, é muito. Na verdade, precisamos de mais tempo para implementar o plano que nos comprometemos a fazer, até 2012. Hoje a Previ garante a manutenção, o compromisso dela é com o desenvolvimen-

to nas empresas de que já participa, mas na verdade o crescimento dessa carteira de renda variável é hoje, para a Previ, um limitador. Muitos outros projetos, porém, estão aí na mesa, como os fundos de infra-estrutura, em que a Previ vai efetivamente colocar um determinado volume de recursos, e que representam algo que vai gerar empregos e ajudar no desenvolvimento. Muito obrigado.

JULIO SERGIO GOMES DE ALMEIDA. Gostaria de falar de nossas empresas recorrendo mais a minhas impressões, que venho reunindo ao longo dos anos, do que propriamente a um pensamento mais acabado sobre o tema. Tenho acompanhado cerca de 100 empresas, grandes empresas industriais nacionais. O pessoal do IEDI não gosta muito que eu divulgue a lucratividade delas, que é muito grande... Bem, pediram-me para fazer comparações internacionais. Essas comparações mostraram duas coisas muito interessantes: uma é que todo desenvolvimento de empresa nacional, do ponto de vista financeiro e outros, é de tamanho muito pequeno. Com a globalização dá para se comparar melhor as empresas, seus balanços, e vemos que o tamanho da geração de caixa é pequeno. O outro resultado da comparação internacional foi ver que nossa rentabilidade é anos-luz melhor que a rentabilidade lá fora. O percurso da empresa nacional é bonito.

Hoje, nossa empresa acompanha a tecnologia tranqüilamente, não tem o menor problema de adaptação à tecnologia e está cada vez melhor. Fiz uma pesquisa com nossos associados, que são grandes empresas, todas nacionais. A pesquisa foi feita há dois ou três anos. Não perguntei sobre os novos concorrentes que estão por aí, que me parecem até mais assustadores do que os antigos. Perguntei: e a ALCA? Bem, se as empresas tinham medo da ALCA, hoje não têm mais. No plano microeconômico ninguém teme uma concorrência direta. O que se teme é a diferença de escala de produção, o que se teme é a diferença da capacidade financeira – mais naquela época, menos agora, pois melhorou muito a capacitação financeira. Nossa empresa acumulou capacitação para ser uma empresa moderna. Fiz também algumas pesquisas de campo, percorri não só empresas do IEDI. Perguntei em todos os setores, até sobre o *layout* das fábricas, para ver se correspondia mais ou menos aos padrões internacionais. Pois bem: tudo igual. Na época da pesquisa, uma empresa me chamou atenção, uma dessas enormes empresas que passeiam pelo mundo terceirizando produção. Quis averiguar a diferença: é exatamente igual, me responderam. E por que não é igual às da China? Porque lá tem um galpão onde os empregados dormem, porque a jornada de trabalho é de 16 horas, porque trabalham aos sábados, etc.

A empresa nacional teve um desenvolvimento importante na área de governança, acho que quase todas resolveram o problema da sucessão familiar, o que é muito importante. Hoje, no IEDI, o representante de uma grande empresa, o título que ele tem é presidente do Conselho. Não é presidente da empresa; pode ser o dono, principal acionista, mas é presidente do Conselho. Isso significa que houve um processo importante de mudança e de governança na gestão dessas empresas. Governança em que sentido? No sentido de se separar o que é do empresário, o que é da empresa, o que é do acionista. Era mais difícil fazer certas coisas em empresas em que faltavam a inovação, uma maior capacitação financeira, uma estruturação melhor de seus parceiros. As dívidas onerosas eram ainda bastante altas. Vejam a estrutura de capital da Brascan: recentemente, quando foi vendida, ela possuía uma tal estrutura de endividamento que ninguém acreditaria que sua capacidade financeira mudasse. Mudou completamente.

Na verdade, demos uma esticada no nosso faturamento, na geração de caixa das nossas empresas nos últimos três anos, de uma forma muito importante. Isso derivou de alguns fatores. Em primeiro lugar, aquele câmbio que só ficou bom um ano, depois foi ficando ruim e hoje está horrível. Mas esse câmbio foi muito favorável porque as empresas efetivamente aumentaram muito seu faturamento e a geração de caixa. A capacidade de geração de caixa de qualquer uma dessas empresas nacionais, hoje, é inteiramente diferente. Pelo *drive* exportador, que foi muito violento, houve um ajuste de preços importante – isso estava engasgado nas nossas grandes empresas desde a mudança cambial de 1999. As siderúrgicas, as grandes empresas na área química, petroquímica, de papel e celulose, estas resolveram seus problemas patrimoniais de outra maneira. Aumentaram muito a geração de caixa. E com a liquidez internacional, mudaram completamente o perfil de endividamento. Hoje, a típica empresa brasileira tem um perfil de endividamento extremamente saudável. Ainda não é um padrão internacional, o endividamento de curto prazo ainda é relativamente grande, mas é um perfil de endividamento muito bom.

Nossas empresas estão num momento de liquidez, de alavancar grandes projetos. Até porque não investiram muito. Tivemos um pequeno sopro de investimento, um ciclo de investimento na passagem de 2004 para 2005, mas foi abortado. O custo de capital no Brasil está um problema seríssimo. Nossa taxa de investimentos – a de 2004 para 2005 – a preços de, digamos, 1995, caiu. Vocês sabem que esses números são extremamente difíceis de ser calculados: deflator disso, deflator

daquilo, as variações são muito grandes. A empresa nacional conseguiu criar sua capacidade exportadora fazendo um ajuste microeconômico maravilhoso. Sem ter de investir ou investindo marginalmente, ela aumentou enormemente. Aliás, hoje a nossa empresa, do ponto de vista gerencial da produção, de sua gestão comercial, tem uma capacidade ímpar de se adaptar. Não tendo que investir muito ela fez uma mudança patrimonial muito importante. A empresa nacional está preparada para fazer alguns projetos, ou por exemplo para fazer uma grande associação com o BNDES ou com a Petrobras para desenvolver novos projetos. O grupo Ultra tem condições de bancar um projeto de quatro ou cinco bilhões de dólares, desde que, naturalmente, junte-se à Petrobras – esta entra com um terço, o grupo Ultra com outro terço e o BNDES com um terço. Até pouco tempo não se davam essas condições. Talvez valesse a pena fazer um trabalho sistemático sobre isso: reproduzir alguns trabalhos que fizemos sobre grandes grupos brasileiros e tentar detectar sua capacidade de financiamento e investimento.

Onde é que vejo problema? Primeiro, esse processo ganhou uma sobrevida, uma liquidez internacional, mas se esgotou no seu motor inicial. O que houve foi o *drive*, o movimento exportador. Hoje, a situação da exportação está muito difícil, as relações que foram organizadas a partir de um câmbio com expectativa de ser muito favorável para a exportação estão sendo rapidamente desfeitas. Não se vê a exportação cair, nem se vê a importação explodir, mas as relações vão se esfarelando, e de repente você pisa e a coisa afunda. Estou falando de máquinas da Embraco, estou falando da empresa Coteminas, do filho do nosso vice-Presidente da República, José Alencar, que fez associação lá fora e é a maior empresa no setor de cama, mesa e banho. Estou esquecendo uma, a Marcopolo S.A. A Marcopolo é a maior empresa de carrocerias de ônibus do mundo. A solução que essas empresas acharam não foi por sua maturidade tecnológica, produtiva, ou de mercado. Foi porque encontraram uma forma de manter minimamente seus mercados externos.

O Décio Silva, presidente da WEG Indústrias S.A., me relatou um quadro muito difícil da questão cambial de exportação. Com a liquidez internacional eles transformaram qualquer dívida em dívida perpétua. Hoje, qualquer empresa brasileira de certo nível transforma sua dívida em perpétua. Quando não se tem um movimento mais relevante de investimentos, o que isso significa? Significa que essas empresas vão se transformar em alvo fácil para uma grande investida patrimonial. Muito breve virá outra fase da valorização do *takeover*. Como houve no passado, mas no

passado muito vinculado à privatização, a negócios. Hoje, não. Nosso grande capital está correndo mais risco hoje. De qualquer maneira, não vejo a empresa nacional bem em matéria de inovação. Creio que esse passo da inovação está para ser dado, e é mais difícil. A empresa nacional poderá ser uma boa sócia da Petrobras, mas nem todo mundo tem a capacidade de gerenciar, nem todo mundo tem visão. Teoricamente, hoje a empresa teria, financeiramente, uma capacitação maior do que no passado, quando era muito baixa a capacidade das empresas nacionais de assumirem riscos de investimentos. A única que assumiu riscos de inovação foi a Votorantim, que aplica 400 milhões de dólares em novos negócios. Creio que aí claudicou o processo que deu início a tudo isso, embora esteja tudo melhor do ponto de vista financeiro. Por exemplo, hoje uma empresa pode ser belíssima para o mercado de capitais, mas amanhã, se a taxa de juros cair e houver um desenvolvimento do mercado de capitais, a nossa empresa estará com um valor baixo. Falta o grande motor para transformar tudo isso. Falta um movimento mais forte na direção de novos projetos. Novos projetos só existem na área da Petrobras.

Será que o próximo governo terá capacidade de articular programas de investimento importantes? Creio que agora nossas empresas têm mais condições de participar. Antes não havia o agente empreendedor. O que está faltando para suprir esse problema é uma investida maior do governo brasileiro, da política econômica. Os anos 1980 e 90 foram difíceis. Mas agora a empresa nacional tem uma autoridade, uma governança, um porte, um perfil de sua liquidez, que não tinha antes. Hoje tem a maioria – não gosto muito de usar esse tipo de denominação, mas enfim parece que as empresas ganharam a maioria. Falta, porém, o passo do investimento. Do contrário, elas vão ser engolidas no processo de desnacionalização. É claro que o BNDES continuará a desempenhar um papel importante num modelo como esse, mas, enfim, a empresa brasileira talvez possa se tornar mais operante, mais agente de todo esse processo. Muito obrigado.

SULAMIS DAIN. Realmente foi um volume grande de informações novas pois pela primeira vez em muito tempo, estou vendo pesquisas mais profundas que saíram dos financiadores de longo prazo. O seminário teve a grande vantagem de trazer e mostrar como os dois agentes do financiamento de longo prazo chegaram a resultados. Foram aqui diagnosticadas questões muito relevantes como a questão da “debenturização”, que para mim é uma novidade. Creio que isso desloca inclu-

sive o debate macroeconômico, e recoloca a questão da cunha fiscal. Penso que esse é um primeiro fator relevante.

Mas a primeira conclusão importante é a de que os agentes de financiamento de longo prazo da economia brasileira tiveram um movimento adaptativo, conseguiram manter a sua lucratividade e que, como foi colocado tanto pelo Ernani como por Fernando, o problema não é da oferta de recursos de longo prazo. Essa para mim é uma conclusão extremamente importante, que muda a natureza do debate. É um dos pontos nos quais deveríamos centrar o debate. A segunda questão é como transformar a liquidez dos agentes em crédito. Isto posto, não necessariamente se transforma a disponibilidade de crédito em investimento. Essa é a segunda questão, ligada à primeira mas com suas especificidades. A terceira questão é verificar como cada um dos dois atores – esquecendo temporariamente a Previ, que será tratada adiante – assumiu efetivamente uma nova divisão de papéis, na qual tanto o BNDES como a Caixa Econômica ganharam clareza quanto aos seus respectivos mandatos.

Diria que, desse ponto de vista, a Caixa Econômica desenvolve um papel de financiamento de curto prazo; que, embora os investimentos sejam de longo prazo, os impactos se darão em termos de crescimento do consumo, de crescimento da demanda, mas não na reestruturação produtiva. Quer dizer, é importantíssimo retomar o financiamento habitacional, é importante fazer os investimentos em saneamento, e isso terá efeito sobre a demanda agregada, sobre a geração de empregos, sobre o consumo em curto prazo. Esses elementos de atuação da Caixa são decisivos para se fazer a transição entre a política de curto e a de longo prazo, estabelecendo um aquecimento da economia que ainda não é o grande salto da reestruturação produtiva, mas já é um começo.

O Ernani colocou uma questão fundamental. Nós estamos trabalhando a meio pau na economia brasileira. Desse ponto de vista, todos os instrumentos, dada a não exacerbação de crescimento, funcionam muito bem. A pergunta é: quais são os novos mandatos a serem assumidos pelo BNDES, Caixa Econômica e fundos de pensão para um horizonte de crescimento? Toda a perspectiva das debêntures, que foi mostrada aqui, ainda não transforma os agentes em parceiros do processo de desenvolvimento. Eles detêm os ativos mas não são solidários com o processo, não é uma diversificação de um mercado em que se mudou a natureza dos ativos. Continuamos concentrando os recursos e aplicações em poucos atores, nesse processo de retomada do desenvolvimento.

E aí aparece um problema dramático. Porque não basta estar com fluidez, trabalhar bem, é preciso dar um salto quantitativo muito significativo da estruturação produtiva, para o qual é necessário desenvolver visão estratégica e novas formas de atuar com os recursos de longo prazo. Essas formas não estão nada definidas e sequer discutidas. Desse ponto de vista, creio que a colocação do Ernani, chamando para esse debate, assim como a questão da mobilização dos ativos dos fundos de pensão são extremamente relevantes.

Queria agregar um ponto, uma nova questão pouco explorada, embora o BNDES tivesse abordado o tema no início do governo: é o da previdência do servidor público. O fato de se criar para os servidores públicos uma previdência limitada ao teto do regime geral previdenciário abre espaço para uma previdência complementar do setor público. Que tanto pode limitar-se à gestão dos novos recursos como também incorporar a gestão dos recursos existentes.

Há muito tempo os desenvolvimentistas falam da questão da capitalização das grandes empresas e do casamento entre os investimentos em infra-estrutura como forma de aplicação e a disponibilidade de recursos de longo prazo. A Constituição federal definiu que será formado um fundo público para a previdência complementar do servidor público. O fundo não será público no sentido dos ativos, que não são públicos, mas na forma de atuação, ou seja, a regulação se dará através de uma política pública. E nada disso foi regulamentado, embora isso possa representar um volume extremamente significativo de recursos. Chegou-se a falar em *holding* dos trabalhadores, que poderia inclusive ser capitaneada pelo BNDES quanto à gestão dos recursos. Os recursos seriam destinados a investimentos produtivos, respeitando os melhores padrões de governança corporativa para os agentes públicos de financiamento. Esse é um tema em aberto. Penso também que a esse debate do financiamento do desenvolvimento deveriam estar presentes pessoas que falassem em nome dos complexos produtivos estatais e de política social, como por exemplo o complexo da saúde. Na verdade, a discussão das “finanças desenvolvimentistas” é limitada ao setor produtivo e aos bancos.

Falou-se aqui em 6% do PIB, em termos do que a Caixa coloca, mas o gasto de saúde mobiliza um volume de recursos ainda maior. Uma parte disso tem a ver também com quebra de patentes, indústria farmacêutica, fora o enorme gasto com pessoal, que é o verdadeiro investimento em saúde, e que responde por significativo volume de emprego. No entanto, nenhuma dessas discussões frequenta o

novo debate da retomada do desenvolvimento. É como se o social fosse apenas apresentado pelo lado do gasto, mas não verdadeiramente incorporado como tema central numa mesa como esta. Também a questão do fundo público de desenvolvimento, a previdência do servidor público, deveria ser incorporada a este debate, pois eventualmente permitiria novas definições e uma ampliação de mandato das instituições de crédito de longo prazo.

O crescimento econômico implica em expansão significativa de setores estratégicos da indústria, sem desnacionalização, agora que os setores estão saneados. Mas não há como não pensar na possibilidade de reforçar novas formas cooperativas, a exemplo do que já foi feito no setor petroquímico. Isso significa que podemos recuperar o tripé, não só como forma nova de alavancar recursos de financiamento, mas também como uma nova estratégia de defender o desenvolvimento das indústrias nacionais no Brasil.

Para finalizar, penso que existem vários temas por explorar nessa discussão, a saber, a questão do tripé e a questão da transição para o longo prazo. Elas trazem novas questões não resolvidas, das quais o *funding* dos recursos previdenciários, a gestão corporativa de recursos públicos estariam no centro da discussão, num aprofundamento deste debate.

Quero abrir a palavra ao público e depois convocar a intervenção final dos palestrantes.

**PERGUNTA DA PLATÉIA:** Meu nome é Hélio Silveira, sou da área de crédito do BNDES, eu queria fazer uma pergunta ao Júlio Sergio Gomes de Almeida. Ele esteve aqui há uns dois anos e estava numa fase um pouco pessimista, principalmente com o consumo interno da economia. No entanto, naquele ano crescemos 4%. Queria ressaltar que essa mudança radical nas empresas aconteceu em três anos. Essa virada da Brascan ou da CSN se deu em três anos. Nunca foi tão grande a liquidez internacional nesse processo, num período tão concentrado. A subida das *commodities* também favoreceu todos os setores mencionados por você. A alta do petróleo favoreceu a Brascan, por exemplo. Você falou que só a ocupação da capacidade ociosa provocou esse efeito fantástico, em três anos, e virou de ponta-cabeça a situação dessas empresas. Falamos muito em financiamento com desenvolvimento. Eu colocaria algo um pouco mais específico: o que está faltando é investimento. As empresas não estão querendo investir, até por que com essa taxa de juros espetacular não precisam. Falou-se de

poupança e de todos esses recursos para o investimento, mas isso é poupança pretérita. Um trilhão de dívida pública simplesmente é lucro acumulado e capital de giro das empresas. O que está faltando é o indutor do investimento. Pergunto-me se indutor do investimento não é a recuperação do aparelho público que está desgastado. E outra coisa: não seria o investimento que deveria trazer todo o financiamento do processo? O próprio investimento? Preocupa esse tipo de coisas. Teríamos que induzir o investimento. Acho que está faltando um pouco de participação pública.

J.S. GOMES DE ALMEIDA. Obrigado pela observação, que foi bem colocada. Por isso é uma pena que aquele *boom* exportador tivesse parado. Acompanhei isso de perto, achei que naquela hora as empresas que ocuparam sua capacidade estariam prontas para fazer planos de investimentos. Aí o processo foi abortado. Não é que só ocuparam capacidade, não, foram investimentos marginais. Hoje, com a globalização, com o desenvolvimento de métodos de cooperação muito maiores entre as empresas, com investimento relativamente marginal você consegue ter um efeito muito grande no aumento da produção. Mas concordo plenamente que o movimento para alavancar o investimento – que nós perdemos – é a exportação.

Não vejo muito bem o setor público fazendo isso. Temos um movimento para fora, como se viu nos últimos três anos, quando aumentamos 100% nossas exportações. O preço hoje está muito maior do que quantidade. Não era assim. Não fiz a conta, mas nesses três anos os 100% devem ter sido 70 a 30, na relação quantidade/preço. Quer dizer, temos uma capacitação exportadora boa. Evoluímos nossa capacidade exportadora para tudo o que quisermos, setores industriais de maior valor agregado, bens de capital. Para concluir, o que mais contribuiu para o aumento da exportação foi o produto manufaturado, 60%, portanto, mais da metade do aumento. Isso, em três segmentos. Todos de valor relativamente agregado, considerados de alta tecnologia. Então, estamos num bom processo de aumento da exportação. Acabei de fazer uma pesquisa que mostrou que o país que aumentou muito a sua capacidade de exportação e fez diferença no comércio internacional, com relação a si mesmo, foi a Malásia. A Irlanda é outro exemplo. Idem o Japão, a Alemanha. Só selecionei 15 países, entre os trinta maiores. Ninguém fez esse processo em menos de 20 anos, nos quais eles cresceram em média o dobro da taxa mundial. O Brasil fez em três anos, não cresceu o dobro da taxa mundial, cresceu 1,5 a taxa mundial, o que foi belíssimo, mas está muito longe de fazer o que outros países fizeram. Se

o Brasil tivesse apostado nisso, quem sabe não teríamos chegado lá? Mudou a divisão internacional do trabalho e os que sobraram foram Japão, China e Coréia. Ponto, o resto não existe. Esses três são os maiores produtores e exportadores de manufaturas de todo o mundo. Em conjunto. E ganharam do lado de cá.

Não temos mais nenhuma possibilidade de adotar qualquer estratégia senão a de acompanhá-los. Eles, se puderem, nos engolem. Não haverá nenhum inconveniente, dado que agora já existe mercado de bolsa também na China, capitais sobrando, pois estão desacelerando. Estão num *upgrading* tão grande, que fizeram em cinco anos o que nem Japão nem ninguém fez. Houve uma mudança violenta na divisão internacional do trabalho. Como somos o que, em linguagem de organização industrial, se chama um sistema de médias empresas na escala global, estamos bem. Mas eles tendem a ser grandes, e nós não tendemos a grandes, é impossível. O que temos é média empresa com estrutura. Logo, não basta apenas fazer o tripé. Há que ter uma política industrial de alguma associação. Há que definir onde vamos nos associar, com quem vamos competir, etc.

Em resumo, há que escolher. Aquilo que o Itamaraty tem claro na sua política externa não tem equivalente em termos de uma política industrial. E se não há é porque a visão do que aconteceu no mundo ainda não ficou clara para muita gente. Há que se dar conta de que, para uma estratégia industrial, será necessário algo parecido ao que está sendo feito para a estratégia comercial e política. Precisamos ter outra maneira de inserção, que não decorre de câmbio. Ademais, no caso das exportadoras, como foi falado aqui, tirando as nacionais, as que mais exportaram são multinacionais de direito ou de fato. No caso da Petrobras, eles têm contabilidade em dólar. Dá na mesma: qual é a taxa de câmbio? Nós valorizamos mais do que o México e a Argentina. Agora o câmbio é múltiplo e está denominado em dólar. Não esquecer que a Rússia, pelo fato de ser exportadora de petróleo, tem hoje mais reservas em dólares que a China. O que eu quero dizer é que o mundo está em dólar. As multinacionais todas operam em dólar. Quem na verdade exporta para as Américas, que é para onde exportamos basicamente as manufaturas, não foi para a Ásia, não foi para a China. Para a Ásia pode-se exportar avião, mas não isso que você falou. Isso é uma área dólar. Mas as multinacionais estão todas aqui: divisão de território. Foi-se o tempo em que alguém achava que não havia outro país senão o Brasil. Se essas multinacionais tiverem baixado a margem de lucro, aí eu me assusto. Mas dizer que as nacionais

baixaram a taxa de lucro, é algo evidente, pois elas não estão em condições de operar pluri-monetariamente.

SULAMIS DAIN. Queria saber se mais alguém quer fazer alguma pergunta. Antes que eu devolva a palavra à Mesa para que as pessoas façam seus comentários.

FERNANDO NOGUEIRA DA COSTA. Farei alguns comentários em cima do que foi dito sobre a Caixa financiar em curto prazo. E, assim, tender a financiar consumo. Muitas vezes esquecemos de dizer que a única instituição financeira no Brasil que financia o longo prazo é o BNDES, e esquecemos que o financiamento a longo prazo é de 15 a 20 anos. Portanto, a Caixa faz o financiamento a longo prazo. Dizem que um exemplo empobrece, então vou dar quatro exemplos, para ter algum impacto macro. Mostrarei como é que temos feito as operações de mercado de capitais.

A minha vice-presidência é finanças e mercado de capitais, que são operações estruturadas. Para mostrar como o tripé vai se transformando com esse tipo de operação estruturada, darei esses quatro exemplos que me ocorreram agora. Por exemplo, hoje fomos inaugurar um programa de arrendamento residencial. O que é isso? É um *leasing* de 15 anos. Em vez de fazer um financiamento de casa própria, onde havia inadimplência grande, passamos a fazer um *leasing*, um arrendamento mercantil de 15 anos. Se a pessoa não fica inadimplente, recebe a casa própria ao final de 15 anos. A inadimplência desse programa depende das regiões. Há algumas de inadimplência zero. Aqui no Rio está a menos de 5%. O financiamento é para uma faixa de três a seis salários mínimos. Isto é, uma classe média de renda baixa. Os empreendedores propõem um projeto e levam tempo para aprovar na Prefeitura daqui, mas à medida que vai transcorrendo a obra no terreno já se desembolsa o dinheiro. Em 10 meses o empreendedor já tem o retorno desse dinheiro. A Caixa passa a receber das famílias residentes, após fazer uma análise de risco. Em geral são construções num condomínio fechado e grande, com condições muito boas. Então, falta o quê? O empreendimento, o instinto animal do nosso empresário. No caso do Rio, quem são os empreendedores? São empresas de Minas, pois as empresas cariocas não querem investir na baixa renda. Faltam iniciativas no Rio para projetos mais populares, eles só querem os projetos lá na Barra da Tijuca, de alta renda e de alto valor agregado. Mas a escala e o retorno são muito mais rápidos do que na Barra da Tijuca.

Para dar um exemplo da demanda, outro exemplo com tripé. Nesta rua, a duas quadras do BNDES está a Caixa Econômica e, na outra esquina, uma propriedade que fizemos para investidores de varejo. Foi uma experiência feita a partir do exemplo que tínhamos, de fazer um fundo de investimento imobiliário. Colocamos na nossa rede, em nível nacional, cotas de um fundo de investimento de mil reais. Se a pessoa não quiser comprar mais uma casa para receber aluguel, compra uma cota desse fundo de investimentos. Pulverizamos. O investimento médio é de, no máximo, 17 mil reais por investidor. Em apenas três meses a idéia teve o maior sucesso – era o mercado de capitais colocado no varejo, e não para os grandes investidores qualificados no investimento imobiliário.

Sabendo disso, a Hines, que é uma das maiores incorporadoras do mundo, uma empresa multinacional, com empreendimentos em Singapura, China, Miami, nos procurou para fazer algo semelhante para ela – a mesma estruturação do fundo de investimento imobiliário. Colocamos na nossa rede e também vendeu rapidamente. Trata-se do prédio que hoje é a Petrobras 2. Quando apresentamos o projeto desse prédio – o Edifício Torre Almirante –, o diretor de Obras da Prefeitura disse que ele iria resolver o problema de aluguel de escritórios do centro do Rio durante 10 anos. Não podíamos divulgar, mas já estava acertado o arrendamento para a Petrobras. Qualquer pessoa pode comprar uma cota, e passa a receber o arrendamento – o aluguel da Petrobras, a maior empresa brasileira. E é varejo. É operação de mercado de capitais. O interessante nisso é que se trata de um banco público, uma grande empresa, intermediando um negócio para a Hines, esta, uma grande multinacional. Ela recebeu o dinheiro imediatamente, nós transferimos para pequenos investidores. Operação totalmente nova dentro da nossa experiência histórica.

Terceiro exemplo: na semana passada fechamos com o presidente da Petros o ajuste para assinar com a Previ, e assinamos com a Funcef. Fizemos a operação em uma semana. Trata-se de uma operação estruturada se eles aplicarem no nosso fundo de pensão. Há uma taxa de administração, que nós vamos receber, assim diminuimos o custo de financiamento para os empregados da Petrobras ativos e inativos, que fazem parte do fundo de pensão. Eles estavam fazendo o cálculo, do ponto de vista atuarial deles. O atuarial deles tem que ser o IPCA mais 6%. Se fizessem o financiamento diretamente, não haveria o retorno que são obrigados a ter, mas fazendo o investimento no fundo têm esse retorno e uma taxa baixa para todos os empregados da Petrobras. Como para nós é descontado em folha, o risco

é muito baixo, o financiamento nos fica mais barato com demanda garantida. Qualquer empreendedor que entrar nessa operação faz ótimo negócio. Cria-se demanda.

E o último exemplo é para mostrar como o papel do governo muda: é o que está acontecendo no mercado de capitais. Existe o CRI, certificado de recebíveis imobiliários, que é a securitização dos créditos feitos. Antes, havia grande oferta disso, a Caixa podia securitizar a sua carteira, mas não tinha investidor. Não havia demanda. Com o pacote de construção civil, inverteu-se a situação. Há um estímulo para aplicar no CRI, todos os bancos *private* querem aplicar nisso, o incentivo fiscal é muito bom. Mas não tem oferta porque agora todos os bancos querem conceder crédito imobiliário e direcionar a poupança. A Caixa não quer fazer, o Santander e todos os que estão fazendo crédito imobiliário querem securitizar. Ou seja, o governo criou a demanda para a operação. São vários exemplos, assim, que somados ilustram o que estamos falando de demanda de crédito.

SULAMIS DAIN. Damos os trâmites por findos, agradecemos a todos, bom feriado.

