

## O circuito 'finance-funding'

***Enquanto prevalecerem juros altos e deformada estrutura da dívida pública, não haverá mudanças no crédito***

Por Luiz Fernando de Paula

Uma das variáveis centrais do ajuste fiscal a ser realizado no 2º governo Dilma é a redução da dívida pública bruta, que perfazia a 63% do PIB em novembro de 2014. As principais medidas anunciadas incluem a diminuição das transferências do Tesouro para o BNDES e a gradual convergência da TJLP a taxas mais de mercado. Um corolário de tais medidas é a redução do tamanho do BNDES como financiador do investimento das firmas: segundo o Valor (23/12/2014), o banco respondeu por mais de 20% do financiamento do investimento produtivo no Brasil contra 15% do mercado de capitais em 2013/14.

A ideia subjacente é diminuir a dualidade do mercado de crédito, com um segmento funcionando a taxas de mercado e outro com taxas subsidiadas. Tal iniciativa ampliaria a oferta de crédito no país: como num mercado de bens, a ação da lei da oferta e procura ampliaria a oferta de fundos. Assim, o fluxo de poupança que tem financiado o crescimento dos empréstimos do BNDES poderia ser canalizado para a dívida privada, viabilizando um processo de "crowding in", com o desenvolvimento do mercado financeiro privado em substituição parcial do BNDES.

Para analisarmos a eficácia de tal estratégia, iremos avaliar a questão a partir de um ponto de vista teórico e analisando a realidade brasileira.

Do ponto de vista teórico, é fundamental entender como funciona o processo de financiamento, o circuito "finance-funding". Segundo a abordagem keynesiana, poupança e financiamento são algo distinto. A poupança é o resultado do processo de geração de renda da economia, que por sua vez depende das decisões de gastos dos agentes. Trata-se da renda não consumida, inexistente antes da realização da decisão de investir, sendo que esta é determinada primariamente pelas expectativas empresariais relacionadas aos fluxos de rendas esperadas decorrentes da ampliação de capacidade produtiva.

O empresário para efetivar sua decisão de investimento, contudo, precisa ter acesso à moeda. A oferta de fundos disponíveis não é determinada pela canalização do fluxo prévio de poupança, mas pelo estoque de ativos financeiros existentes e pela capacidade de criação ativa de crédito pelos bancos. Logo, a obtenção de

financiamento é o início do processo de formação de capital, em que a poupança é gerada a partir das decisões de investimentos.

O processo de financiamento pode ser dividido em duas etapas: uma primeira, relacionada a oferta por crédito de curto prazo provida pelo setor bancário no momento em que a firma decide investir ("finance"); uma segunda, no qual a poupança "ex post" pode ser utilizada (via mercado financeiro) para consolidar dívidas de curto prazo em dívidas de longo prazo ("funding") mais compatíveis com a maturidade do investimento.

Assim, o "funding" - que pode ser realizado pela colocação de um título corporativo - tem um papel importante de mitigar o crescimento da fragilidade financeira que é inerente a uma economia em crescimento. Portanto, a falta de mercados financeiros organizados pode fazer com que o perfil de financiamento seja inadequado ao investimento e o racionamento de crédito pode ocorrer, diminuindo a capacidade de expansão da economia e/ou tornando-a financeiramente mais frágil.

No que se refere à realidade brasileira, três fatores contribuem para inibir o financiamento privado de longo prazo. Em primeiro lugar, o comportamento a la "stop-and-go" da economia brasileira: quando, no ciclo de crescimento, os prazos de financiamento começam a se alongar esta tendência é alterada abruptamente pela reversão cíclica. Em segundo lugar, as elevadas taxas de juros determinam um enorme custo de oportunidade para emissão de títulos mais longos, dificultando a formação de uma curva de rendimentos "normal" em que aplicações mais longas são remuneradas a taxas de juros maiores.

Em terceiro lugar, a existência de uma dívida pública elevada e parcialmente indexada à taxa Selic, combinada com elevadas taxas de juros de curto prazo, impacta negativamente sobre o nível do spread bancário - elevando o custo de oportunidade para emprestar face à existência de uma alternativa de aplicação líquida e rentável (títulos públicos) - e sobre a emissão de títulos corporativos privados, devido a competição dos títulos públicos. De fato, as debêntures têm tido uma maturidade média de apenas 6 anos, sendo que 85% dos títulos emitidos são indexados à taxa DI.

Por fim, cabe avaliar se a nova estratégia de financiamento do governo será eficaz para o desenvolvimento do circuito "finance-funding" no Brasil. As perspectivas de curto e médio prazo não nos parecem muito animadoras.

Por um lado, deve-se considerar que o crédito não é um bem qualquer, que responde prontamente, e na direção adequada, às leis de oferta e procura. Em uma economia marcada pela instabilidade macroeconômica e elevadas taxas de juros, continuará a predominar a "preferência por flexibilidade" dos agentes, expressa em um comportamento curto-prazista, dificultando o desenvolvimento de relações financeiras mais longas.

De outro, o cenário de recessão que se vislumbra a partir do processo de ajuste fiscal não deverá estimular o crescimento da poupança agregada na economia, já que esta depende, como visto, do aumento dos gastos dos agentes - que por sua vez resulta das rendas das famílias, dos lucros empresariais, etc. -, e a tendência é que eles venham a reduzir ainda mais.

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

**Luiz Fernando de Paula é professor titular de Economia da UERJ e autor do livro "Sistema Financeiro, Bancos e Financiamento da Economia" (Campus).**