

**GRANDES CORPORAÇÕES E BANCOS UNIVERSAIS
CONTEMPORÂNEOS (BUCs):
MOTIVO FINANÇAS (FINANCE) E ESTRUTURAÇÃO DE FUNDOS DE
INVESTIMENTOS**

*César Manoel de Medeiros
Economista – Doutor pelo IE-UFRJ
Instituição: Banco do Brasil S/A
Função ou Cargo: Aposentado
Março/2008*

RESUMO

O motivo finanças resume, o debate contemporâneo entre os pós-keynesianos e os novos-clássicos sobre a poupança e o investimento.

A configuração estrutural contemporânea, inclusive de alguns países emergentes, possibilita um movimento de mão-dupla – bancos universais e grandes corporações – na estruturação de circuitos financeiros: motivo finanças (finance) – investimentos – geração de renda e de emprego – gastos em consumo e poupança – consolidação financeira (funding/estruturação de fundos de investimentos).

O Brasil reúne condições necessárias e suficientes, para geração de fundos rotativos, quanto de fundos de investimentos de longo prazo. Por um lado, é crescente a geração de excedentes financeiros pelas grandes corporações industriais e de serviços; pelos fundos de previdência complementar e investidores institucionais de um modo geral; pelas instituições financeiras e; por outro lado, setores que precisam viabilizar seus planos de investimentos em expansão da capacidade produtiva e de modernização tecnológica.

Caberá ao Governo criar e/ou estimular a criação de mecanismos institucionais capazes de canalizar excedentes financeiros para investimentos e, ao mesmo tempo, evitar a financeirização de ativos sem maiores finalidades para o setor produtivo.

Palavras-chave: BUCs, Finance, Corporações, Excedentes, Fundos de Investimentos.

Sessões Temáticas Especiais – PAC: crescimento ou desenvolvimento?

**GRANDES CORPORAÇÕES E BANCOS UNIVERSAIS CONTEMPORÂNEOS
(BUCs) – Motivo Finanças (Finance) e Estruturação de Fundos de Investimentos**

SUMÁRIO

1 – MOTIVO FINANÇAS – CRIAÇÃO DE FUNDOS ROTATIVOS - SÍNTESE DOS ARGUMENTOS TEÓRICOS

2 – MOVIMENTO DE MÃO-DUPLA – BUCs (X) EMPRESAS

2.1 – O Finance Empresarial e a Geração de Fundos de Investimentos

3 – DUALIDADE CONTEMPORÂNEA, DESEMPENHO EMPRESARIAL E GERAÇÃO DE EXCEDENTES FINANCEIROS NO BRASIL

4– O PROCESSO DE FINANCEIRIZAÇÃO (X) O PAPEL DO GOVERNO PARA CANALIZAR RECURSOS OCIOSOS PARA INVESTIMENTOS

5 – BIBLIOGRAFIA

GRANDES CORPORAÇÕES E BANCOS UNIVERSAIS CONTEMPORÂNEOS (BUCs) – Motivo Finanças (Finance) e Estruturação de Fundos de Investimentos

1 – MOTIVO FINANÇAS – CRIAÇÃO DE FUNDOS ROTATIVOS - SÍNTESE DOS ARGUMENTOS TEÓRICOS

Transações, Precauções, Especulações e Finanças (Finance) são as motivações para a demanda de moeda.

Estas notas visam destacar, o motivo finanças por que envolve a criação de Fundos Rotativos imprescindíveis para viabilizar empréstimos para investimentos.

O debate contemporâneo o circuito: motivo finanças (finance) – investimentos – geração de renda e de emprego – gastos em consumo e poupança – consolidação financeira (funding/estruturação de fundos de investimentos), envolve duas posições teóricas principais.

A primeira corrente de economistas, nitidamente de origem neo-clássica, recentemente aprofundada pelos novos-clássicos, está baseada na teoria de “fundos de empréstimos” que exigem prévia formação de poupança para viabilizar investimentos. A moeda é exógena e neutra, cuja expansão através do crédito resulta em aumentos de preços.

A segunda posição, formulada por Keynes¹ (1973), conta com argumentos dos pós-keynesianos: Minsky² (1982), Davidson³ (1986), entre outros, e mostra que a circulação financeira possibilita a geração de fundos rotativos destinados aos financiamentos de pré-investimentos. Os investimentos são realizados independentemente de prévia formação de poupança, a moeda é endógena, não neutra, cuja elevação via crédito, resulta em crescimento da produção, da renda e do emprego.

O argumento central da primeira corrente é que o investimento deve ser lastreado por poupança voluntária, o que possibilita a criação de fundos de empréstimos que viabilizam e concretizam investimentos.

Todavia, a questão fundamental, para a segunda corrente, envolve a conversão de financiamentos de curto prazo resultantes da ação de bancos, em financiamentos de longo prazo gerados pelo mercado de capitais no percurso da consolidação financeira, transformando os fundos rotativos (motivo finanças) em funding (fundos de investimentos) de longo prazo.

A leitura do motivo finanças segundo economistas do modelo de fundos de empréstimos pode ser assim sintetizada:

¹KEYNES, J. M. Alternative theories of the rate interest. *Economic Journal*, London, June, 1973a.

²MINSKY, H. P. *Can it happen again? Essays on instability and finance*. New York: Sharpe, 1982, 301 p.

³DAVIDSON, P. FINANCE. Funding, saving, and investment. *Journal of Post Keynesian Economics*, New Brunswick, v. 9, nº 1, p. 101 – 110, Fall, 1986.

- a) os empresários, diante de perspectivas de elevação da eficiência marginal do capital (acima da taxa de juros de longo prazo), resolvem aumentar o nível de investimentos;
- b) os bancos oferecem fundos de empréstimos lastreados em poupanças acumuladas para garantir a concretização de tal alteração no processo de formação de capital;
- c) esta é uma situação transitória, que prevalece apenas enquanto a oferta e a demanda agregadas não se ajustarem à nova posição de equilíbrio. Ou seja: a garantia dos bancos para assegurar o ritmo de investimentos deve ser, portanto, entendida como transitória;
- d) a poupança voluntária, que é resultado da preferência interporal das famílias e de empresas, deve assegurar os empréstimos realizados para o financiamento de investimentos. Como decorrência desse pressuposto, o equilíbrio poupança-investimento volta a balizar não apenas o equilíbrio entre oferta e demanda mas, também, do mercado de haveres financeiros.

Na visão convencional, a poupança é criada através de com parcelas da renda não utilizadas para consumo e se constitui em fundos de empréstimos para financiar investimentos, ou seja, a poupança a priori determina o investimento.

Já, metodologia keynesiana, melhor explicitada pelos pós-keynesianos, mostra, que a existência de instituições financeiras, especialmente dos bancos universais (banco de investimentos associados aos bancos comerciais) viabiliza a criação de moeda bancária (crédito) para financiar as decisões de investimentos (pré-investimentos em pesquisa de mercado, em projetos de avanços tecnológicos, em encomendas de máquinas e equipamentos, etc.).

Em poucas palavras: os investimentos iniciais podem ser financiados através de crédito bancário baseado em Fundos Rotativos independentemente da formação prévia de poupança. Os créditos de curto prazo podem, posteriormente, ser transformados em financiamentos de longo prazo por intermédio de emissões de títulos mobiliários (financiamentos de ações, de debêntures, de bônus, etc.) e/ou de empréstimos de longo-prazo baseados na securitização de recebíveis gerados por concretas projeções de fluxos de caixa resultantes, inclusive, dos próprios investimentos planejados.

A configuração atual do sistema financeiro brasileiro, assim como da maioria dos países desenvolvidos, contempla verdadeiros Bancos Universais Contemporâneos (BUCs), que atuam nos vários segmentos do sistema financeiro (carteiras de banco comercial; de banco de investimentos; de leasing; de crédito ao consumidor; de crédito imobiliário; de administração de planos de saúde e de aposentadoria e pensão; de seguros; estão plenamente capacitados ao exercício da centralização da movimentação financeira de empresas, de famílias, dos investidores, etc., e têm a possibilidade de compor um mix de captação de recursos que viabiliza um mix de aplicações em empréstimos de curto, de médio e de longo prazos, em participações acionárias em empresas financeiras e não-financeiras, bem como em investimentos próprios decididos em função das expectativas de obtenção de receitas líquidas que garantem, ao mesmo tempo, adequados níveis de liquidez e viabilizam, portanto, o circuito: finance (fundos rotativos) – pré-investimentos – funding de longo prazo – investimentos – geração de renda e de emprego – consumo + poupança – intra e/ou inter-conglomerados

financeiros, investidores institucionais, bancos de investimentos, grandes corporações, etc.

O estudo de viabilidade do circuito: finance – investimento – poupança – funding – em economias abertas foi desenvolvido por Rezende⁴ (2007), e confirma as observações empíricas identificadas para economias fechadas.

2 – MOVIMENTO DE MÃO-DUPLA – BUCs/EMPRESAS (X) EMPRESAS

Medeiros⁵ (1996) identificou dois movimentos em pleno andamento no Brasil desde meados da década de 1980 e ainda em curso.

“O primeiro movimento caracteriza-se pelo processo de concentração bancária – expansão vertical do sistema – visa economias de escala, maior eficiência, redução dos custos financeiros e barateamento do crédito e é acompanhado pelo processo de conglomeração financeira (expansão horizontal do sistema) que, além de consolidar a concentração bancária, cria um ambiente propício para a estruturação de Bancos Universais Contemporâneos – atuação das instituições financeiras em todos os segmentos do mercado financeiro (monetário e não-monetário). Este movimento, além de viabilizar o aproveitamento de sinergias entre as empresas financeiras e não-financeiras do grupo, gera, também, um mercado financeiro nacional”.

O segundo movimento, que pode ser denominado “bancarização empresarial”, corresponde à criação de instituições financeiras pelas grandes empresas. Este movimento é resultante das perspectivas de otimização de elevadas taxas de lucros pelas próprias produtivas, especialmente na logística e em setores intensivos em capital fixo e/ou conteúdo tecnológico.

A conglomeração passou a ser, portanto, o caminho institucional de organização bancária requerida do ponto de vista concorrencial. Ao contrário, a não-conglomeração significa redução da competitividade e resulta na marginalização de instituições bancárias no nível geral dos mercados financeiros e o subaproveitamento de complementariedades e sinergias geradas pelas finanças.

Neste sentido: tanto os bancos participam acionariamente de empresas quanto as empresas vem criando suas próprias instituições financeiras.

2.1 – O Finance Empresarial e a Geração de Fundos de Investimentos

Logo, os fundos rotativos podem ser estruturados, tanto pelos conglomerados financeiros (BUCs – Bancos Universais Contemporâneos), quanto pelas grandes corporações com o uso de seus fluxos de caixa, o que possibilita criar e/ou dinamizar a indústria de fundos de investimentos. A respeito do papel dos BUCs, como importante

⁴REZENDE, Marco Flávio da Cunha. “O Circuito finance – investimentos – poupança – funding – em economias abertas”. Revista de Economia Política, vol. 28, nº 1 (109), pp. 136-154, janeiro-março/2007.

⁵MEDEIROS, C. M. “Banco Universal Contemporâneo – Uma estratégia para financiar investimentos – O Papel do Banco do Brasil, dos demais bancos oficiais e dos Fundos de Pensão”. Rio de Janeiro. Editora Insight, 1996.

instrumento na promoção de um novo ciclo de desenvolvimento duradouro e virtuoso no Brasil, ver ABDE⁶ e ver IPEA⁷.

Neste contexto, destas notas cabe salientar, alguns fundos de maior interesse estratégico para grandes corporações, tais como Fundos de Investimentos Setoriais, Intersetoriais, Intempresariais ou Corporativos, Fundos de Investimentos Intergionais e Fundos de Participação para Logística. (Ver MEDEIROS, C. M., em CEPAL/IPEA)⁸.

Os avanços tecnológicos de elos de cadeias produtivas, as quais o Brasil reúne vantagens competitivas; de arranjos produtivos locais e/ou microrregionais; e de melhoria nas relações entre grandes, médias e pequenas empresas; poderão ser obtidas através do desenvolvimento da indústria de fundos de investimentos com gestão compartilhada entre os aplicadores de recursos (empresas com excedentes financeiros, bancos de investimentos e investidores institucionais), bancos gestores de fundos de investimentos e representantes dos tomadores de recursos, cujos resultados serão, com certeza, o aproveitamento de complementaridades, de escalas, de sinergias, de externalidades e de elevação da competitividade. (Ver MEDEIROS, C. M., em MCT – Ministério da Ciência e Tecnologia)⁹

Assim, tais como os bancos universais, também as grandes empresas poderão criar fundos de investimentos com o objetivo de melhorar o desempenho de fornecedores estratégicos e para desenvolver e/ou conquistar clientes, também estratégicos para expansão de seus mercados.

A estruturação de fundos de investimentos com gestão compartilhada entre os investidores, beneficiários e bancos gestores é perfeitamente factível para setores como, por exemplo, siderurgia, telecomunicações, petroquímica, energia, etc. É possível, também, estruturar fundos de investimentos para setores com capacidade ociosa visando aplicar recursos no financiamento de clientes e, deste modo, garantir a elevação da produção e de vendas.

Além destes Fundos Corporativos, cabe sugerir, também, a criação de fundos de investimentos intersetoriais para adensar e/ou enobrecer cadeias produtivas; fundos de investimentos interregionais para estimular o desenvolvimento regional e os arranjos produtivos locais; e fundos de investimentos específicos tais como, por exemplo, para construção de plataformas logísticas (PLIs) capazes de otimizar a distribuição e a comercialização de produtos e serviços, tanto para o mercado interno quanto para o mercado externo.

⁶MEDEIROS, C. M. “A Dualidade Contemporânea no Brasil – Estratégias para Financiar um Novo Ciclo Virtuoso e Duradouro de Crescimento” – organizado pela ABDE (Associação Brasileira de Bancos de Desenvolvimento) (Rio de Janeiro, 2006).

⁷IPEA: Prêmio IPEA-CAIXA – 2007. MEDEIROS, C. M. 1º lugar no Concurso de Monografias - Tema: Os Bancos Universais Contemporâneos (BUCS) No Brasil – Motor de um Novo Ciclo de Desenvolvimento. Categoria: Sistema Financeiro e Desenvolvimento Econômico Brasileiro. Novembro de 2007.

⁸MEDEIROS, C.M. “Políticas de Apoio Governamental à realização de Grandes Projetos de Investimento em setores geradores de Divisas”. CEPAL/IPEA. Brasília, abril de 2006.

⁹MCT – Ministério da Ciência e Tecnologia. Nota Técnica. MEDEIROS, C.M. “Identificação de Instrumentos de Governo e de Mecanismos de Mercado para estimular gastos com P, D & I das empresas”. Brasília, outubro de 2007.

As PLIs – Plataformas Logísticas Integradas – constituem a grande inovação na área de logística do Brasil. As PLIs são grandes complexos de atividades constituídos de: estação aduaneira, delegacia da Receita Federal; centro de serviços dotado de agências bancárias, escritórios de despachos alfandegários, treinamento profissional; posto de saúde e de farmácia; mini-distrito ou de entreposto industrial; estação de transportes intermodais (rodovias/ferrovias); equipamentos para movimentação de cargas; balanças rodoviária e ferroviária; estrutura de armazenagem; de rede de informações sobre cargas e descargas de contêineres via internet; etc.

Elevadas rentabilidades obtidas pelas PLIs resultam do aproveitamento de sinergias, de complementariedades e de avanços tecnológicos na movimentação de cargas, no transporte rodo-ferroviário integrado, nos serviços centralizados, etc. e oferecem oportunidades para o governo direcionar a canalização de dotações orçamentárias dos bancos oficiais e dos fundos de pensão para PLIs estrategicamente localizadas e, por conseguinte, têm sido altamente atrativos para investidores institucionais, particularmente para fundos de pensão do Brasil e do exterior, o que pode dinamizar PPPs – Parcerias Público-Privadas.

Para concretizar, na velocidade desejada, a estruturação de tais fundos, o governo deverá conceder desonerações fiscais totais ou parciais para lucros resultantes das aplicações dos referidos fundos, à semelhança do tratamento tributário já dispensado aos fundos de pensão e aos fundos investimentos em participações.

3 – DUALIDADE CONTEMPORÂNEA, DESEMPENHO EMPRESARIAL E GERAÇÃO DE EXCEDENTES FINANCEIROS NO BRASIL

No início da década de 1980, Rangel¹⁰ em “*Recursos Ociosos e Política Econômica*” identificou tanto o esgotamento da capacidade de investir do setor público (Orçamento Geral da União, Empresas Estatais e Empresas Públicas), quanto, do outro lado, uma crescente dotação de recursos ociosos em acumulação pelo setor privado. Procurou mostrar as potencialidades e as necessidades de promover a canalização de recursos excedentes privados para o financiamento de investimentos setoriais intensivos em capital e de projetos fundamentais de infra-estrutura no Brasil.

Rangel desenvolveu, em suma, o conceito de dualidade básica constituída dos pólos de ociosidade e de antiociosidade no contexto da teoria de ciclos econômicos de médio e longo alcances. Em termos operacionais, propôs mudanças no estatuto das hipotecas, de modo a viabilizar garantias para dinamizar concessões de serviços públicos, visando promover investimentos de empreendimentos privados, especialmente em infra-estrutura. “No Brasil, como em outras economias capitalistas, o enquadramento jurídico típico para as unidades representativas de tais unidades envolve o estatuto de concessão de serviços públicos operando nas condições de (custo pelos serviços prestados)”.

¹⁰RANGEL, Ignácio. *Recursos Ociosos e Política Econômica*. São Paulo, 1980.

A concepção de Rangel, possibilita constatar que o Brasil apresenta, no momento atual, um novo quadro que pode ser denominado como de “Dualidade Contemporânea”.

É nítida a existência de um pólo de ociosidade que concentra recursos excedentes ou até mesmo ociosos, que é constituído de:

- bancos/instituições financeiras (seguradoras/fundos de pensão/administradoras de planos de previdência), que têm obtido lucros crescentes durante os últimos 20 anos;
- rentistas nacionais: 10% da população, que sempre se apropriaram de mais de 50% dos fluxos anuais da renda nacional (46% em 2006, segundo a última Pesquisa Nacional de Amostragem Domiciliar do IBGE/PNAD) e que têm propensão média a consumir 60% de sua renda. Logo, poupam os outros 40%, que equivalem a 20% da renda nacional;
- detentores de riquezas financeiras e patrimoniais acumuladas que geram efeitos-riqueza na forma de juros, lucros, dividendos, aluguéis;
- rentistas do exterior (especuladores e investidores de curto prazo) do exterior que, devido aos elevados juros reais praticados no Brasil, em comparação com o resto do mundo realizam aplicações financeiras de curto prazo (capitais externos voláteis) no mercado financeiro brasileiro;
- multinacionais, as quais, sempre que os juros reais estão elevados no Brasil e, ao mesmo tempo, o real está valorizado, antecipam vultosas remessas de lucros e de dividendos para o exterior; e
- governos, os quais, mesmo administrando escassez, não são capazes de definir as melhores prioridades e de otimizar a alocação de recursos públicos.

De outro lado, é também nítida a existência de um pólo de antiociosidade que reúne setores que demandam elevados requisitos de investimentos:

- extratos sociais de baixo poder aquisitivo que devem ser incluídos na sociedade de consumo de bens essenciais por meio da apropriação de parcelas da renda e da riqueza das camadas sociais, que historicamente, concentram renda no Brasil e devem financiar programas de transferência de renda como o Bolsa Família, Restaurantes e Farmácias Populares, acesso a luz elétrica, Previdência Universal, etc.;
- segmentos sociais que, ao serem contemplados, tanto através de programas de moradia popular, de transportes coletivos, de saneamento básico, de segurança alimentar, de saúde e de educação, quanto mediante adequadas políticas de criação de emprego, de recuperação do salário mínimo e do salário real, de linhas específicas de crédito; aumenta seus níveis de poder aquisitivo para aquisição de bens de consumo duráveis;
- setores de infra-estrutura: energia, saneamento básico, rodovias, ferrovias, portos e logística de um modo geral, setores que são capazes de otimizar o aproveitamento de sinergias, complementaridades e externalidades empresariais setoriais e regionais;
- segmentos produtivos e serviços públicos que demandam significativos avanços tecnológicos;
- cadeias intersetoriais, que oferecem oportunidades concretas para ampliar vantagens comparativas e competitividades sistêmicas por adensamento e,

principalmente, por enobrecimento de elos significativos para as relações intersetoriais e interregionais.

Logo, é estratégico, mobilizar, adequadamente, os mecanismos operacionais disponíveis e, ao mesmo tempo, criar novos instrumentos institucionais capazes de promover a transferência de recursos excedentes do pólo de ociosidade para financiar investimentos em setores que constituem o pólo de antiociosidade, o que poderá impedir, ou pelo menos minimizar, riscos de fortalecimento do rentismo, de avanços do capital financeiro e do envio de recursos escassos para fora do Brasil, como observado em períodos com semelhantes características.

Os fundos de pensão; seguradoras; instituições financeiras de um modo geral; rentistas; e, também, corporações industriais, grandes empresas de agronegócios, até mesmo de serviços, de energia e de logística; vêm experimentando, desde últimos meses de 2003, expansão de suas receitas líquidas e de lucros, de significativas reduções do endividamento, o que estimula e viabiliza investimentos em expansão da capacidade, em modernização tecnológica, em diversificação da produção e em estruturação de suas próprias logísticas para otimizar seus processos de distribuição e de comercialização.

A evolução dos principais indicadores recentes (2003 a 2007), merecem destaques: o Ebitda (lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização) de um crescente grupo de empresas sobe, de forma sustentada, desde 2000. A relação entre o caixa e a dívida de curto prazo vem crescendo, significativamente, o que resulta em uma geração de caixa mais do que suficiente para pagar as dívidas de curto prazo e para alavancar novos investimentos. A relação entre a dívida e o Ebitda vem caindo, ao mesmo tempo, que o pagamento de juros fica relativamente menor. Por conseguinte, as empresas têm a mais forte posição de caixa dos últimos cinco anos. Apresentam condições de liquidez mais robustas, o que é importante em um país sujeito à volatilidade. Por outro lado, a dívida em dólares vem diminuindo, o que torna as empresas ainda menos vulneráveis às oscilações do câmbio.

Cale ressaltar, também, que as melhorias não estão restritas ao universo das maiores empresas analisadas pelas agências de classificação de riscos. As análises de balanço, anualmente realizadas pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), também detectam reduções do endividamento e dos encargos financeiros, bem como de aumentos das rentabilidades sobre ativos e das receitas líquidas de empresas de médio e de pequeno porte.

Além disso, as empresas brasileiras de grande, de médio porte, bem como as pequenas de base tecnológica, vem atraindo o interesse de fundos de investimentos internacionais específicos (Venture Capital e Private Equity) e contam, portanto, com recursos disponíveis nos mercados de financeiros domésticos e internacionais, o que resulta em melhores condições de financiamento.

Os aperfeiçoamentos financeiros, econômicos e contábeis que o mercado denomina como fundamentos das empresas – redução do endividamento, aumentos das receitas e das lucratividades, revelam, uma crescente expansão da capacidade de investimentos das empresas privadas e das estatais no Brasil durante todo o período de 2003 a 2007, o que induz a melhores avaliações pelas agências de riscos e oferecem

oportunidades para captar e oferecer recursos para clientes através de linhas de créditos. As montadoras, as grandes redes de varejo, de supermercados, de grandes construtoras habitacionais, entre outros, são exemplos de setores que tendo recorrido ao mercado de capitais para captar recursos e para oferecer linhas de crédito para seus clientes, e assim conquistar fatias de mercado.

É importante registrar, por outro lado, uma preocupante tendência, também já observada em outros períodos semelhantes aos atuais no Brasil. Várias empresas têm postergado projetos mais ousados de investimentos, e o mais grave, intensificam aplicações financeiras no exterior e/ou, no caso de multinacionais, antecipam remessas de lucros para suas matrizes. Além disso, alguns fundos de pensão já começam a desinvestir e a usar reservas atuariais excedentes para reduzir as contribuições, tanto dos participantes, quando dos patrocinadores. Com certeza, os juros reais ainda muito elevados e a valorização do real em relação ao dólar agravam este procedimento.

Além disso, mesmo que a redução da lucratividade das exportações esteja sendo compensada pela elevação dos preços internacionais de commodities e/ou pelas receitas obtidas com aplicações de recursos financeiros resultantes de adiamentos sobre Contratos de Câmbio (ACCs), as taxas de crescimento das exportações já vem sendo, cada vez mais inferiores a expansão das importações devido a forte apreciação do real frente ao dólar.

4 – O PROCESSO DE FINANCEIRIZAÇÃO (X) O PAPEL DO GOVERNO PARA CANALIZAR RECURSOS OCIOSOS PARA INVESTIMENTOS

O panorama atual dos mercados financeiros liberalizados tem impulsionado o enriquecimento a curto prazo em lugar de estimular maior expansão de investimentos produtivos.

O aumento da riqueza não têm sido obtidos via produção de bens e serviços com menor intensidade do que obtidos pelas aplicações financeiras. Em outras palavras, as finanças não são neutras, mesmo no longo prazo na medida em que influenciam a alocação da poupança entre suas formas produtiva e improdutiva.

Ademais, poupanças investidas em transferências de propriedade de ativos já existentes são improdutivas, pois não se destinam ao financiamento dos investimentos das empresas. Os capitais simplesmente mudam de mão sem que o estoque de riqueza tenha efetivamente aumentado.

“Em geral, os mercados financeiros proporcionam diversos produtos e serviços que não só respondem à busca de alternativas às mobilizações no setor produtivo, mas funcionam de modo aparentemente paradoxal. Por um lado facultam o acesso a recursos financeiros que possibilitam a expansão do investimento produtivo, mas de outro, depender das especificidades do RMF (Regime Monetário-Financeiro) vigente, proporcionam o acesso a ativos imateriais, o que implica na alocação improdutiva de lucros das empresas e das rendas das famílias em financeirização” (Aglietta/2001).

No caso brasileiro, pode-se estimar a parcela do lucro líquido empresarial que foi efetivamente investida. Trata-se da parte dos lucros que não foram consumidos nem

convertidos em ativos financeiros, pois se destinaram à formação de capital fixo. A taxa de acumulação é dada pela razão entre o investimento (formação bruta de capital fixo) e o estoque de capital fixo produtivo. Por sua vez, a taxa de lucro é calculada como a razão entre a massa de lucros e esse mesmo estoque de capital. Portanto, a divisão entre a taxa de acumulação de capital e a taxa de lucro fornece uma estimativa da percentagem investida dos lucros empresariais, isto é, a parte da poupança das empresas que de fato financiou os novos projetos de investimentos, por exemplo, em ampliação da capacidade produtiva instalada (Pinho Bruno, M. A., Revista Inteligência, Ano X, nº 39 de dezembro/2007).

Pinho Bruno estimou que a evolução de longo prazo da proporção investida dos lucros médios mostra que esta razão ultrapassa os 60% no período de alto crescimento econômico, 1951-1979. Mas a partir de 1980, entra em uma trajetória de queda acentuada e tendencial, atingindo os 32,6% no ano de 2006. Obviamente, cabe indagar-se sobre as destinações dos restantes 67,4% de lucro gerado nas atividades diretamente produtivas. Uma parte certamente foi consumida em bens de luxo por parte das classes de mais alta renda da sociedade brasileira. Outra parte foi absorvida sob forma de tributos, mas termina, em grande proporção, retornando aos detentores de capital, porque é o Estado o principal pagador da renda de juros aos segmentos rentistas nacionais e estrangeiros. Uma terceira parte vai realimentar, diretamente, o circuito da acumulação rentista e patrimonial e, conseqüentemente, entrar o crescimento econômico do país, porque impede a elevação da taxa de acumulação de capital fixo produtivo.

O autor realizou, um conjunto de testes econômicos foram realizados para se medir a influência da renda de juros e da taxa de lucros sobre a evolução de longo prazo da taxa de acumulação de capital fixo produtivo. Os principais resultados foram reunidos no Quadro abaixo:

QUADRO: IMPACTOS DAS TAXAS DE LUCRO E DE FINANCEIRIZAÇÃO SOBRE A ACUMULAÇÃO DE CAPITAL FIXO PRODUTIVO [1970-2005]

PERÍODOS	ESTIMATIVAS
[1970-1989]	Taxa de acumulação = $-4,2 + 1,9 \times \text{Taxa de lucro} + 0,04 \times \text{Taxa de financeirização (n.s)}$
[1994-2005]	Taxa de acumulação = $-5,0 + 0,01 \times \text{Taxa de lucro} - 0,2 \times \text{Taxa de financeirização (n.s)}$

Fonte: Pinho Bruno, M. A., Revista Inteligência, Ano X, nº 39 de dezembro/2007.

Nota: (n.s) representa uma estimativa não estatisticamente significativa. As variáveis foram tomadas em logaritmo natural. Foi utilizada a razão de rendimento financeiro acumulado / renda disponível bruta como taxa de financeirização. Os anos de 1990 a 1993, foram retirados da amostra porque são atípicos em razão do Plano Collor e da alta inflação deste subperíodo.

Segundo Pinho Bruno: “o período 1970-1989 inclui tanto o apogeu e a crise do “milagre brasileiro”, quanto a primeira fase de financeirização por inflação. No que concerne às elasticidades de longo prazo, o coeficiente relativo ao termo que capta a financeirização não é estatisticamente significativo, mas sim o do coeficiente da taxa de lucro, relevando uma elevada sensibilidade da taxa de acumulação de capital fixo produtivo às variações da taxa de lucro (1,9). Ressalte-se que este resultado é coerente com o fato dessas variáveis permanecerem com correlação positiva até o início das mudanças estruturais dos anos 90. Já no período 1994-2005, lucro e acumulação se

desconectam e o coeficiente relativo à taxa de lucro não é mais estatisticamente significativo, mas sim o coeficiente relativo à taxa de financeirização, que é agora negativo (-0,2). Um aumento de 10% da riqueza financeira como percentagem da renda disponível bruta reduz a taxa de acumulação produtiva em cerca de 2%. Embora o valor dessa elasticidade não seja elevado, este resultado deve ser interpretado juntamente com o fato de que, neste período, a taxa de acumulação de capital fixo produtivo perdeu sua sensibilidade à taxa média de lucro da economia brasileira. Conseqüentemente, esses resultados reforçam as evidências empíricas de que o atual regime de acumulação e de crescimento econômico no Brasil permanece bloqueado pelas finanças” (Pinho Bruno, M. A., Revista Inteligência, Ano X, nº 39 de dezembro/2007).

Em 2006 e, principalmente em 2007, devido ao elevado crescimento dos investimentos e do significativo desempenho da indústria liderado pelo setor de máquinas e equipamentos, é possível que mais de 40% dos lucros empresariais tenha sido utilizados na formação bruta de capital fixo, mais o que ainda está longe de alcançar 60%, que é o índice necessário para garantir a evolução do setor produtivo e minimizar a financeirização dos recursos excedentes que tem expandido, notadamente desde 2003.

Logo, é nítido e pragmático, que cabe ao Governo comandar a canalização dos excedentes financeiros que vêm sendo obtidos pelas empresas privadas nacionais e multinacionais, pelas estatais, assim como pelos fundos de pensão, fundos mútuos de investimentos e pelos rentistas, para o financiar novo ciclo de investimentos no Brasil.

No que diz respeito a mudança de postura do Banco Central, cabe chamar a atenção que, assim como estudos de demanda que orientam a política de juros para controle da inflação, o Banco Central, em parceria com o IPEA, BNDES, BB e CEF, poderá realizar estudos prospectivos capazes de projetar as necessidades de elevação da capacidade produtiva de setores mais sensíveis em cada estágio de crescimento da renda e, assim, flexibilizar seletivamente depósitos compulsórios de modo a canalizar recursos oriundos das reservas bancárias para elevar a oferta antes mesmo de quaisquer pressões da demanda. Além disso, caberá ao Banco Central aperfeiçoar seus sistemas de avaliação de riscos do sistema bancário através de profundos estudos de portfólios dos ativos e das composições dos passivos de cada instituição financeira e, deste modo, evitar crises financeiras sistêmicas, a exemplo da recente crise americana.

Neste contexto, o Governo deve, também, promover mudanças estruturais no Banco Central com o objetivo de capacitá-lo compatibilizar o controle da inflação com o crescimento econômico e coordenar as ações da SPC – Secretaria de Previdência Complementar – e dos Bancos Oficiais (BNDES, BB, CEF, BNB, BASA) visando criar mecanismos institucionais capazes de desonerar e, ao mesmo tempo, estimular a dinamização da indústria de fundos de investimentos de modo a torná-los aptos a captar os excedentes financeiros e canalizá-los para o financiamento de programas prioritários de infra-estrutura, da PITCE – Política Industrial, Tecnológica e de Comércio Exterior – e de agronegócios.

Entre tais proposições vale ressaltar: a criação de uma Empresa Nacional de Ativos (PROBR – PROBRASIL), a dinamização da indústria de fundos de investimentos e a mudança de postura do Banco Central.

A PROBR – holding estatal com capital social de cerca de R\$ 500 bi integralizados com as ações do Banco do Brasil, da CEF, do BNB, do BASA, da Petrobrás, da Infraero, da Eletrobrás, do IRB, etc. – pertencentes ao Tesouro Nacional, o qual teria como contrapartida as ações da PROBR, poderá captar aproximadamente R\$ 200 bi através do lançamento de debêntures não-conversíveis ou outros títulos mobiliários com base no fluxo de caixa de 10 a 15 anos resultante de dividendos (as estatais mencionadas vêm recolhendo mais de R\$ 20 bi por ano desde 2006).

Quanto a dinamização da indústria de fundos de investimentos, o governo poderá promover desonerações fiscais para incentivar a criação de fundos de investimentos em participações de acordo com as prioridades do PAC – Programa de Aceleração do Crescimento – e também da nova PITCE – Política Industrial, Tecnológica e de Comércio Exterior – que está em fase final de elaboração.

5 – BIBLIOGRAFIA

- CASTRO, Lavinia Barros de. *Basiléia II: questões pendentes que interessam ao Brasil. BNDES – Visão do Desenvolvimento*, nº 34, 9 de agosto de 2007.
- CHESNAIS, François. *A Finança Mundializada. “Os Fundos de Pensão e os Fundos Mútuos: principais atores da finança Mundializada e do novo pode acionário”*. Catherine Sauviat, São Paulo, 2005, p. 109-111.
- DAVIDSON, P. Finance. Funding, saving, and investment. *Journal of Post Keynesian Economics*, New Brunswick, v. 9, nº 1, p. 101 – 110, Fall, 1986.
- HILDERDING, R. *O capital financeiro*. São Paulo: Abril Cultural, 1985. (Os economistas).
- IPEA: Prêmio IPEA-CAIXA – 2007. MEDEIROS, C. M. 1º lugar no Concurso de Monografias – Tema: Os Bancos Universais Contemporâneos (BUCS) No Brasil – Motor de um Novo Ciclo de Desenvolvimento. Categoria: Sistema Financeiro e Desenvolvimento Econômico Brasileiro. Novembro de 2007.
- KEYNES, J. M. Alternative theories of the iate interest. *Economic Journal*, London, June, 1973a.
- MCT – Ministério da Ciência e Tecnologia. Nota Técnica. MEDEIROS, C.M. “Identificação de Instrumentos de Governo e de Mecanismos de Mercado para estimular gastos com P, D & I das empresas”. Brasília, outubro de 2007.
- MEDEIROS, C. M. “Banco Universal Contemporâneo – Uma estratégia para financiar investimentos – O Papel do Banco do Brasil, dos demais bancos oficiais e dos Fundos de Pensão”. Rio de Janeiro. Editora Insight, 1996.
- MEDEIROS, C. M. “A Dualidade Contemporânea no Brasil – Estratégias para Financiar um Novo Ciclo Virtuoso e Duradouro de Crescimento” – organizado pela ABDE (Associação Brasileira de Bancos de Desenvolvimento) (Rio de Janeiro, 2006).
- MEDEIROS, C.M. “Políticas de Apoio Governamental à realização de Grandes Projetos de Investimento em setores geradores de Divisas”. CEPAL/IPEA. Brasília, abril de 2006.
- MINSKY, H. P. *Can it happen again? Essays on instability and finance*. New York: Sharpe, 1982, 301 p.
- RANGEL, Ignácio. *Recursos Ociosos e Política Econômica*. São Paulo, 1980.

- REZENDE, Marco Flávio da Cunha. O Circuito finance – investimentos – poupança – funding – em economias abertas. *Revista de Economia Política*, vol. 28, nº 1 (109), pp. 136-154, janeiro-março/2007.
- SCHUMPETER, J. A. A teoria do desenvolvimento econômico. São Paulo, Editora Abril, 1982. (Os economistas).
- STEINDL, J. Maturidade e estagnação no capitalismo americano. São Paulo: Abril Cultural, 1985. (Os economistas).
- TAVARES, M. A. R.; CARVALHEIRO, N. O Setor Bancário Brasileiro: alguns aspectos do crescimento e da concentração. São Paulo FIPE/USP, 1985.
- TAVARES, M. C em: “Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro” – Ensaio sobre Economia Brasileira (Rio de Janeiro, 1972).
- ZYSMAN, J. Governments markets and growth. Financial systems and the politics of industrial change. Ithaca: Cornell University Press, 1983.