

Textos para Discussão

TD-IEA n.28/2011

O FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO NA ECONOMIA BRASILEIRA¹

FINANCING THE INVESTMENTS IN THE BRAZILIAN ECONOMY

Samira Aoun²

Junho 2011

¹Registrado no CCTC: 02/2011.

²Economista, Mestre, Pesquisadora Científica do Instituto de Economia Agrícola (IEA/APTA/SAASP).



RESUMO: O objetivo deste artigo é verificar o estágio atual da estrutura de financiamento para investimento das empresas no Brasil. Parte-se de uma metodologia científica histórico-dedutiva da evolução da economia brasileira após a segunda guerra mundial e utiliza-se de dados atuais do Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial e da Associação Brasileira de Marketing Rural & Agronegócio. Verifica-se que utilização de lucros retidos ainda é uma fonte de financiamento de investimento importante das grandes empresas no Brasil. Fontes de endividamento externas superam as fontes internas. O investimento na agricultura é em grande medida feito com recursos próprios e por fontes oficiais de financiamento.

Palavras-chave: autofinanciamento, sistema público de financiamento, recursos externos.

ABSTRACT: The purpose of this paper is to check the current stage of the financing structure for business investment in Brazil. It starts with a historical-deductive scientific methodology of the evolution of the Brazilian economy after World War II and uses current data from the Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial e da Associação Brasileira de Marketing Rural & Agronegócio. It is verified that the utilization of retained profits remains a source of funding for capital investment from large companies in Brazil. Foreign sources of debt overcome the internal sources. Investment in agriculture is a great extent made with the own resources and public sources of financing.

Key-words: self-financing system, public finance, foreign resources.



1 - INTRODUÇÃO

As formas de financiamento de investimento se revestem de grande importância ao desenvolvimento econômico. O impulso fundamental que inicia e mantém o desenvolvimento econômico, em uma economia de mercado, decorre de inovações que geram mudanças estruturais, seja nos hábitos dos consumidores, no sistema de produção, nas relações internacionais, nas fontes de suprimento e na organização de mercado. Tais mudanças têm a capacidade de promover uma mudança tecnológica e conduzir ao desenvolvimento econômico. A função do crédito consiste em habilitar o empreendedor a deslocar os bens de produção de que necessita de utilizações anteriores para novos produtos ou processos produtivos ou mesmos em novas formas organizacionais. (SCHUMPETER, 1934)

A capacidade de expansão dos negócios da economia está associada à taxa de investimento, tanto sob a forma de reposição quanto sob a forma de novos investimentos. O investimento, por sua vez, está associado à capacidade de geração interna de recursos via lucros retidos e ao acesso das empresas às formas de financiamento de longo prazo existentes, incluindo o mercado de capitais e o mercado de crédito bancário. A acumulação de capital ou geração interna de recursos serve tanto para financiar novos investimentos como para facilitar a captação de novos empréstimos por meio de aumento da garantia de pagamento dos empréstimos ou pela redução do risco da emissão de novas ações de forma que eleve o mercado para esses papéis.

No Brasil, a demanda por crédito de investimento que recorre aos bancos oficiais é muito intensa embora se propicie a diversificação da oferta de recursos financeiros por meio de mudanças institucionais em seu aparato jurídico. O sistema financeiro nacional tem inovado no sentido de diversificar as possibilidades de obtenção de recursos para atender as necessidades da economia.

A forma de financiar a expansão das empresas brasileiras é tema de interesse por estar associada ao desempenho macroeconômico e ao crescimento econômico.

Dessa forma, o objetivo deste artigo é verificar o estágio atual da estrutura de financiamento para investimento das empresas no Brasil. Pretende-se verificar o estágio atual da composição de capital da economia brasileira e suas transformações ao longo do tempo.

O método científico histórico dedutivo da economia brasileira será utilizado. Para tanto será feita uma análise de bibliografia sobre o tema, contendo uma evolução histórica da economia brasileira após a segunda guerra mundial. Esse histórico do

desenvolvimento brasileiro a partir do pós-guerra fornece elementos que permitem avaliar o estágio atual de seu desenvolvimento.

Utiliza-se de dados secundários do Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial, IEDI, para a grande indústria e do perfil comportamental do produtor rural brasileiro fornecido pela Associação Brasileira de Marketing Rural & Agronegócio, ABM&A.

2 - A EVOLUÇÃO DA ECONOMIA BRASILEIRA

O desenvolvimento econômico brasileiro baseado na industrialização, como forma de combater a pobreza, foi impulsionado após a segunda guerra mundial, através da implantação de uma indústria nacional integrada com uma indústria de base.

A fim de incentivar a criação de novas indústrias, de amparar as indústrias nascentes e de proporcionar às que já estavam fixadas no país o tempo necessário para reabilitarem suas condições técnicas, recomendava-se uma tarifa aduaneira de proteção às indústrias nacionais até tornarem-se independentes e dispensar a proteção. (PREBISCH, 1949).

A política industrial foi formulada para a eliminação da concorrência internacional, em mercados previamente selecionados, com o intuito de permitir e estimular o desenvolvimento da produção doméstica. Na implantação dessa indústria, reforçava-se a necessidade da atuação direta e indireta do Estado em função da participação inexpressiva da iniciativa privada nacional.

Assim, no Brasil, a industrialização esteve associada à criação de empresas estatais destinadas a produção de bens intermediários de uso generalizado e a suprir os serviços de infra-estrutura. Às filiais de grandes empresas internacionais coube atuar nos setores mais dinâmicos da indústria de transformação, que eram a de bens de consumo duráveis e a de bens de capital. O capital nacional obteve espaços de valorização no setor bancário, engenharia de projetos, construção civil, etc. (LESSA e DAIN, 1982).

Neste processo, ampliaram-se as necessidades de financiamento do setor industrial nascente que demandava recursos de curto e médio prazo para o capital de giro bem como recursos de maturação mais longa direcionados a investimentos de maior escala, como os serviços de infra-estrutura. Investimentos em ampliação, diversificação e modernização da indústria de base eram necessários.

Para tanto, criou-se em 1952 o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico, o BNDE, atual BNDES, com o objetivo de servir como indutor da atividade econômica





especializado na oferta de empréstimos de recursos públicos em longo prazo e com risco. Seus recursos provinham de um adicional sobre o imposto de renda e das reservas técnicas das companhias de seguro e de capitalização. As demais necessidades eram atendidas pelo sistema financeiro tradicional, que trabalha com a visão do curto prazo e do lucro imediato.

As empresas privadas contavam com duas fontes básicas para a expansão de seus investimentos: o autofinanciamento e o acesso a capitais do exterior. A capacidade de autofinanciamento das grandes empresas industriais esteve associada a estrutura de mercado oligopolizada, aos regimes salariais que não acompanhavam os aumentos de produtividade bem como às concessões de estímulos cambiais, fiscais, tarifários e creditícios pelo governo que garantia a lucratividade. Os recursos do exterior destinavam-se para complementar as empresas de capital estrangeiro sob a forma de capital de risco, de financiamento às importações e de empréstimos em moeda. A utilização de recursos do exterior pelas filiais de empresas internacionais decorre das estratégias globais das matrizes bem como das condições internas de concorrência e de valorização dos capitais. (CRUZ, 1994)

Em suma, a resposta ao estrangulamento externo causado pela II guerra mundial foi dada por estímulo à produção interna do que antes era importado com grande esforço de acumulação de capital. Com a estratégia adotada, o Brasil passou por uma fase de rápidas transformações, de uma economia tipicamente agrária para uma economia industrial apresentando elevado crescimento econômico.

2.1 - Reformas financeiras da década de sessenta e o “milagre econômico” até 1973

Reformas financeiras foram implantadas pelo governo no período 1965/67 com o objetivo de reorganizar o sistema financeiro. Pretendia-se criar condições para possibilitar o financiamento público e privado de longo prazo, pela constituição de um sistema diversificado, no qual o segmento bancário privado e o financiamento apoiado no mercado de capitais interagissem.

Criou-se o Banco Central do Brasil, o Conselho Monetário Nacional, e tentou-se reestruturar os bancos de investimentos, enquanto instrumentos de desenvolvimento do mercado acionário. Lei do Mercado de Capitais definia as regras de atuação das demais instituições financeira, quer sejam: a Bolsa de Valores, Corretoras e Distribuidoras. Estas foram regulamentadas e subordinadas ao Banco Central.

Também foi criado o Sistema Financeiro de Habitação e o Banco Nacional da Habitação para suprir o setor habitacional. Para modernizar o setor agropecuário criou-



se o Sistema Nacional de Crédito Rural que deveria compensar, auxiliado por subsídios explícitos no custo dos recursos, o racionamento creditício a que o mercado submetia o setor. Além disso, foi criada a Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional, ORTN, com objetivo de viabilizar o desenvolvimento do mercado de títulos públicos com vistas ao financiamento do déficit público e possibilitar operações de mercado aberto. A variação da ORTN determinava a correção monetária, instituída na reforma, para estimular a poupança e a capacidade de financiamento da economia.

As reformas tidas como marco na história recente do desenvolvimento financeiro brasileiro objetivaram eliminar obstáculos ao processo de acumulação de capital, respeitando as estruturas definidas na década anterior, com diversos incentivos fiscais para dinamizar este segmento. (Cruz, 1994)

Nessa reforma, os recursos oficiais do BNDES passaram a ser orientados ao setor privado, e as empresas públicas foram redirecionadas a buscar por fontes de financiamento no exterior. A desvinculação financeira das empresas públicas aos recursos oficiais foi compensada por uma política de realismo tarifário, o que conduziu a elevado grau de autofinanciamento dessas empresas até 1973.

As reformas propiciaram a recomposição das condições do setor público e o atendimento aos interesses dos capitais privados através do alargamento do crédito de consumo. Entretanto, o mercado de capitais não deslanchou e a inibição do desenvolvimento do mercado acionário e de linhas privadas de crédito de longo prazo é atribuída ao poder de mobilização de fundos das grandes empresas industriais privadas, que contavam com o acesso a recursos do exterior (CRUZ, 1994).

O crescimento que se verificou no período de 1968 a 1973, conhecido por período do milagre econômico, foi motivado pela retomada do investimento público em infraestrutura, aumento da demanda por bens duráveis, crescimento da construção civil e das exportações, resultante da execução do I Programa Nacional de Desenvolvimento formulado pelo governo.

No período de 1974 a 1979, na execução do II Programa Nacional de Desenvolvimento formulado pelo governo, a política de preços e tarifas tornou a ser usada como instrumento anti-inflacionário o que conduziu a necessidade de fontes externas para o financiamento dos projetos das empresas estatais. A elas competia realizar investimentos no setor de insumos modernos e de bens de capital.

Assim, por pressão dos preços, as estatais tiveram contenção de suas tarifas. Facilitados pela conjuntura de liquidez do mercado internacional, recorreram aos recursos do exterior, provocando agigantamento da dívida externa, o que provocaria a crise do endividamento externo dos anos oitenta.



Na década de setenta o grau de endividamento médio da grande empresa privada se situou em patamar elevado, atingindo níveis próximos a 60% de recursos de terceiros (PEREIRA, 2000)

A partir dos anos 80 o ritmo da economia brasileira arrefeceu. O baixo desempenho da economia brasileira neste período está associado à redução na taxa de investimento e lento ritmo de aumento do produto global, especialmente na indústria de transformação. A baixa produtividade do capital torna-se um limitador ao crescimento brasileiro porque aumenta a quantidade de capital necessária para gerar o produto e o capital é um fator escasso. (DE NEGRI, 2005).

2.2 - Década de oitenta: ruptura do mercado de crédito

Transformações no cenário internacional, com a duplicação dos preços do petróleo e a elevação das taxas de juros internacionais, elevaram a vulnerabilidade externa da economia brasileira, devido à magnitude do endividamento externo. Ademais, a moratória mexicana de 1982 conduziu a mudanças bruscas das condições de financiamento externo e acarretou o racionamento do crédito, que se estendeu por toda a década de 80.

A ruptura do mercado de crédito reduziu significativamente os investimentos diretos estrangeiros ao Brasil. As transformações observadas na economia internacional, relativas à ordem geopolítica, à reorganização dos espaços econômicos, aos requisitos técnico-organizacionais, dentre outros, reduziram a posição do Brasil enquanto área preferencial de atuação das empresas internacionais.

Em função disto, as filiais de empresas estrangeiras reduziram a mobilização de recursos do exterior em função da estratégia global das respectivas matrizes e de expectativas desfavoráveis quanto à ampliação de capacidade produtiva no mercado doméstico. O ajuste financeiro efetuado diante da instabilidade crescente foi o de reduzir o nível do endividamento das firmas, reforçando o papel do autofinanciamento como mecanismo de mobilização de recursos. (PEREIRA, 2000).

As grandes empresas industriais do setor privado cortaram seus planos de expansão, procuraram elevar a participação das exportações em seus fluxos de caixa, reduziram os níveis de estoques retidos, ampliaram seus mark-ups e preservaram a rentabilidade. Os lucros retidos, em um quadro de baixo ritmo de crescimento, foram canalizados para reduzir o endividamento, para a remessa ao exterior e para aquisição de ativos de curto prazo.

A participação de recursos de terceiros na composição do financiamento da



grande empresa privada cai de 57% em 1980 para cerca de 40% em 1986 e para 37,9% em 1991 (PEREIRA, 2000).

Por sua vez, para as empresas estatais a principal consequência da desorganização das condições de financiamento do investimento foi a deterioração dos serviços de infra-estrutura, com efeitos desfavoráveis sobre a competitividade da indústria e da economia como um todo.

Na segunda metade da década de 80 consolida-se a estagnação da década e o agravamento do desequilíbrio fiscal do setor público, ao mesmo tempo em que sucessivos planos de estabilização da economia, através de congelamento de preços e salários, demonstravam sua ineficácia ao combate à inflação e na retomada do ritmo de crescimento econômico.

Neste contexto, surge um movimento de liberação das relações financeiras do Brasil com o exterior como um processo contínuo avançando ao longo dos anos 1990 e 2000 nas mudanças no marco regulatório relativas ao ingresso de recursos externos, saída de recursos e conversibilidade da moeda. As mudanças na legislação brasileira procuraram adaptá-la a nova realidade imposta pela globalização por meio de instrumentos estruturais como ampliação dos canais institucionais e das possibilidades de alocação dos recursos estrangeiros. (BIANCARELLI, 2003).

Dessa forma, reformas estruturais foram empreendidas com objetivo de aumentar a produtividade por meio da redução da interferência governamental no mercado e da maximização da competitividade na economia.

2.3 - Década de noventa: reinserção brasileira aos mercados financeiros internacionais

As reformas liberais da década de noventa, comercial e financeira, orientadas para o mercado, caracterizaram-se pela redução de barreiras tarifárias e não tarifárias e a atração de poupança externa. Em 1994 é implantado programa de estabilização, o Plano Real, que reduziu as taxas de inflação usando as âncoras cambiais. Neste regime, a taxa de juros tornou-se o instrumento de política monetária mais importante.

A privatização foi incentivada através do Programa Nacional de Desestatização, PND. Os objetivos da política de privatização do Brasil foram basicamente o ajuste patrimonial, recuperação do nível de investimentos e eficiência microeconômica pela passagem dos ativos públicos para agentes privados. O marco desse processo pode ser atribuído à venda do setor siderúrgico, que fora implantado após a II GM, pelo governo.

O auge do programa ocorreu entre 1997 e 1998, com as grandes privatizações atraindo grande fluxo de investimento direto para o Brasil, o que ajudou a financiar o



elevado déficit em conta corrente do país bem como evitar a explosão da dívida pública.

O aporte financeiro para a reestruturação industrial veio do exterior e também do BNDES. Mudanças, associadas à emergência da globalização, que se sustenta na abertura econômica, estabilização e redefinição do papel do Estado, começaram quando o BNDES se tornou a instituição gestora do Programa Nacional de Desestatização. Assim sendo, o banco passou a financiar os setores de infra-estrutura privatizados, a apoiar o processo de reestruturação industrial, a atuar como agência de financiamento às exportações, a estimular os setores de tecnologia de ponta e a conceder também financiamento às empresas multinacionais. (PRATES, CINTRA e FREITAS, 2000)

Também, na década de noventa, foi promovida no Brasil, a desregulamentação dos mercados, através da liberação de um grande número de controles administrativos introduzidos durante o período de substituição de importação.

Política de controle a monopólios e proteção ao consumidor foram formuladas e se reduziram as restrições legais que limitavam a entrada de competidores no mercado, impondo controles de preços em diversos setores não comerciais. Criou-se um ambiente mais competitivo com o fim das limitações legais à entrada de concorrentes no mercado.

A reinserção brasileira aos mercados financeiros internacionais possibilitou às grandes empresas privadas ingressar neste circuito com uma retração dos custos associados à captação de recursos de terceiros denominados em moeda estrangeira, ligados à evolução das condições vigentes nos mercados financeiros e monetários das principais economias desenvolvidas.

Tal reinserção financeira externa, abertura comercial e alta instabilidade do período 1990 a 1993 frearam o processo de ampliação defensiva das margens de lucro. Neste período, a participação dos recursos de terceiros na composição do financiamento das estruturas ativas das firmas aumenta de 37,9% para 40,9%. Já no período de 1994 a 1998 a combinação de economia aberta, crédito externo abundante e estabilização com câmbio apreciado desativaram os mecanismos de ampliação defensiva colocando pressão restritiva sobre os mark-ups. A consequência disto foi o crescimento do grau de endividamento desejado das grandes empresas privadas que atinge 48,7% em 1998. (PEREIRA, 2000)

A queda dos níveis de proteção aos mercados domésticos causada pela liberação comercial acarretou uma mudança na percepção do custo implícito de geração de poupanças internas às firmas através da formação de preços. Parcela da elevação do grau de endividamento decorre do esforço das firmas de sustentarem a rentabilidade sobre o capital próprio, através de arbitragem financeira.

Também merece destaque neste período o maior dinamismo do mercado de

capitais, que em 1998 verificou um patamar record de número de 1.034 companhias abertas, utilizando como fonte alternativa de recursos pelas empresas para a realização de investimento de longo prazo de maturação.



2.4 - Primeira Década dos Anos 2000

Em fins da década de noventa, por pressão financeira, foi adotada a sistemática de metas de inflação para controle, com câmbio flutuante e crescente liberdade de movimento de capitais.

Nos anos 2000, nova mudança de orientação ocorre. O estado retoma o papel de indutor do desenvolvimento, buscando mobilizar o setor privado para a retomada do crescimento econômico. Foi lançado o Programa de Aceleração do Crescimento, PAC, que tem por finalidade promover investimentos em infra-estrutura para eliminar gargalos, estimular investimentos privados e reduzir as disparidades regionais e sociais. Ampliação do crédito, incentivos fiscais, aumento na qualidade do gasto público e melhoria da gestão governamental são ações abrangidas pelo plano.

O fundamento da política econômica da primeira década reside na estabilidade monetária, na responsabilidade fiscal e na baixa vulnerabilidade externa conseguida por meio da ampliação da participação no comércio internacional, que permitiu sucessivos superávits na balança comercial de modo a pagar as dívidas com os organismos internacionais.

A fonte de recursos do PAC vem do Orçamento Geral da União, derivada de arrecadação tributária, Fundo de Garantia por Tempo de Serviço, FGTS, Fundo de Amparo do Trabalhador, FAT, Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo, SBPE, e conta partida dos estados, municípios e prestadores bem como de financiamento.

Disponibilidade de financiamento para a construção civil e do crédito para consumo em bens em geral proporcionam a expansão do mercado interno e o setor industrial e de serviços planejam seus investimentos em função da expansão do mercado interno. (DELFIN NETTO, 2008) Esta política tem conduzido ao crescimento da economia brasileira de maneira a alcançar taxas bastante elevadas, como a de 2010, ano em o produto nacional bruto cresceu em 7,5%.

3 - ESTÁGIO ATUAL DAS FONTES DE FINANCIAMENTO

Segundo dados do Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial – IEDI (2008) a evolução da grande empresa nacional no período recente teve como principal



característica o aumento dos investimentos, em especial do investimento em capital fixo, financiado principalmente com recursos próprios, acompanhado de menor taxa de endividamento. Entretanto, as empresas de menor porte dependem mais de financiamentos para seus investimentos diante de uma realidade diferentes das empresas de grande porte.

O grau de endividamento das empresas de grande porte tem variado. De um total de 49% do capital próprio em março de 2002 cresceu até 66% em 2003 e a partir daí tem mostrado uma tendência de declínio atingindo 37% em março de 2008. Considerando a indústria exceto a Petrobrás, o endividamento alcança grau maior, pois em março de 2002, o grau de endividamento situava-se em 81% sobre o capital próprio, atingindo 98% em março de 2003 e decrescendo até 55% em março de 2008. Os produtos não comercializáveis internacionalmente, entretanto, apresentam grau de endividamento menor, de 30% em 2008. (Tabela 2)

Tabela 1 - Endividamento líquido sobre capital próprio, mar 2002 a mar 2008, em percentagem

Setores/Anos	Mar/02	Mar/03	Mar/04	Mar/05	Mar/06	Mar/07	Mar/08
Total	49	66	56	50	35	42	37
Indústria exceto Petrobrás	81	98	78	60	48	64	55
Comercializáveis	57	75	60	56	37	48	43
Não comercializáveis	45	60	52	44	32	35	30

Fonte: IEDI (2008)

Ao analisar a composição do endividamento das empresas, observa-se que no total, em 2006, as fontes externas participaram com 67% do endividamento e 33% vieram de fontes internas, sendo que 14% originaram do sistema BNDES. O setor de produtos não comercializáveis se utilizou mais de fontes internas do que externas e proporcionalmente mais do BNDES. Em 2007, entretanto, os dados mostram uma redução das fontes externas de endividamento e um aumento das fontes internas, com uma elevação menos do que proporcional do BNDES, situando-se em 18% (Tabela 2).

Para empresas maiores o financiamento via mercado de capitais, tanto por endividamento como por emissão de ações, é mais importante. As mais intensivas em capital, menos lucrativas e com crescimento mais lento tendem a buscar recursos no mercado de capitais. (LEAL e SAITO, 2003)

O mercado de ações brasileiro tem inovado no sentido de atrair os investidores

para o capital de risco. Na década de 90, devido às profundas transformações ocorridas na economia brasileira, principalmente as relacionadas à privatização, houve expansão do mercado acionário brasileiro atraindo a entrada de capitais estrangeiros.



Tabela 2 - Fonte de endividamento das empresas, BNDES, em Moeda Nacional e em Moeda Externa, 2006 e 2007, em porcentagem do total.

Setores/Anos	BNDES		Moeda nacional		Moeda externa	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007
Total	14	18	33	43	67	57
Indústria exceto Petrobrás	9	14	23	36	77	64
Comercializáveis	11	15	22	33	78	67
Não comercializáveis	20	25	52	60	48	40

Fonte: IEDI (2008)

Desde 2005, o mercado de capitais tem apresentado um grande dinamismo, com forte expansão da captação de recursos pelas empresas brasileiras por meio da emissão de debêntures, que são títulos de dívida, ou por emissão de ações, que são títulos de propriedade. A participação dos investidores estrangeiros na Bolsa de Valores de São Paulo, BOVESPA, se elevou de 22,3% em dezembro de 2002 para 33,2% em dezembro de 2005 e se situou em 35% em dezembro de 2007. Entretanto, em decorrência do impacto da crise financeira norte-americana nos mercados globais, as ofertas públicas iniciais de ações no mundo se reduziram em 9% no segundo semestre de 2007 e as emissões adicionais em 17,4%. (FUNDAP, 2008).

Entre os fatores explicativos do dinamismo do mercado de capitais está um contexto internacional favorável, em particular, o ciclo de liquidez para os países periféricos com ampliação dos fluxos de investimento direto estrangeiro em carteira; a melhora nas condições da economia brasileira, com a consolidação da estabilidade da moeda, do câmbio e dos juros bem como a mudanças regulatórias que permitiram o aperfeiçoamento na infra-estrutura do mercado de capitais contribuindo para fortalecer a confiança dos investidores. . Isto somado à apreciação da moeda brasileira, o Real, decorrente do afluxo crescente de capitais externos a atratividade das ações e títulos negociados no mercado de capitais brasileiro é crescente.

Diante do agravamento da crise financeira global em setembro de 2008, a redução dos recursos externos e escassez de crédito dos bancos privados foi mais do que compensada por uma atuação anticíclica dos bancos públicos, responsáveis por



68% do incremento do crédito do Brasil entre setembro e dezembro de 2008, em grande medida, às empresas. Só o BNDES contribuiu com 32% para as operações de crédito.

Segundo GASPAR (2009), foi programado que o BNDES financie 20% do PAC e a ele foram destinados recursos extras para oferecer às empresas em 2009 e 2010.

4 - FINANCIAMENTO DA AGRICULTURA BRASILEIRA

Embora a ênfase do desenvolvimento econômico brasileiro tenha se dado sobre a industrialização, o Brasil não se descuidou de sua agricultura. A agricultura brasileira é bastante vigorosa e gera excedentes exportáveis significativos. Investimento na modernização da agricultura tem possibilitado ganhos de produtividade e safras sucessivamente mais elevadas.

A modernização da agricultura brasileira foi dirigida pelo Sistema Nacional de Crédito Rural, SNCR, reestruturado em 1965, por meio de subsídios explícitos no custo dos recursos. A modernização é entendida como a combinação do uso intensivo de insumos industriais, fertilizantes e defensivos, e mecanização.

Em um contexto de redução da oferta de crédito para as atividades agropecuárias o BNDES começa a operar com o setor. Em fins da década de 70, foi preciso conciliar a forma de atuação do BNDES, cuja política era basicamente orientada para os setores industrial e de infraestrutura com a prioridade estabelecida pelo governo para a agricultura de gerar divisas para sustentar a balança de pagamento e reduzir o custo de vida pelo fornecimento de alimentos para a população a preços reduzidos.

Com a finalidade de subsidiar a formulação de uma política de atuação do BNDES diante de inúmeras solicitações de apoio financeiro para o setor agropecuário RAMALHO (1988), analisou a lógica de crescimento do setor agropecuário por meio de visão sistêmica.

O enfoque utilizado foi o de complexos agroindustriais por permitir analisar a evolução da agropecuária através dos núcleos pressionadores do seu dinamismo e evidenciá-los. Por meio do conceito de complexo agroindustrial, CAI, avaliam-se as relações intersetoriais e explicita-se o papel do progresso técnico como um elemento de modernização da estrutura agropecuária.

O setor agropecuário subordina-se aos segmentos industriais que com ele se relacionam; de um lado, vincula-se com a indústria de máquinas e insumos, que tem na agropecuária o seu mercado, e de outro, com a indústria processadora/beneficiadora de matérias-primas agropecuárias. A interdependência da agropecuária com a indústria fornecedora define o padrão tecnológico de sua produção, já que é a responsável pela



geração do progresso técnico. Por outro lado, a vinculação com a indústria compradora pressiona pela transformação da organização da produção agropecuária e pela adoção das técnicas modernas. Isso ocorre porque essa indústria impõe exigências sobre o tipo e a qualidade do produto e a escala da produção.

A delimitação do CAI compreende os seguintes segmentos: as indústrias fornecedoras para o setor agropecuário, entendidas como as indústrias de bens de capital, fertilizantes, defensivos, matrizes e sementes, bem como de outros insumos; o setor agropecuário; as indústrias compradoras de matérias-primas agropecuárias, distinguindo-se a agroindústria e a indústria de alimentos; e o setor de comércio de produtos agropecuários.

A dinâmica tecnológica do complexo agroindustrial é então analisada a partir da decomposição do processo de produção, elaborando uma matriz que indica as principais indústrias provedoras de inovações para o setor agropecuário.

Conclui-se então que a indústria fornecedora de insumos é a determinadora do padrão tecnológico de produção do setor agropecuário. A indústria processadora, ao pressionar pela introdução do progresso técnico e ao representar a maior parte do mercado do setor agropecuário, promove uma adequação da forma de organização da produção deste setor aos requisitos que viabilizam a introdução do padrão tecnológico.

Com base nas principais tendências tecnológicas em nível mundial, na análise dos principais movimentos dos agentes produtivos do mercado internacional e interno e na abordagem das relações intersetoriais do complexo agroindustrial, foram estabelecidas prioridades para orientar uma estratégia para atuação do sistema BNDES.

A prioridade primeira ficou para as indústrias fornecedoras porque determinam o padrão tecnológico a ser implantado nas atividades agrárias. Elas geram e difundem tecnologia, o que as tornam um campo privilegiado para direcionamento de recursos do sistema destinados ao complexo agroindustrial. A atuação visa à consolidação do segmento moderno das atividades agrárias, que implica na utilização de tecnologias disponíveis e na capacitação para o fornecimento de equipamentos e insumos que atendam o novo padrão a ser instalado.

A segunda prioridade foi para as atividades consumidoras de matérias-primas, pela disponibilidade de expansão dos mercados agropecuários e pelo seu papel difusor do progresso técnico. O terceiro campo ficou com o setor agropecuário, objetivando os investimentos que consolidem a sua modernização, integrando-o às indústrias fornecedoras mediante a maior utilização de equipamentos e insumos e garantindo a operação das indústrias processadoras e organizações comerciais, pelo suprimento de matérias-primas.



Dessa maneira, foram traçadas as linhas de políticas governamentais que privilegiam os núcleos dinamizadores do complexo agroindustrial. Foram criadas linhas de crédito para financiar as atividades ligadas à agricultura de acordo com as prioridades estabelecidas pelo BNDES. Dessa forma, as mudanças estruturais nas atividades agrárias foram incentivadas por recursos públicos e permitiram que a agricultura brasileira cumprisse seu papel de extrema importância para a economia brasileira.

Este enfoque sistêmico, hoje denominado de agronegócio, ainda é utilizado para a concessão de recursos do banco às empresas ligadas a agricultura embora entenda que no estágio atual da economia brasileira seja fundamental o fortalecimento e o aumento do número de empresas com papéis negociados no mercado de capitais.

Para tanto, o BNDES opera como subscritor de valores mobiliários, papéis como ações e debêntures de empresas de capital aberto ou que, no médio prazo, possam ingressar no mercado de capitais, incluídas aí, operações de internacionalização, de reestruturação de empresas competitivas, fusões e incorporações. As empresas inovadoras, pequenas e médias, são prioritárias em receber participação direta ou via fundos de investimentos fechados, as quais, por sua ação regional ou setorial, oferecem maior capilaridade de atuação, e possibilitam, inclusive, a “alavancagem” de recursos privados para o capital dessas empresas.

4.1 - Fontes de recursos para investimento na agricultura

Pesquisas mostram que a utilização de recursos próprios e de recursos oficiais é amplamente adotada pela agricultura brasileira igualmente às empresas industriais. Para se ter uma visão deste tema a Associação Brasileira de Marketing Rural & Agronegócio - ABMR&A (2009) realiza periodicamente pesquisa sobre o perfil comportamental e hábitos de mídia do produtor rural brasileiro³. Nestes levantamentos é possível identificar as fontes de recursos utilizadas para despesas de investimento pelo produtor rural brasileiro nas safras 1991/1992, 1998/1999 e 2003/2004 e 2008/09. (TABELA 3)

Os resultados mostram que a utilização de recursos próprios aparece em primeiro lugar, com evolução decrescente até a safra 2003/2004 com 66% dos entrevistados, e essa utilização se eleva na safra 2008/2009 para 72%. Nesta safra, em plena crise financeira mundial, os recursos de terceiros tornaram-se escassos e caros de maneira

³A amostra é composta por 2.450 produtores agrícolas do país; 958 pequenos, 596 médios e 897 grandes. Os produtos produzidos são: algodão, arroz irrigado, batata, café, cana-de-açúcar, citros, feijão, hortaliças, milho/milho verão, soja, tomate, trigo, avicultura de corte, gado leiteiro e suinocultura.

que para realizar investimentos os produtores elevaram a utilização de recursos próprios.



Tabela 3 - Fontes de recursos usadas para investimentos pelos produtores rurais, Brasil, 1991/1992, 1998/99, 2003/2004 e 2008/2009.

Em percentagem

	91/92	98/99	2003/2004	2008/2009
Recursos próprios	82	78	66	72
Crédito rural	31	20	31	35
Finame	-	11	19	17
Moder frota	-	-	9	13
Cédula do Produtor Rural	-	4	1	6
Pronaf	-	-	-	13
Consórcio	-	-	-	6
Outras fontes	1	1	6	3

Fonte: ABM&A (2009)

A utilização de recursos do crédito rural complementa as necessidades para o investimento, e mostra uma tendência decrescente nos anos noventa, de 31% em 1991/92 para 20% em 1998/99; e uma tendência crescente de utilização nos anos de 2000, de 31% em 2003/2004 para 35% em 2008/2009.

Adicionalmente, os recursos do Finame, programa administrado pelo BNDES, para financiamento de máquinas agrícolas e equipamentos novos, de fabricação nacional, são utilizados por 11% em 1998/1999 e 19% em 2003/2004 com declínio para 17% em 2008/2009. O Moderfrota, programa do BNDES que possui uma linha de crédito a taxas favorecidas para a modernização da frota de tratores e implementos associados a colheitadeiras, foi utilizado por 9% dos entrevistados em 2003/2004 e 7% em 2008/2009.

As Cédulas do Produtor Rural, que são títulos agrícolas representativas de promessa de entrega de mercadorias mediante a antecipação de recursos financeiros, de origem privada, foram utilizadas por 4% em 1998/1999, apresentaram redução para 1% em 2003/2004 e se elevam para 6% em 2008/2009.

A utilização de recursos do programa nacional de fortalecimento da agricultura familiar, Pronaf, foi expressiva em 2008/2009, de 13% superando várias outras fontes



de recursos. O Pronaf-Investimento é subsidiado pelo Tesouro Nacional e alcança um público que não tinha acesso ao sistema bancário.

Recente no país, o uso do consórcio como nova fonte de financiamento para a aquisição de máquinas está apresentando avanços. Em 2008/2009, 6% dos entrevistados declararam estar utilizando esta fonte.

Outras fontes apresentaram evolução crescente de utilização até 2003/2004, com 6% dos produtores contra 1% nos dois outros períodos; entretanto, declina em 2008/2009.

Deve-se mencionar que os produtores agrícolas brasileiros também passaram a se utilizar mais do mercado de capitais para obtenção de recursos para financiar suas necessidades de investimentos em expansão de capacidade produtiva.

Nos períodos de liquidez internacional, a exemplo do período de 2005 a 2007, este mercado também conseguiu captar grandes volumes de capital estrangeiro. Sob regras mais rigorosas de governança corporativa, exigidas pelos investidores estrangeiros para maior garantia em seus investimentos, dezoito empresas ligadas ao agronegócio abriram seus capitais. Ofereceram ações ao público e estas são negociadas na bolsa de valores de São Paulo, BOVESPA. Setores como os de produção e comercialização de produtos agrícolas, açúcar e álcool, carnes, fertilizantes, dentre outros, estão participando deste mercado.

Toda essa gama variada de fontes de recursos financeiros para investimento tem auxiliado na modernização da agricultura brasileira e o conseqüente aumento da produção agrícola, de tal modo que continue a exercer o papel a ela destinado.

5 - CONSIDERAÇÕES FINAIS

Historicamente, as empresas brasileiras distinguem-se pela menor utilização de capital privado de terceiros, financiando seus projetos de investimento principalmente com recursos próprios e financiamento oficial. A margem de lucro das empresas, industriais e agrícolas, tem sido em grande medida a principal fonte de recursos.

O autofinanciamento e os desembolsos do BNDES continuam sendo fontes relevantes de financiamento à indústria, ao agronegócio e à infra-estrutura nos dias atuais. O lucro retido é uma fonte de recursos relevante e seu crescimento aumenta a capacidade de as empresas atraírem recursos de terceiros, seja por meio do mercado de crédito bancário seja da oferta primária de ações. O aumento dos lucros retidos é originado pela expansão das margens que as empresas praticam em suas atividades.

Após os anos 2000 observa-se redução gradativa no endividamento líquido sobre



o capital próprio das empresas industriais. Fontes de endividamento externas superam as fontes internas, que por sua vez se compõem de grande parte de recursos oficiais. Quanto à agricultura, a utilização de recursos para investimento é em grande medida de recursos próprios, porém os dados mostram uma redução em sua participação nos últimos vinte anos, o que poderia indicar redução da rentabilidade das empresas agrícolas. Fontes oficiais de financiamento tem tido sua utilização aumentada com a criação de novas linhas de crédito para a contínua modernização da agricultura brasileira.

O mercado de capitais, desde meados dos anos 2000, tem se apresentado com grande dinamismo e forte expansão da captação de recursos pelas empresas brasileiras mediante a emissão de debêntures ou por emissão de ações. A entrada dos capitais estrangeiros para complementar a poupança doméstica tem sido estimulada pela política econômica brasileira pela manutenção de juros elevados, cambio favorável, bem como mediante a redução dos riscos aos investidores externos que fazem exigências maiores quanto à governança corporativa às empresas nacionais.

Entretanto, devido às crises financeiras, motivadas pelos riscos inerentes ao mercado, tem sido necessária uma complementação pelo sistema público de financiamento.

LITERATURA CITADA

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE MARKETING RURAL & AGRONEGÓCIO – ABM&A. Perfil comportamental e hábitos de mídia do produtor rural brasileiro. Maio 2009. Disponível em: http://www.abmr.com.br/pesquisa/pesquisa_abmra.pdf. Acesso: 18 fev. 2011.

BIANCARELLI, A. M. Liberação financeira, fluxos de capital, financiamento externo: três momentos de um debate no Brasil (1989-2002). Campinas, 2003. Dissertação (Mestrado) – Instituto de Economia, Universidade de Campinas (UNICAMP).

CRUZ, P.R.D.C. Notas sobre o financiamento de longo prazo na economia brasileira do pós-guerra. *Economia e Sociedade*, Campinas, n.5, p. 65-80, dez. 1994.

DELFIM NETTO, A. O estado no papel de indutor do desenvolvimento. *Harvard Business Review*. Out. 2008, p. 52.

DE NEGRI, Fernanda. Conteúdo tecnológico do comércio exterior brasileiro: o papel das empresas estrangeiras. (Texto para discussão n. 1074). Brasília: IPEA, março de 2005.

FUNDAP. O mercado de capitais brasileiro no período 2003-2007: evolução e tendências. 2008. Grupo de conjuntura. Disponível em: <http://www.fundap.sp.gov.br/debatesfundap/pdf/conjuntura/O%20mercado%20de%20capitais%20brasileiro%20no%20período%202003%202007%20-%20evolução%20e%20tendências.pdf> Acesso em 10 out. 2008.

GASPAR, M. R\$ 120 BILHÕES. *Revista Exame*, 25 fev. 2009.

IEDI - INSTITUTO DE ESTUDOS PARA O DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. Investimento: o crescimento

das empresas e o BNDES. 20 jun. 2008. Disponível em: <http://www.iedi.org.br/cgi/cgilua.exe/sys/start.htm?sid=73&inford=3640> Acesso em 7 nov. 2008.

LEAL, R. P. C. e SAITO, R. Finanças corporativas no Brasil. RAE-eletrônica, v.2, n.2, jul-dez/2003. Fundação Getúlio Vargas – Escola de Administração de Empresas de São Paulo.

LESSA, C. e DAIN, S. Capitalismo associado: algumas referências para o tema estado e desenvolvimento. In: Desenvolvimento capitalista no Brasil: ensaios sobre a crise. São Paulo: Brasiliense, 1982, v.1, p.214-28.

MORANDI, L e REIS, E.J. Estoque de capital fixo no Brasil, 1950-2002. XXXII Encontro Nacional de Economia, ANPEC, 2004

PEREIRA, T.R. Formação de preços e financiamento empresarial entre os anos 80 e 90 na economia brasileira. Economia e Sociedade, Campinas, (14): 89-126, jun. 2000.

PRATES, D. M., CINTRA, M. A. M., FREITAS, M. C. P de. O papel desempenhado pelo BNDES e diferentes iniciativas de expansão do financiamento de longo prazo no Brasil dos anos 90. Economia e Sociedade, Campinas, (15): 85-116, dez.2000.

PREBISCH, Raúl. El desarrollo económico de la América Latina y algunos de sus principales problemas. Santiago de Chile, CEPAL. 1949.

RAMALHO, Y.M.M. (Coord.) Mudanças estruturais nas atividades agrárias: uma análise das relações intersetoriais no complexo agroindustrial brasileiro. Rio de Janeiro : BNDES/DEEST, 1988. 126 p. (Estudos BNDES, 9)

SCHUMPETER, J. A. The theory of economic development. Harvard University Press. 1934.

Recebido em 19/01/2011.

Liberado para publicação em 25/05/2011.

