



Universidade Federal do Rio de Janeiro

Instituto de Economia – IE

# Sistema bancário brasileiro e oferta de crédito: uma interpretação pós-keynesiana do período 1995-2008

Dissertação de mestrado

Aluno: Pedro de Oliveira Guimarães

Orientadora: Jennifer Hermann

2009

# **Livros Grátis**

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

Universidade Federal do Rio de Janeiro

Instituto de Economia – IE

# Sistema bancário brasileiro e oferta de crédito: uma interpretação pós-keynesiana do período 1995-2008

Dissertação apresentada ao Curso de Mestrado do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Economia.

Dissertação de mestrado

Aluno: Pedro de Oliveira Guimarães

Orientadora: Jennifer Hermann

2009

PEDRO DE OLIVEIRA GUIMARÃES

# Sistema bancário brasileiro e oferta de crédito: uma interpretação pós-keynesiana do período 1995-2008

Dissertação apresentada ao Curso de Mestrado do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Economia.

Aprovada em

BANCA EXAMINADORA

---

Prof. Dra. Jennifer Hermann

Universidade Federal do Rio de Janeiro

---

Prof. Dr. Luiz Fernando de Paula

Universidade Estadual do Rio de Janeiro

---

Prof. Dr. André de Melo Modenesi

Universidade Federal do Rio de Janeiro

Aos meus pais, Nelson Guimarães e Sônia Guimarães.

## AGRADECIMENTOS

Primeiramente gostaria de agradecer aos meus pais por todo o carinho e amor que dedicaram a mim durante toda minha vida. Além disso, sou eternamente grato por terem se esforçado para me proporcionar as melhores condições possíveis para a minha educação e por me ensinarem o valor dos estudos.

Aos meus amigos da Petrobras, em especial a Renata Nascimento e Romulo Alves por me incentivarem e entenderem a importância que o mestrado representava para mim. Ao meu amigo Rodrigo gostaria de agradecer por todos os debates teóricos matinais (sem vencedores) e pela ajuda constante em decifrar as possibilidades do “guru” Bloomberg. A equipe de macroeconomia da estratégia de mercados e negócios pela amizade e pela árdua tarefa de me aturar diariamente. Dessa forma, obrigado Flávio Combat, Rebeca Pio, Thiago Moreira e Livia Lima.

Em especial para a Livia, não existem palavras para agradecer por todo martírio que a submeti obrigando a ler TODAS as versões de cada capítulo. Sua amizade, ajuda e contribuição foram essenciais para conclusão dessa difícil empreitada.

Gostaria de agradecer também a todos meus colegas de mestrado. Em especial, aqueles com os quais convivi de forma mais intensa as experiências acadêmicas e extracurriculares. Obrigado Pedro Celso, Gregório Araújo, Marconi Vianna, Bruno Lopes, Max Benjoíno, Daniela Godoy e Mariana Filgueiras.

Agradeço a professora Jennifer Hermann por ter me aceitado como orientando e por toda dedicação e atenção cedidas a mim. A cada reunião que tivemos, a cada conversa, me senti privilegiado em poder compartilhar e aprender com sua sabedoria.

Meus amigos de longa data do Edifício Campos de São Joaquim somados a Alexandre Novaes, Rafael Sant’anna e Luana Aquino.

Por fim, mas não menos importante, gostaria de agradecer a minha namorada Paula Martins Ferreira pela companhia durante esse período. Sua presença ao meu lado me garantiu a motivação necessária para concluir esse trabalho. Obrigado por entender certas privações que esse período exigiu, bem como me incentivar e me equilibrar durante fases difíceis. Além disso, quero agradecer pelas conversas, leitura das versões preliminares e conselhos com relação ao desenvolvimento dessa dissertação.

Deixo a todos um sincero obrigado

## RESUMO

Essa dissertação analisa a evolução do comportamento do sistema bancário brasileiro, em meio aos diferentes macroambientes pelo qual passou a economia durante o período de 1994 até 2008. Tenta-se explicar, a luz da teoria pós-keynesiana, como se conformaram as estratégias bancárias orientadas pelo *trade-off* entre rentabilidade e liquidez. Além disso, qual papel essas estratégias guardavam para o volume de oferta e para a qualidade, em termos de custos e prazos, do crédito. Dessa forma, pode-se inferir como o sistema financeiro participou do financiamento do gasto privado e qual foi a funcionalidade desses para a trajetória de crescimento da economia brasileira. Para isso, o primeiro capítulo apresenta a fundamentação teórica que orientará a pesquisa. O segundo capítulo faz uma descrição da conjuntura, tentando delimitar, em linhas gerais, três fases distintas da economia brasileira. O terceiro capítulo mostra como se conformaram as estratégias de ajuste patrimonial dos bancos aos diferentes ambientes de negócio.

**Palavras Chaves:** Sistema Financeiro, Bancos, Teoria Pós-Keynesiana, Ajuste Patrimonial.

## ABSTRACT

**Key Words**

## Sumário

INTRODUÇÃO .....	10
Capítulo 1 – A Teoria do Financiamento e da Firma Bancária pós-keynesiana .....	13
1.1 Introdução .....	13
1.2 Teoria pós-keynesiana do financiamento do investimento .....	13
1.2.1 Evolução das atividades bancárias .....	22
1.2.3 Sumário dos argumentos .....	26
1.3 Sistema bancário na visão pós-keynesiana.....	27
1.3.1 Críticas a teoria tradicional do sistema bancário.....	27
1.3.2 O modelo teórico de firma bancária pós-keynesiana .....	30
1.3.3 A Teoria de Minsky, o complemento pelo lado do passivo. ....	39
1.4 Sumário conclusivo .....	43
Anexo 1: A equação geral de Santomero .....	44
Capítulo 2 - Condicionantes do Crédito no Brasil .....	46
2.1 Introdução .....	46
2.2 O Plano Real e as Características de um Regime Monetário de Âncora Cambial. ....	47
2.2.1 A evolução do ambiente macroeconômico durante o período de âncora cambial 1994-98.....	51
2.2.2 Evolução fiscal e Gestão da Dívida Pública.....	57
2.2.3 A síntese do ambiente macroeconômico entre 1994-1998.....	61
2.3 Pós-1999, câmbio flexível e o modelo de metas de inflação .....	64
2.3.1 Evolução do Ambiente Macroeconômico .....	66
2.4 Sumário Conclusivo .....	74
3.2.1 Reestruturação do Sistema Bancário e Regulamentação Prudencial.....	79
3.3.1 A estrutura do sistema financeiro brasileiro.....	86
3.3.2 Sumário dos argumentos .....	92
3.4 – Evolução do Crédito e das Estratégias das Firms Bancárias. ....	93
3.4.1 Período 1994-1998 .....	93
3.4.2 Período 1999-2003 .....	110
3.4.3 Período 2004-2008 .....	120
3.5 Algumas observações sobre o período de 1994 – 2008 .....	132
3.5.1 <i>Spread</i> bancário.....	132
3.5.2 Mercado de Capitais.....	135

3.6 Sumário Conclusivo .....	140
CONCLUSÃO .....	143
BIBLIOGRAFIA.....	147

## ÍNDICE DE TABELAS E GRÁFICOS

Gráfico 1 – Oferta de Crédito x Expectativas .....	34
Gráfico 2 - Dívida Líquida do Setor Público .....	60
Gráfico 3 – Dívida Pública Indexada .....	60
Gráfico 4 – Saldo em Transações Correntes .....	63
Gráfico 5 – Reservas Internacionais.....	63
Gráfico 6 – Taxa Selic.....	63
Gráfico 7 - PIB .....	64
Gráfico 8 - IPCA .....	67
Gráfico 9 - Dívida Líquida do Setor Público .....	67
Gráfico 10 – Dívida Pública Indexada .....	68
Gráfico 11 - CRB .....	70
Gráfico 12 – Reservas Internacionais.....	71
Gráfico 13 –Taxa de Câmbio .....	71
Gráfico 14 -PIB .....	72
Gráfico 15 – Relação Dívida/PIB.....	73
Gráfico 16 – Taxa SeLIC .....	74
Gráfico 17 – Participação dos 5, 10 e 20 bancos e Caixa Econômica Federal nos Ativos Totais .....	88
Gráfico 18 – Ativo Total dos 50 Maiores Bancos.....	89
Gráfico 19 – Patrimônio Líquido dos 50 Maiores Bancos.....	90
Gráfico 20 – Lucro Líquido dos 50 Maiores Bancos .....	91
Gráfico 21 - Lucro Líquido/Patrimônio Líquido.....	92
Gráfico 22 – Alavancagem dos 50 Maiores Bancos .....	94
Gráfico 23 - Alavancagem dos Bancos Múltiplos Privados.....	95
Gráfico 24 - Proporção – Ativos Líquidos no Total de Ativos e Depósitos no Total de Passivos .....	96
Gráfico 25 – Crédito/PIB .....	100
Gráfico 26 – Operações de Crédito - Total .....	101
Gráfico 27 – Crédito por Atividade.....	103
Gráfico 28 – Crédito Livre .....	104
Gráfico 29 – Crédito livre Para Pessoa Jurídica.....	105
Gráfico 30 – Títulos e Valores Mobiliários sobre Ativo.....	107
Gráfico 31 – Participação dos Títulos Públicos no Total do Ativo.....	108
Gráfico 32 – Participação no Total dos Ativos .....	109
Gráfico 33 - Alavancagem .....	111
Gráfico 34 - Proporção – Ativos Líquidos no Total de Ativos e Depósitos no Total de Passivos .....	112
Gráfico 35 – Participação no Total dos Ativos .....	113

Gráfico 36 - Crédito/PIB .....	115
Gráfico 37 - Operações de Crédito - Total .....	115
Gráfico 38 – Crédito por Atividade.....	116
Gráfico 39 - Crédito Livre.....	117
Gráfico 40 - Crédito livre Para Pessoa Jurídica .....	118
Gráfico 41 - Alavancagem .....	121
Gráfico 42 - Proporção – Ativos Líquidos no Total de Ativos e Depósitos no Total de Passivos .....	123
Gráfico 43 – Participação no Total dos Ativos .....	124
Gráfico 44 - Crédito/PIB .....	125
Gráfico 45 – Operações de Crédito - Total .....	126
Gráfico 46 – Crédito por Atividade.....	126
Gráfico 47 – Saldo das Operações Totais de Crédito Consignado.....	128
Gráfico 48 – Crédito Livre .....	129
Gráfico 49 - Crédito livre Para Pessoa Jurídica .....	131
Gráfico 50 – Expectativas x <i>Spread</i> .....	133
Gráfico 51 <i>Spread</i> x Taxa de Juros .....	134
Gráfico 52 – Receitas de Prestação de Serviços.....	140

## INTRODUÇÃO

Após o Plano Real, implementado em 1994, a economia brasileira conseguiu controlar e estabilizar de forma duradoura o processo inflacionário que perdurava e restringia o desenvolvimento econômico do país por décadas. Porém, isso não representou um rompimento com a trajetória de baixo crescimento econômico e não conseguiu promover melhorias consistentes nos indicadores sociais e de competitividade. A história mostrou que, em apenas poucos e curtos períodos, o país realmente atingiu níveis de crescimento significativo (superiores a 3,5% ao ano). Ainda hoje, tem parte considerável de sua população abaixo da linha de pobreza e os indicadores de competitividade pioraram em termos relativos a outras economias mais dinâmicas no período.

Esse fraco desempenho da economia brasileira não pode ser atribuído a uma causa particular. Contudo, em geral, para os economistas ligados a corrente teórica pós-keynesiana, um dos possíveis entraves ao desenvolvimento pode ser atribuído a ineficiência macroeconômica do sistema financeiro no financiamento do gasto privado. Isso quer dizer que essa interpretação atribui ao sistema financeiro um papel que vai além do de mero intermediador neutro da alocação dos recursos entre os agentes superavitários e os deficitários.

Na realidade, as instituições financeiras teriam papel central, em especial, na viabilização dos investimentos. Entre as variáveis macroeconômicas, o investimento privado agregado destaca-se como uma das mais importantes para o entendimento da dinâmica do funcionamento da economia. Isso porque impacta não só a demanda agregada como também a oferta.

Os gastos com investimento dependem de dois tipos de variáveis – as de indução e as de viabilização. As variáveis de indução são aquelas referentes à lucratividade dos projetos, por exemplo, aumentos consistentes na demanda esperada. As relativas à viabilização são aquelas que permitem a disponibilidade de recursos para que os planos de investimentos se concretizem. O ponto central dessa questão está no fato de que para efetuar qualquer transação de aquisição de bens, inclusive os de investimento, é necessário que o agente demandante possua meios de pagamento, poder de compra. Ocorre que na abordagem pós-keynesiana o sistema financeiro, por meio dos bancos, tem uma característica que o difere de qualquer outra instituição e dessa deriva sua importância, a capacidade de criar liquidez.

Os bancos têm como uma de suas funções a concessão de empréstimos. Nessa transação o banco cria um ativo – empréstimos – e um passivo – depósito à vista – com valores iguais. Em uma economia monetária desenvolvida, as transações serão liquidadas por meio da transferência de titularidade dos depósitos à vista. Essa é, a rigor, uma operação contábil que não guarda relação direta com a poupança dos agentes.

Contudo, os bancos são empresas privadas que orientam suas operações a partir da maximização dos lucros. Nesse sentido, os efeitos macroeconômicos de sua atividade não estão contemplados na função objetivo dos bancos, sendo, para estes, mera externalidade.

Assim, para interpretar a forma como o sistema bancário participou do financiamento do gasto privado e inferir sua contribuição macroeconômica é necessário entender a racionalidade das escolhas e estratégias dos bancos na alocação de seu ativo e passivo.

Autores como John Maynard Keynes e Hyman Phillip Minsky destacam o papel da incerteza e das expectativas na conformação das estratégias bancárias. Essas expectativas orientariam a escolha dos bancos com relação à rentabilidade e liquidez. Em momentos de piora do ambiente de negócio dos bancos, no qual, os riscos aumentassem e as bases de inferência sobre o futuro se deteriorassem, os bancos privilegiariam uma alocação mais conservadora do seu balanço patrimonial. Do contrário, expandiriam sua alocação de forma a buscar maior rentabilidade.

Dessa forma, pretende-se nessa pesquisa explicar a evolução das operações do sistema bancário em meio aos distintos macroambientes, em que esses estiveram inseridos no período de 1994 até 2008. Assim, compatibilizando a teoria pós-keynesiana da firma bancária com a conjuntura da economia brasileira no período de análise, busca-se o entendimento da racionalidade de orientou cada tipo de estratégia. A partir disso, pode-se destacar qual papel cada estratégia dos bancos guardou para a oferta de crédito e qual foi à qualidade, em termos de custo e prazos, desse crédito criado.

Por fim, dessa análise pode-se tentar compreender quão funcional o sistema bancário brasileiro foi em promover condições de financiamento que propiciariam um crescimento de economia brasileira.

## **Pedro de Oliveira Guimarães – dissertação de Mestrado**

### **Capítulo 1 – A Teoria do Financiamento e da Firma Bancária pós-keynesiana**

#### **1.1 Introdução**

Nesse capítulo é desenvolvido o instrumental teórico que orienta a discussão a respeito do financiamento e do comportamento dos bancos frente ao ambiente macroeconômico/institucional no Brasil entre os anos de 1995 e 2008. Pretende-se com a teoria do financiamento do investimento pós-keynesiana destacar o papel fundamental que os bancos exercem para o crescimento e o desenvolvimento em uma economia monetária de produção. Dessa forma, descreve-se o funcionamento do circuito *finance-funding*, enfatizando o papel guardado para os bancos dentro dessa teoria. A seguir, passa-se para uma análise mais microeconômica a respeito dos condicionantes do comportamento da firma bancária a partir do legado de John Maynard Keynes e Hyman Phillip Minsky.

Além dessa introdução, correspondente a seção 1.1, o capítulo se estrutura em mais três. A seção 1.2 apresenta a teoria pós-keynesiana do financiamento do investimento, a seção 1.3 O sistema bancário pós-keynesiano, e a seção 1.4, o sumário conclusivo, que encerra o capítulo.

#### **1.2 Teoria pós-keynesiana do financiamento do investimento**

Para entender a importância que o sistema bancário tem dentro da teoria pós-keynesiana é necessário compreender como se viabilizam as decisões de gasto, principalmente de investimento, em uma economia monetária de produção.

A teoria pós-keynesiana faz uso do princípio da demanda efetiva, o qual em sua formulação básica define que são os gastos os responsáveis pela criação da renda, e não o contrário. De acordo com essa interpretação, é o investimento, variável de gasto, a única decisão autônoma da identidade investimento igual à poupança ( $I=S$ ). Assim, diferentemente do que propõe a teoria clássica, como destaca Carvalho (2005: 6):

*“Em economias monetária ou empresarial, a decisão de investir depende não da disponibilidade de produto não-consumido, mas de financiamento, isto é, acesso a meios de pagamento.”*

O nível de poupança deixa de representar um limite para o investimento e perde sua importância em relação à viabilização deste. Segundo Studart (1999: 157):

*“Para Keynes, a decisão de investir precede, logicamente, a criação da renda e, portanto, a poupança agregada é determinada, e não determinante do investimento. Com isso, não se pretende afirmar que o investimento não se possa autofinanciar (através, por exemplo, de lucros retidos), e sim, do ponto de vista macroeconômico, o nível de financiamento do investimento independe de poupança prévia.”*

Na realidade, para todo o gasto com investimento será criado instantaneamente um volume rigorosamente igual de poupança. Nesse processo, os indivíduos poderão se distanciar do equilíbrio de suas funções de consumo, poupando parcela maior da renda do que sinalizariam suas propensões marginais a consumir. O ajuste se dará via multiplicador e se estabilizará quando a renda tiver crescido o suficiente para que a magnitude da poupança seja igual ao volume que os agentes realmente queiram poupar com relação ao produto, ou seja, o ajuste estará completo quando os indivíduos retornarem ao equilíbrio de suas funções de consumo.

Hermann (1988) esquematiza a visão pos-keynesiana do processo multiplicador. Sendo  $Y$  a renda,  $C$  o consumo,  $I$  o investimento,  $S$  a poupança e  $c$  a propensão marginal a consumir, tem-se que no momento do  $t=0$  a renda é formada pelo consumo no período 0 e pelo investimento no período 0.

$$Y_0 = C_0 + I_0$$

O processo se inicia por meio de um aumento exógeno do investimento de magnitude  $\Delta I$ . Nesse momento, a renda irá se elevar no exato montante do investimento. Mas o consumo não sofre nenhuma alteração, uma vez que, todo aumento de renda do período  $t=0$  é apropriado sob a forma de poupança dos trabalhadores e empresários do setor de bens de capital. Essa interpretação é bastante intuitiva, pois o consumo irá reagir com defasagem ao aumento da renda.

$$Y_1 = Y_0 + \Delta Y_0 = C_0 + I_0 + \Delta I = C_1 + I_1$$

$$C_1 = C_0$$

$$I_1 = I_0 + \Delta I$$

$$\Delta Y_0 = Y_1 - Y_0 = C_0 + I_0 + \Delta I - (C_0 + I_0) = \Delta Y_0 = \Delta I$$

$$Y_1 = C_1 + S_1$$

$$S_1 = Y_1 - C_1$$

$$C_1 = (C_0 + I_0 + \Delta I) - C_0$$

$$S_1 = I_0 + \Delta I = I_1$$

$$\Delta S_1 = \Delta I$$

$C_1 = (C_0 + I_0 + \Delta I) - C_0$  Assim a propensão marginal a consumir se reduz em um primeiro momento.

$$C_0 = \frac{C_0}{Y_0}$$

Em  $t=1$ , teremos

$$C_1 = \frac{C_1}{Y_1} = \frac{C_0}{Y_0 + \Delta I}$$

$$C_1 < C_0$$

Conforme os trabalhadores e empresários do setor de bens de capital começam a consumir, ajustando seus níveis de poupança às suas propensões a poupar, aumenta-se a renda dos produtores de bens de consumo, e suas poupanças. Assim, o ajuste se procede de forma que o consumo do período 2 será igual ao consumo do período 1 somado ao aumento de renda do período 1 vezes a propensão a consumir. Na forma,

$$C_0 = C_1$$

$$C_2 = C_1 + cY_1$$

$$cY_1 = c\Delta I$$

$$C_2 = C_0 + c\Delta I$$

$$C_3 = C_0 + c\Delta I + c^2\Delta I$$

$$C_t = C_0 + \Delta I(c + c^2 + c^3 + \dots + c^{t-1})$$

$$S_t = \left[ Y_0 + \Delta I \left( \frac{1 - c^t}{1 - c} \right) \right] - \left[ C_0 + \Delta I \left( \frac{c - c^t}{1 - c} \right) \right]$$

$$S_t = \left[ Y_0 - C_0 + \Delta I \left( \frac{1 - c^t}{1 - c} \right) - \left( \frac{c - c^t}{1 - c} \right) \right]$$

$$S_t = S_0 + \Delta I \left[ \frac{1 - c^t - c + c^t}{1 - c} \right]$$

$$S_t = S_0 + \Delta I$$

$$S_0 = I_0$$

$$S_t = I_0 + \Delta I$$

$$S=I$$

A expressão final mostra que a poupança em qualquer período de ajuste é constante, igual à poupança inicial mais a variação do investimento, ou seja, em qualquer momento a poupança é igual ao investimento. Dessa forma, o processo multiplicador é um mecanismo de ajuste da função consumo e não da identidade investimento igual à poupança. Nesses termos, tratar essa identidade como a condição de equilíbrio definidora de uma taxa de juros é um erro da teoria clássica.

No caso em que a economia se encontre no pleno emprego, sabidamente aquele em que a renda não conseguirá mais se expandir, o processo será conduzido por meio de inflação, de forma que em nenhuma hipótese será a insuficiência de poupança restrição ao investimento.

Porém, isso não quer dizer que inexistente qualquer limite para a ampliação dos gastos com investimento. Uma primeira restrição é a possibilidade de não se conseguir acesso aos meios de pagamento. Além disso, embora a poupança sempre seja criada em contrapartida de uma decisão de investir, será improvável que essa poupança se encontre nas mãos dos agentes que dela necessitam. Assim, será a preferência por

liquidez e a alocação da poupança criada o que rigorosamente restringirá o investimento. O circuito *finance-funding* ilustra melhor o argumento.

O circuito *finance-funding* sintetiza a maneira pela qual o processo de financiamento do investimento se desenvolve na economia. Dado que um agente decidiu efetuar gastos com investimento, será necessário conseguir viabilizá-lo. É imperativo que se adquira meios de pagamentos, poder de compra, para concretizar, no mercado, as transações de aquisição de máquinas e equipamentos. O volume desses recursos não precisa e não deve representar a totalidade do financiamento exigido para o investimento. A rigor, é preciso apenas parcela suficiente para iniciar a produção por parte da indústria de bens intermediários. Essa é a fase *finance* do circuito, definido nas palavras de Keynes (1937b: 666):

*“For “finance” is essentially a revolving fund. It employs no saving. It is, for the community as a whole, only a book-keeping transaction. As soon as it is “used” in the sense of being expended, the lack of liquidity is automatically made good, and the readiness to become temporarily unliquid is available to be used over again. Finance covering the interregnum is, to use a phrase employed by bankers in a more limited context, necessarily ‘self-liquidating’ for the community taken as a whole at the end of the interim period.”*

Nessa primeira etapa, é necessário que o sistema financeiro, em especial bancário, seja capaz de gerar e colocar nas mãos dos investidores os meios de compra necessários para que as encomendas possam ser feitas. **O papel do sistema bancário, de criador de liquidez, é primordial nesse momento.**

A teoria pós-keynesiana entende que os bancos são as únicas instituições privadas capazes de emitir um passivo, depósito à vista, que é aceito socialmente como moeda. Na realidade, a moeda bancária supera em muito o volume de moeda criado

pelo Banco Central, como forma de pagamento em economias desenvolvidas. Nesse sentido, é papel fundamental dos bancos criarem poder de compra. Para Keynes (1937b: 665):

*“The ex-ante saver has no cash, but it is cash which the ex-ante investor requires. On the contrary, the finance required during the interregnum between the intention to invest and its achievement is mainly supplied by specialist, in particular by banks, which organize and manage a revolving fund of liquid finance”*

Mais adiante no mesmo texto, Keynes (1937b: 666) considera que é uma simplificação bastante realista assumir que o suprimento de liquidez necessário para o *finance* é completamente dependente das políticas bancárias.

*“In a simplified schematism, designed to elucidate the essence of what is happening, but one which is, in fact, substantially representative of real life, one would assume that “finance” is wholly supplied during the interregnum by banks; and this is the explanation of why their policy is so important in determining the pace at which new investment can proceed.”*

Porém, a decisão de criar depósitos à vista, conceder empréstimos e financiar o investimento está sujeita à maximização de lucro, à preferência por liquidez e às decisões de portfólio dos bancos, e nada e nem ninguém garante que será realizada. Isso passa pela racionalidade, atividade e escolha dos bancos, que será explorada mais adiante.

Considerando então que os bancos responderam às demandas por poder de compra dos agentes investidores, as empresas efetuam suas despesas de investimento com máquinas e equipamentos. A produção por parte das indústrias de bens intermediários exigirá novos gastos com insumos e salários que criarão renda, e o efeito

multiplicador garantirá que essa crescerá mais do que o gasto inicial. Desta renda restará uma poupança para fazer frente aos novos investimentos.

Nesse processo foram criadas dívidas de curto prazo das empresas com as instituições bancárias. Contudo, tendo em vista que a maturação do investimento é normalmente longa, o problema que se apresenta nessa fase, para as firmas, é a consolidação dessas dívidas. Esse é a fase *funding* do circuito.

Quando o processo multiplicador se esgota, a poupança já foi criada e está nas mãos de pessoas que realmente querem poupar, ou seja, os indivíduos estão em equilíbrio com suas funções consumo. Porém, não é certo que os agentes possuidores dessa poupança sejam os investidores iniciais ou mesmo que queiram poupar na forma de ativos ofertados pelos investidores. Nas palavras de Davidson (apud Studart 1999: 161):

*“Em um mundo incerto, mesmo após o desenvolvimento completo do multiplicador, o funding estaria condicionado pela propensão do público a adquirir títulos de longo prazo ou ações ao longo do processo de multiplicação da renda.”*

As empresas tentarão consolidar as suas dívidas de curto prazo, equalizar a maturidade de seus direitos e obrigações, deslocando para elas a poupança criada em troca de ativos que paguem juros. Nesse momento, a preferência por liquidez dos poupadores irá orientar a possibilidade de realização do *funding*. Caso o ambiente econômico esteja passando por período de incerteza, no qual as expectativas sejam negativas, os agentes podem atribuir maior valor à liquidez, optando por reter moeda ou ativos de prazos mais curtos, como forma de proteção. Se isso ocorrer, é provável que os indivíduos exijam uma taxa de juros muito elevada para trocar sua poupança pelos

ativos ofertados pelas firmas investidoras. A implicação seria a inviabilização do *funding*.

O segmento *funding* do circuito pode ocorrer no mercado de capitais ou também no sistema bancário, se o foco de análise for os bancos múltiplos. Bancos comerciais, que trabalham com depósitos à vista como meio de arrecadar recursos não operam e não devem operar com ativos de longo prazo. O descasamento de prazos, nesse caso, pode torná-los perigosamente ilíquidos. Como o foco dessa dissertação é a participação dos bancos na viabilização do investimento, estar-se-á restrito à análise dos bancos múltiplos, aqueles capazes de operar tanto na fase *finance* quanto na *Funding*.

A rigor, parece ser uma tendência atual dos bancos participarem cada vez mais da fase *funding* do processo de financiamento. A próxima seção traz um pequeno resumo do debate sobre o futuro das atividades bancárias. O objetivo dessa pequena contextualização é destacar as mudanças que estão ocorrendo dentro do setor bancário, além de esclarecer como os bancos têm direcionado suas atividades também para o *funding* por meio de operações junto ao mercado de capital, e conseguido obter rentabilidade e menor exposição ao risco.

É importante destacar que a teoria apresentada até aqui já comporta esse novo direcionamento das operações da firma bancária. Embora a importância sistêmica dos bancos esteja intimamente ligada à fase *finance*, por meio da característica única dessas instituições no processo de criação de liquidez, nada impede que dadas as estratégias com relação a escolha entre rentabilidade e liquidez, bem como a capacidade de explorar novas oportunidades no mercado, os bancos não possam ampliar sua participação na fase *funding* do circuito de financiamento.

### 1.2.1 Evolução das atividades bancárias

Nas últimas décadas, as atividades bancárias vêm passando por mudanças significativas. As pressões concorrenciais se intensificaram com as melhorias das novas tecnologias da informação e comunicação, inovações financeiras, bem como a desregulamentação do setor em alguns países. Nesse contexto, outras instituições não bancárias, como por exemplo, supermercados, companhias de seguros, fundos mútuos e até mesmo montadoras de automóveis, passaram a prover serviços financeiros antes ofertados exclusivamente por bancos.

Lleweellyn (1999) destaca mudanças gerais que estariam tornando a atividade bancária vulnerável. São elas:

- Perda do poder de monopólio referente ao surgimento de novos ofertantes de serviços tradicionalmente bancários. O desenvolvimento de novas tecnologias diminuiu as barreiras à entrada, eliminando, por exemplo, a necessidade do elevado custo fixo referente à rede de agências para o contato com os consumidores. Esse contato passou a ser realizado muitas vezes por meio da internet. Além disso, as novas tecnologias da informação e comunicação reduziram os custos para obtenção de informação, diminuindo a vantagem competitiva dos bancos;
- Perda de vantagem comparativa na provisão de serviços financeiros. A obrigatoriedade de publicar uma maior quantidade de informação por meio do balanço patrimonial das empresas também arrefeceu a vantagem dos bancos em ter acesso a dados e ao perfil de renda e gasto dos clientes por meio do controle do sistema de pagamentos;
- Aumento do preço de oferta da atividade de intermediação financeira exercida pelos bancos. Os bancos estão presos a uma estrutura de custos fixos relativos

- ao investimento em uma grande rede física de agências bancárias. Além disso, a competição pressiona os bancos a aumentarem as taxas de juros pagas em seus passivos, com o objetivo de atrair recursos. Isso leva, novamente a um aumento do preço de oferta;
- Queda no custo das instituições concorrentes que exercem intermediação financeira. Além de alguns pontos já ressaltados, o custo regulatório é muito maior para os bancos do que para seus concorrentes;
  - Mudança na preferência dos consumidores. Com o aumento do número de ofertantes de serviços financeiros, os consumidores podem optar por ter uma estrutura diversificada de suas dívidas e se tornarem menos dependentes do crédito bancário; e
  - Extinção e/ou enfraquecimento de alguns dos fatores que sustentaram a existência dos bancos. Nesse ponto o autor ressalta o enfraquecimento dos argumentos teóricos para a existência dos bancos, a saber, vantagens comparativas com relação à informação; imperfeição de mercado; relação agente principal; controle; subsídios regulatórios e a função chave que os bancos exercem no sistema de pagamentos.

A literatura que argumenta sobre o declínio da atividade bancária costuma destacar como evidência da perda de importância dos bancos a diminuição do percentual dos empréstimos bancários no total do financiamento do setor corporativo, notadamente nos Estados Unidos. Ocorre que nos anos de 1980 o sistema bancário norte americano passou por um período de instabilidade. Na época, grande parte dos ativos dos bancos americanos estava comprometida com empréstimos para os países do terceiro mundo e esses viviam o que convencionou-se chamar de “crise da dívida”. A incerteza sobre a capacidade dos países de honrar seus compromissos com os bancos e o

anúncio de *default* de alguns desses países levaram a dúvidas com respeito à solvência e à liquidez do sistema bancário americano. Isso se refletiu no aumento do custo de captação de recursos e, respectivamente, no custo dos empréstimos bancários para capital de giro das grandes empresas.

Assim, ocorreu um movimento, por parte das grandes corporações, de busca por financiamento direto, ou seja, passaram a demandar recursos no mercado de capitais com a colocação de *commercial papers*. Essas operações foram muito bem sucedidas e as grandes empresas perceberam que poderiam acessar recursos de forma mais barata. Dessa forma, mesmo depois de resolvidos os problemas do sistema bancário, o segmento do mercado formado pelas grandes corporações parece ter sido perdido para os bancos. Porém, esse canal de captação financeira só se faz rentável para grandes quantias. Os custos de colocação de papéis no mercado de capital são consideráveis, o que torna esse tipo de operação restrita a um número pequeno de firmas.

A maioria dos argumentos destacados para inferir uma possível decadência da atividade bancária tem como foco principal o papel de intermediação financeira exercido pelos bancos, e a limitação desse enfoque está na incapacidade de perceber os impactos das inovações financeiras e da criação de outras fontes de receitas importantes para os bancos. Isso não quer dizer que a atividade bancária não tenha sofrido alterações. Mesmo o processo descrito acima que levou ao declínio do percentual dos empréstimos bancários no total do financiamento do setor corporativo, também trouxe oportunidades e novos nichos de negócios para os bancos. Como exemplo, pode-se destacar duas áreas de atuação bancária que vieram conjuntamente a esse movimento, quais sejam, a organização da operação de colocação de papéis e a oferta de linhas de crédito de apoio a venda dos títulos no mercado. Segundo Carvalho et al(2001:345):

*“A exploração desses canais é um dos caminhos importantes para a convergência entre bancos comerciais e bancos de investimento, com a crescente participação dos primeiros em procedimentos mais tradicionalmente ao alcance dos segundos”*

O fundamental para se entender a evolução da atividade bancária, mais do que tentar explicar possível declínio de importância, é perceber que se por um lado os bancos encontram-se com maiores pressões concorrenciais em suas atividades tradicionais, hoje não se limitam mais a elas.

O *mix* de produtos e serviços bancários está mudando tanto quanto o mercado de suas atividades tradicionais. Llewellyn (1999:11) observa:

*“Bancos têm determinadas competências e/ou vantagens competitivas (informação, análise de risco, etc) que podem ser usadas de várias maneiras e gerar empréstimos para compor seu ativo no balanço patrimonial é apenas uma delas.”*

Mais adiante o autor contrapõe o argumento de queda da participação bancária nos empréstimos corporativos chamando a atenção para o comportamento do valor adicionado pelo sistema bancário. Segundo o autor, quando esse é o indicador considerado, não há nenhuma evidência do declínio da atividade bancária. Para entender essa aparente contradição é preciso analisar o papel das operações fora do balanço patrimonial e sua importância atual.

Em muitos países as operações fora do balanço patrimonial se tornaram fontes tão importantes de receitas para os bancos que, hoje, superam as receitas provenientes das operações tradicionais. As atividades fora do balanço patrimonial são relacionadas a serviços de colocação de papéis no mercado de capitais e a créditos derivativos.

O primeiro caso se caracteriza por uso intensivo de informação. Na prática os bancos participam e orientam empresas privadas na emissão de papéis e dívidas no mercado de capitais. São serviços consultivos, de corretagem, *rating* etc. Além desses, a subscrição de títulos e a oferta de linhas de crédito de apoio, já citada acima, são importantes formas de operações fora do balanço patrimonial.

No segundo caso, predominam as operações com garantias, *swaps*, transações de *hedge* e securitizações. O processo de securitização ocorre quando bancos “empacotam” ativos originados em suas atividades de empréstimos ou comprados de corretores e criam novos papéis com rendimentos derivados dos primeiros. Esses papéis são vendidos no mercado de capitais, normalmente para investidores institucionais, e saem do portfólio de ativos do banco. Esse processo permite aos bancos tanto o repasse do risco de crédito para os poupadores finais, como também, a liberação de recursos para novas operações de crédito.

### **1.2.3 Sumário dos argumentos**

Como descrito acima, a teoria pós-keynesiana rompe com o argumento da necessidade de poupança prévia como fonte de viabilização do investimento. Nesse sentido, inverte-se com consistência a causalidade entre poupança e investimento, em favor da segunda. Mais do que isso, retoma-se a forma original, proposta por Keynes (1982) da relação entre essas duas variáveis, qual seja, de uma identidade. Assim, em nenhum momento existe a possibilidade de que o investimento não seja igual à poupança, e elimina-se a necessidade de mecanismos de ajuste.

Contudo, isso não quer dizer que inexista qualquer restrição a ampliação do investimento. Pelo contrário, o investimento passa a ser uma variável consideravelmente volátil, fruto da subjetividade das bases de cálculo para sua decisão,

bem como das escolhas entre preferência pela liquidez e rentabilidade dos agentes responsáveis pelo financiamento de sua viabilização.

Aqui estar-se-á interessado exclusivamente nas variáveis de viabilização. Nesse sentido, por meio do circuito *finance-funding*, tentou-se destacar a importância do sistema financeiro bancário, como provedor último das necessidades de criação de poder de compra direcionadas a concretizar as decisões de gastos. Além disso, mostrou-se a existência de uma tendência da ampliação da participação do setor bancário no processo de consolidação das dívidas de curto prazo, por meio de operações no mercado de capitais. Ou seja, na fase *funding* do financiamento.

Assim sendo, precisa-se, agora, entender a racionalidade intrínseca a forma de operação as firmas bancárias. Ou seja, como são realizadas as decisões que orientam as atividades bancárias. Além disso, tentar-se-á explorar de que maneira podem os bancos, por meio de suas operações cotidianas, promoverem ou restringirem o financiamento do desenvolvimento.

### **1.3 Sistema bancário na visão pós-keynesiana**

#### **1.3.1 Críticas a teoria tradicional do sistema bancário**

A teoria pós-keynesiana da firma bancária retoma as idéias originais contidas nas obras de Keynes com vistas a superar a visão tradicional de firma bancária, qual seja, aquela baseada no enfoque de que os bancos são apenas intermediários neutros da alocação de poupança do público.

A firma bancária tradicional será, aqui, caracterizada por meio da equação geral de Santomero (1984), que encontra-se no anexo desse capítulo, e do modelo de Baltensperger (1980). Essa escolha se faz por entender que a equação geral consegue

capturar de forma bastante abrangente e ainda atual da interpretação tradicional. Paula (1997) observa que os diversos modelos convencionais derivam de distintas especificações para as equações de Santomero, de forma que a equação geral de Santomero estabelece o princípio universal que não é violado por nenhum desses modelos.

De acordo com essa interpretação a atividade dos bancos seria orientada pela maximização do lucro, por meio da escolha entre manter seus recursos na forma líquida, reservas, para garantir qualquer nível de saída de depósitos ou emprestá-los, abrindo mão de segurança para auferir retornos positivos na forma de juros.

Machado (1995:10) resume o proposto por Santomero (1984) a partir de sua equação geral:

*“Diante de uma função de custo operacional  $C(.)$  cujo crescimento acompanha a expansão do seu portfólio e dada a escolha do público entre depósitos e papel-moeda, a firma bancária procura compatibilizar a sua estrutura de ativos ( $A$ ) com a estrutura de depósitos ( $D$ ) e o nível de capital ( $W$ ), de maneira a maximizar o seu lucro esperado por unidade de capital ( $\tilde{\Pi}$ ) e, em consequência, sua riqueza.”*

Um caso particular de especificação das equações de Santomero será descrito a seguir, de forma a ilustrar sua abrangência. Em modelo proposto em Baltensperger (1980), Santomero (1984) e também descrito em Carvalho (2007b) a formulação-padrão do problema da firma bancária é definida pela escolha de alocação, do volume de depósitos dado, entre reservas,  $R$ , e empréstimos,  $L$ , que são remunerados pela taxa de juros  $r$ .  $X$  é o valor do montante de depósitos que são sacados do banco, com probabilidade  $f(X)$ . O custo de eventual deficiência de reservas é a multa  $c$ . Dessa forma, tendo um custo de oportunidade  $rR$  ao manter reservas e uma probabilidade de

multa de  $\int c(X - R)f(X)dx$ , a solução otimizadora com relação ao volume de reservas se dará em:

$$r = c \int f(X)dx$$

É de fácil observação que o esquema proposto pela teoria tradicional minimiza a participação do sistema bancário como capaz de contribuir para a promoção e ampliação do investimento privado agregado. Além disso, Carvalho (2007b) ressalta alguns pontos passíveis de críticas. O primeiro, segundo o autor, estaria na ênfase da dicotomia reservas *versus* empréstimos, dado que, em suas palavras, “empiricamente a acumulação de reservas não parece ser, ou ter sido, o modo pelo qual as necessidades de liquidez dos bancos tenham sido satisfeitas” (Carvalho, 2007b, p.11). A parte momentos em que o nível de incerteza esteja consideravelmente alto, a escolha dos bancos não se resume a definir o volume de empréstimos a serem efetuados. Pelo contrário, Keynes (1971 apud Carvalho, 2007: 11) supõe que “todos os bancos usam suas reservas até o limite; isto é, eles raramente ou nunca mantêm reservas ociosas em excesso do que é a proporção legal ou convencional para o período relevante”.

Dessa forma, a verdadeira questão passa a ser de que forma os bancos decidem distribuir seus recursos pelos diferentes ativos possíveis. A preferência pela liquidez será o mecanismo escolhido por Keynes e pelos pós-keynesianos para orientar essa decisão. Esse conceito não está presente na abordagem clássica, de forma que o processo de escolha dos bancos, como visto acima, se torna consideravelmente mecânico. A segunda crítica refere-se à indiferença pela qual os bancos aceitam um volume dado de seu passivo. Sobre esses dois pontos, Paula (1999: 173), destaca:

*“Na abordagem pós-keynesiana da firma bancária os bancos, como qualquer outra firma, têm preferência pela liquidez com*

*base em suas expectativas sobre um futuro incerto, conformando seu portfólio de modo a conciliar lucratividade com a escala de preferência pela liquidez. De tal escolha depende, em boa medida, a criação de crédito e de depósitos bancários, e, por conseguinte, a oferta de moeda na economia. Ademais, os bancos são vistos como agentes ativos que administram dinamicamente os dois lados dos balanços. Isto significa que eles não tomam seu passivo como dado, na medida em que procuram influenciar as preferências dos depositantes através do gerenciamento das obrigações e da introdução de inovações financeiras.”*

Como observa a citação acima, a abordagem pós-keynesiana percebe uma característica fundamental da operação bancária que inexistente na teoria clássica, qual seja, estratégia. Para esta, a atuação dos bancos é privada de qualquer tipo de estratégia concorrencial, inexistindo qualquer espaço para as inovações financeiras e a busca por melhora tanto no volume quanto no perfil das obrigações bancárias. Para marcar de forma clara as diferenças de interpretação, faz-se necessário então explorar de forma mais detalhada a teoria pós-keynesiana de firma bancária.

### **1.3.2 O modelo teórico de firma bancária pós-keynesiana**

Em seu trabalho “*A treatise on money*” de 1930, Keynes já salientava a importância do sistema bancário (apud Paula e Oreiro, 2007:1):

*“O crédito bancário é o pavimento ao longo do qual a produção viaja, e os banqueiros, se conhecedores do seu dever, proveriam as facilidades de transporte na extensão necessária para que os poderes produtivos da comunidade possam ser empregados em sua plena capacidade.”*

Para entender o papel fundamental que os bancos exercem na teoria pós-keynesiana, é necessário compreender o sistema de pagamentos baseado em depósito bancário. Os bancos têm como uma de suas funções a concessão de empréstimos. Nessa transação o banco cria um ativo – empréstimos – e um passivo – depósito à vista – com

valores iguais. Em uma economia monetária desenvolvida, as transações serão liquidadas por meio da transferência de titularidade dos depósitos à vista. Isso significa que fração pouco importante dos negócios será efetuada com papel moeda. Ou seja, um subproduto da operação de empréstimo realizada pelos bancos será o sistema de pagamentos por depósito bancário que, em grande parte, substituirá a moeda legal.

Sobre isso, Minsky (1986:250) destaca:

*“In a capitalist economy money is tied up with the process of creating and controlling capital assets. Money is not just a universal ration coupon that makes trading possible without a double coincidence of wants: it is a type of bond that arises as banks finance activity and positions in capital and financial assets.”*

Logo a seguir, Minsky (1986:250) completa:

*“Money is created as bankers go about their business of capital assets. An increase in the quantity of money through bank lending to business transforms a desire for investment or capital assets into an effective demand; the creation of money is part of the mechanism by which a surplus is forced and allocated to the production of particular investment output.”*

Nessa passagem fica clara a importância dos bancos na viabilização dos gastos de investimentos e ativos de capital. De acordo com Keynes (1982) o aumento do preço de demanda dos bens de capital para dado preço de oferta irá proporcionar um aumento na intenção de gastar com investimentos. Contudo, um aumento no volume de investimento só irá ocorrer se existir financiamento, em particular, se o sistema bancário prover crédito. Dessa forma, é imperativo que os bancos compartilhem com os empresários a expectativa de um futuro favorável, uma vez que serão as quase-rendas

auferidas pelos ativos de capital financiados que irão permitir o pagamento dos empréstimos ao banco no futuro.

Mas o que torna os depósitos à vista um substituto quase perfeito da moeda legal nos olhos dos agentes? A rigor, são suas características principais, a saber, resgate ao par e sob demanda. Isso quer dizer que o resgate é efetuado pelo valor de face e com período de espera, para quantias normais, nulo. Por esse sistema de pagamentos se interligará os segmentos da economia e toda necessidade de moeda para o financiamento de gastos dependerá em última instância da atividade de concessão de crédito por parte dos bancos.

Porém, qual é capacidade de criação de crédito por parte dos bancos? A resposta para essa pergunta destaca outra importante característica da firma bancária para a teoria pós-keynesiana. Ocorre que a competição entre os bancos implica que a atividade de concessão de crédito deve ser suficientemente elástica para conformar mudanças abruptas na demanda por crédito de seus clientes. Isso, porque em uma economia sujeita a incerteza, os bancos exercem sua preferência por liquidez por meio de reservas voluntárias e ativos líquidos (reservas secundárias).

Dessa forma, uma vez que os empréstimos bancários são ativos não negociáveis, sem mercado secundário, quando as expectativas sobre o futuro do ambiente econômico se deterioram, os bancos diminuem sua propensão a conceder crédito ou aumentam os juros cobrados. Concomitantemente, optam por diminuir maturidade de seus ativos e, nesse processo, por alocar maior percentual desses em reservas voluntárias e secundárias. Esse estoque de ativos líquidos irá permitir a flexibilidade dos bancos para responderem as mudanças na demanda.

Studart (1995) demonstra esse mecanismo por meio de balanço patrimonial simplificado dos bancos. De um lado do balanço ter-se-iam as reservas (R), os ativos líquidos (A) e os empréstimos (L), do outro os Depósitos (D). Na forma:

$$R+A+L=D$$

O volume de R é uma proporção de D ( $r = R/D$ ), definida pela autoridade monetária. Porém, a razão ativos líquidos, depósitos ( $t = A/D$ ) é determinada pela estratégia de competição e a preferência pela liquidez dos bancos. Assim,

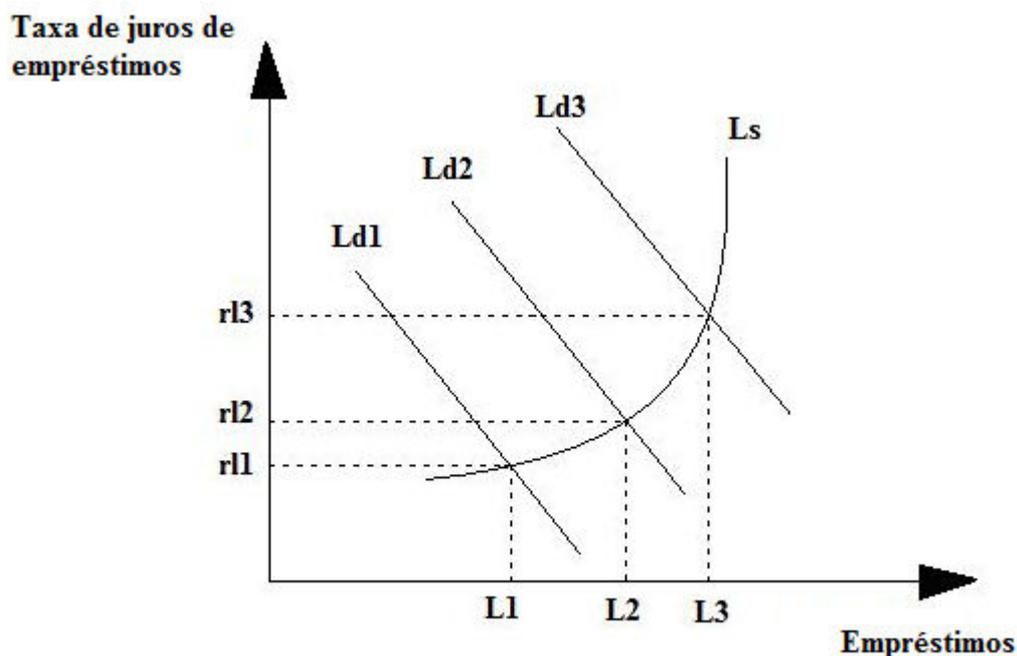
$$L=(1-r-t)$$

A partir desse esquema, Studart (1995:41) observa:

*“This equation expresses the view that, until our bank has liquid assets ( $t>0$ ), an increase in its loans can be achieved without depletion of reserves. In other words, in case of a fast expansion of loans  $r$  can remain constant while  $t$  declines”*

O gráfico abaixo mostra como o sistema bancário pode responder a uma melhora nas expectativas ofertando mais crédito ao setor privado. Assim, dada a expectativa, o sistema bancário modifica sua alocação em ativos líquidos para responder a demanda de crédito, sempre que considerar lucrativo. É importante perceber que um diferente volume de depósitos pode responder a um complexo de arranjos diferentes de ativos.

Gráfico 1 – Oferta de Crédito x Expectativas



Na qual Ld é a demanda por empréstimos, Ls a oferta e rl a taxa de juros.

Nessas peculiaridades que envolvem as atividades do sistema bancário reside a importância de se entender sua forma de operar. Em primeiro lugar, estando inseridas em uma economia capitalista, as atividades bancárias são orientadas para o lucro. Essa é, para os banqueiros, a razão de existir de suas empresas, independentemente de qual papel eles exercem para a economia. Mais uma vez, Minsky (1986:252) define muito bem:

*“Banking is a dynamic and innovative profit-making business. Bank entrepreneurs actively seek to build their fortunes by adjusting their assets and liabilities, that is, their lines of business, to take advantages of perceived profit opportunities.”*

Com isso em mente, de acordo com a interpretação pós-keynesiana, o mecanismo orientador da atividade bancária será a preferência pela liquidez. Carvalho (2003: 4) resume:

*“A abordagem da preferência pela liquidez dos bancos sugere que os bancos perseguem ativamente políticas de balanço em vez de acomodarem passivamente a demanda por crédito.”*

Liquidez, aqui, será entendida como o valor ex-ante que o agente atribui à possibilidade de mudar a composição de seu portfólio, caso necessário, de maneira rápida e sem grande perda com relação ao seu valor de mercado. Os indivíduos atribuem um valor positivo a essa flexibilidade que os ativos com a característica de alta liquidez permitem. Esse valor será o prêmio pela liquidez. Um ponto importante que deve ser ressaltado é que o prêmio de liquidez é composto por um componente subjetivo, atribuído a cada agente e também por outro objetivo, relacionado às estruturas que dão liquidez. Nesse sentido, a existência de mercados secundários bem organizados e *market makers* serão capazes de elevar a liquidez de determinado ativo.

A preferência pela liquidez será inserida dentro de um esquema de precificação de ativos e escolha de portfólio. Para isso, Keynes utiliza o conceito de taxa própria de juros e define que o rendimento de cada ativo será dado de acordo com a apreciação ou depreciação de seu valor de mercado (a); por sua geração de renda (q); custo de carregamento (c); e seu prêmio de liquidez (l). Ou seja:

$$q + a - c + l$$

Além disso, Keynes postulou que, para dado estado de expectativa, os mecanismos de mercado iriam atuar sobre o preço de cada ativo, de forma a igualar o

retorno de todos. Se por exemplo a taxa de juros própria de um ativo se encontrasse superior às demais, a demanda por esse ativo iria aumentar, elevando o preço deste e corrigindo o desequilíbrio. Assim:

$$q_i + a_i - c_i + l_i = q_j + a_j - c_j + l_j \quad \text{para todo } i, j$$

Como observa Carvalho (2007b: 7):

*“Cada tipo de ativo é uma alternativa potencial a todos os outros; cada um tem, por assim dizer, uma fronteira comum com todos os outros e com a moeda. O equilíbrio de mercado é atingido quando as taxas de juros são tais que nenhuma riqueza é movida através de qualquer fronteira. Preços então serão tais que o mercado está contente em deter justamente aquela quantidade de cada tipo de ativo que está disponível no momento.”*

Dessa forma, sendo liquidez um atributo que varia uniformemente entre os ativos, e todos os ativos uma escolha possível para a alocação de portfólio dos bancos, não parece adequado o modelo tradicional que limita os bancos a operarem com empréstimos ou reservas. A rigor, os bancos não estão escolhendo com qual nível de empréstimos e reservas irão exercer sua atividade, mas sim de que maneira irá investir, qual a composição do portfólio irá trazer o melhor *mix* entre retorno e segurança. Para Carvalho (2007b: 12):

*“O argumento é de que, de acordo com a abordagem generalizada da preferência por liquidez, não se deveria partir de uma dicotomia entre ativos líquidos versus ilíquidos, mas de graus de liquidez, associados aos diversos ativos ao alcance dos bancos. A questão não é como compensar a acumulação de ativos pagantes mas ilíquidos pela retenção de ativos completamente líquidos que não oferecem qualquer remuneração ao seu retentor. Estas não são as escolhas consideradas pelos bancos, pelos menos não em condições normais.”*

É especialmente importante notar que de acordo com as expectativas do banco, o portfólio escolhido irá se alterar, oscilando entre uma busca por maior rendimento ou maior proteção. Pode-se se imaginar que essa oscilação acompanha o ciclo econômico, que nas fases de declínio e recuperação econômica opte-se por posturas mais conservadoras enquanto que em períodos de forte expansão privilegie-se os rendimentos.

O que foi visto até agora sobre a escolha de portfólio dos agentes, responde por apenas um lado do balanço patrimonial dos bancos, qual seja, a lado do ativo. Porém, para ter-se uma noção verdadeira da atuação dos bancos e sobre sua capacidade de escolha no lado do ativo é preciso também explorar o perfil do passivo.

Essa é outra característica marcante da teoria pós-keynesiana de firma bancária. Nela o passivo dos bancos não é visto como um dado exógeno, fruto normalmente das preferências dos agentes. Muito pelo contrário, o perfil das obrigações faz parte das estratégias dos bancos que decidem a respeito dos prazos e dos níveis de absorção de reservas dos débitos formadores do passivo. Como observa Paula (1999: 179)

*“A administração do passivo envolve, assim, decisões relativas à participação dos diversos tipos de obrigações no total do passivo, inclusive a proporção do patrimônio líquido sobre o total de ativo (grau de alavancagem). As instituições bancárias modernas passam a agir, do lado das obrigações, de forma dinâmica, adotando uma atitude ativa na busca de novos depósitos ou através da administração das necessidades de reservas, o que faz com que os fundos que financiam seus ativos sejam muito condicionados pelo próprio comportamento do banco.”*

O processo de diversificação das obrigações ocorre de forma semelhante e cumpre função parecida com o que se descreveu para os ativos. A orientação do processo segue a abordagem da preferência pela liquidez, porém aqui, ter-se-á graus de

maturidade e a quantidade de retenção de reserva que os órgãos reguladores exigem para cada tipo de passivo. O melhor *mix* dessas variáveis permitirá a melhor escolha com respeito à segurança e retorno do lado do ativo. Segundo Carvalho ( 2007b: 15)

*“Na abordagem da preferência pela liquidez, o mesmo tipo de preocupação que explica como os investimentos são distribuídos pelas diferentes categorias de ativos pode explicar como fontes de fundos também são diversificadas.”*

Em seguida, sobre a interdependência dos dois lados do balanço, o autor observa:

*“Em geral, se segurança é um fator importante, o perfil de débitos emitidos por um agente tem de exercer uma influência crucial na decisão quanto a que combinação de retorno e risco comprar. Carvalho ( 2007b: 16)”*

O que se compreende é que na realidade o banco acaba tendo uma estratégia de balanço em si, mais do que uma decisão separada das duas partes. Na sua escolha relativa ao passivo a firma bancária está, também, imaginando qual composição do ativo esse perfil de obrigações permite, para dada combinação entre retorno e segurança estabelecido. Por outro lado, o prêmio de liquidez intrínseco a cada ativo, tem seu significado alterado. Além de representar a flexibilidade de mudança de portfólio sem perdas consideráveis, ele irá agregar em si a possibilidade que o ativo permite de ser usado como colateral na emissão de débitos por parte do banco.

Os instrumentos utilizados pelos bancos para administrarem seus passivos, atraindo diferenciadas fontes de financiamento tomarão a forma de taxas de juros desiguais para cada tipo de passivo e esquemas orientadores de comportamento dos agentes, como por exemplo, publicidade e oferecimento de prêmios e presentes para os

clientes. As inovações financeiras serão outro instrumento importante nesse esquema. A criação de novos produtos financeiros poderá aliviar as restrições impostas pelo órgão regulador com respeito à retenção de reservas, bem como atrair novos clientes.

### **1.3.3 A Teoria de Minsky, o complemento pelo lado do passivo.**

A participação do sistema bancário na fase *funding* do circuito também é atestada por Minsky (1982) em sua teoria da fragilidade financeira. Nesta, o autor aponta que, com a existência de mecanismos de crédito desenvolvidos, em especial de crédito bancário, é possível financiar posições de longo prazo por meio da administração de um fundo rotativo de curto prazo.

Minsky desenvolve a teoria monetária de Keynes e os conceitos de preferência pela liquidez, agregando uma análise que tem como foco não só o ativo, mas o balanço patrimonial como um todo. Nesse sentido, será dada grande importância a forma de financiamento dos ativos.

O ambiente econômico de sua teoria também é permeado por uma incerteza com relação ao futuro das variáveis utilizadas para decisão. Em uma economia com essas características as relações financeiras são baseadas em um “sistema de confiança”, que abrange devedores e credores, por meio das expectativas de renda futura dos investidores e do retorno dos ativos financeiro.

Contudo, confiança é uma variável, por natureza, subjetiva e volátil, influenciada fortemente pelas condições presentes. Dessa forma, em condições normais, o futuro passa a ser considerado como um prolongamento do presente, e isso condiciona o comportamento dos agentes a ampliarem as tendências de forma pró-cíclica. Além disso, sem bases estritamente objetivas e técnicas perde-se um parâmetro seguro para se adequar o volume e a taxa de expansão do crédito. Ocorre que mesmo elevadas taxas de

expansão de crédito, baseadas em projetos arriscados, serão “adequadas” se determinado futuro que comporte determinadas rendas futuras, remuneradoras de investimentos bem sucedidos, se realizar. Hermann (2002:193) observa:

*“Não há, nas economias de mercado, um indicador seguro do grau de adequação das condições de crédito: uma mesma estrutura de taxas de juros e prazos de pagamento pode ser considerada favorável ou desfavorável à realização de determinado projeto de investimento, dependendo das expectativas de renda que o motivam.”*

Em sua teoria, o autor define que todos os agentes podem ser descritos na forma de balanços, com ativos e passivos, mas considera que cada um tem atitude diferenciada com relação a seus direitos e deveres. Assim, Minsky propõe três tipos de posturas financeiras, a saber, hedge, especulativa e ponzi.

A postura financeira hedge é aquela em que o agente monta um portfólio tal que irá se financiar somente uma vez. Além disso, é respeitada a condição de solvência, na qual o valor presente dos ativos é igual ou maior do que o dos passivos, e a condição de liquidez, na qual o retorno dos ativos é maior ou igual aos desembolsos necessários para honrar os passivos em todos os períodos de vida do projeto. Na forma:

$$VP_A \geq VP_p$$

$$R_T^A \geq P_T^P ; \forall t$$

$$P_T^P = A_t + J_t$$

$VP_A$  é o valor presente do ativo A,  $VP_p$  é o valor presente do passivo p,  $R_T^A$  o rendimento do ativo A no período T e  $P_T^P$ , o pagamento referente ao passivo P no período T,  $A_t$  é o desembolso referente ao principal e  $J_t$  o desembolso referente aos juros.

Na postura especulativa, o agente terá necessariamente que voltar ao mercado para refinarçar o principal e espera que nesse momento, conseguirá termos aceitáveis de crédito. O especulador espera ser capaz de pagar os juros. Dessa maneira, essa postura se caracteriza por cumprir a condição de solvência, mas apresentar para algum período um descasamento de prazo entre sua receita e despesa. Na forma:

$$VP_A \geq VP_p$$

$\exists t$  tal que  $R_T^A \leq P_T^P$  ; mas

$$R_T^A \geq J_t, \forall t$$

A postura ponzi aprofunda o desequilíbrio de liquidez característico da postura especulativa. Irá ocorrer uma capitalização da dívida, e com isso, o agente terá que se refinarçar para pagar juros e principal. A condição de solvência ainda é respeitada. De modo que:

$$VP_A \geq VP_p$$

$\exists t$  tal que  $R_T^A \leq P_T^P$  ; e

$\exists t$  tal que  $R_T^A \leq J_t$ ,

Em todas as posturas o valor presente dos ativos é, na expectativa do devedor, maior do que o valor presente dos passivos. A grande diferenciação encontra-se na distribuição das receitas e das despesas durante o período de análise, ou seja, no casamento dos prazos dos rendimentos e dos desembolsos. Isso indica que, a princípio, não se pode qualificar a execução de esquemas especulativos ou ponzi como não lucrativos ou indesejáveis. Como já observado, ambos dependerão da confirmação das expectativas dos agentes com relação aos cálculos econômicos que viabilizaram os

projetos. Porém, o que a taxonomia de Minsky distingue é a fragilidade com relação a frustração de suas expectativas a que os agentes estão sujeitos, ou seja, as posturas especulativas e ponzi exigem condições sucesso mais restritas do que a *hedge*. Nesse sentido, Hermann (2002:194) destaca:

*“Nas dívidas especulativas, além da confirmação das expectativas de renda futura que validam a relação  $R_T^A \leq J_t$ , a capacidade de pagamento do devedor, bem como o alcance dos lucros esperados do investimento, são condicionados pelos termos (disponibilidade, prazos e custos) em que novos créditos serão disponibilizados durante o período de déficits.”*

De acordo com Minsky (1982), as instituições financeiras têm suas atividades marcadamente definidas por posturas financeiras caracterizadas como especulativas e/ou ponzi. Em especial, os bancos têm como característica de suas atividades, operarem com descasamento de prazos entre seus ativos e passivos. Mais do que isso, a predominância dos depósitos à vista no passivo e as peculiaridades dessa forma de financiamento tornam o balanço patrimonial dessas instituições mais frágeis no sentido Minsky (1982).

Além de condicionada pela forma inerente da atividade bancária, a postura dos bancos irá variar de acordo com o ciclo econômico e a conjuntura, de forma que nas fases de grande crescimento a postura predominante seria a especulativa e a ponzi. Isso porque, como já discutido acima, sem bases precisas para projeções de variáveis importantes, o “alongamento” do presente e a contaminação do futuro por um clima de otimismo, sustentariam expectativas de renda e de condições de refinanciamento que compensam o investimento em determinados ativos. Nesse sentido, os mecanismos de avaliação de empréstimos se tornam mais frouxos, por parte dos bancos, a expansão da

concessão de crédito se acelera e a inflação dos preços dos ativos realimenta o processo de forma pró-cíclica.

De forma contrária, em períodos de recuperação econômica, no qual, as lembranças de uma crise recente ainda estão presentes na memória e permeando o processo decisório, a postura financeira seria mais conservadora, basicamente *hedge*.

Sobre essa possibilidade de operação com descasamento de prazos por parte dos bancos, seguindo uma abordagem de Minsky (1982), Studart (1999: 169) ressalta:

*“O exemplo mais claro é o negócio bancário que, por sua própria natureza, empresta a prazos maiores do que a média de seus passivos. Está também é a característica da maioria dos intermediários financeiros, e pressupõe que os depositantes/aplicadores mantenham saldos inativos por prazos regulares (em média).”*

Como foi visto anteriormente, essa possibilidade está também relacionada com o fato de os depósitos bancários serem amplamente aceitos como meios de pagamento, o que amplia de forma significativa a capacidade de expansão dos ativos.

#### **1.4 Sumário conclusivo**

Como foi visto, o sistema bancário tem para, os pós-keynesianos, um papel central no financiamento dos gastos, em especial de investimento, em uma economia monetária de produção. Contudo, os bancos operam em busca de seus interesses particulares de maximização de lucro. Nesse sentido, nada garante que o resultado final de alocação dos seus ativos e passivos sejam os desejáveis em termos macroeconômicos.

Na realidade, os bancos fazem suas escolhas, referentes aos balanços patrimoniais, baseados no *trade-off* rentabilidade e liquidez. Dessa forma, uma vez que

os empréstimos bancários são ativos não negociáveis, quando as expectativas sobre o futuro do ambiente econômico se deterioram, os bancos diminuem sua propensão a conceder crédito ou aumentam os juros cobrados. Concomitantemente, optam por diminuir maturidade de seus ativos e, nesse processo, por alocar maior percentual desses em reservas voluntárias e secundárias.

Conforme proposto por Minsky (1982) essa sensibilidade da alocação do portfólio bancário ao ambiente externo também ocorre no lado do passivo, conformando estratégias, posturas, de balanço patrimonial integrado. Ou seja, muito além do que escolhas independentes de alocação do ativo e do passivo.

Dessa forma, o próximo capítulo terá a função de explorar como evoluiu o ambiente macroeconômico brasileiro em termos de seu grau de incerteza e suas principais variáveis. Com isso, estar-se-á apto a conciliar as mudanças de orientação das atividades bancárias, seus ajustes patrimoniais, aos diferentes ambientes de negócio vivenciados pelo setor, a luz da interpretação pós-keynesina.

### **Anexo 1: A equação geral de Santomero**

Em seu texto clássico, Santomero (1984) descreve o comportamento da firma bancária baseado nas equações:

$$\text{Max } E[(\tilde{W}_t + \pi)]$$

Sujeito a

$$\tilde{W}_t + \pi = W_t(1 + \tilde{\pi}_t + 1)(1 + \tilde{\pi}_t + 2) \dots (1 + \tilde{\pi}_t + \pi)$$

e

$$\tilde{\Pi}_t + K = \frac{\sum_i \tilde{r}_{Ai} A_i - \sum_j \tilde{r}_{Dj} D_j - c(A_i, D_j)}{W_{t+k-1}}$$

No qual

$V(\cdot)$  = a função objetivo de riqueza, na qual

$$\partial V / \partial W_t + \pi > 0 \text{ e } \partial^2 V / \partial W^2_t + \pi \leq 0$$

$\tilde{W}_t + \pi$  = valor da riqueza final no horizonte de tempo  $\pi$

$\tilde{\Pi}_t + K$  = o lucro estocástico por unidade de capital no período  $t+k$ , sendo  $0 \leq K \leq \pi$

$\tilde{r}_{Ai}$  = o retorno estocástico do ativo  $i$

= a categoria de ativo  $i$ , onde  $1 \leq i \leq n$

= o custo estocástico do depósito  $j$

= a categoria de depósito  $j$ , na qual  $1 \leq j \leq m$

$C(\cdot)$  = a função de custo operacional, na qual

$$\partial C / \partial A_i \geq 0 \text{ para todo } i \text{ e } \partial C / \partial D_j \geq 0 \text{ para todo } j$$

## Pedro de Oliveira Guimarães – dissertação de Mestrado

### Capítulo 2 - Condicionantes do Crédito no Brasil

#### 2.1 Introdução

Durante o período de alta inflação da economia brasileira, em particular entre os anos 1980 até 1994, o sistema financeiro caracterizou-se por seu superdimensionamento com relação ao Produto Interno Bruto (PIB). Entre 1990 até 1994 a participação média do setor financeiro no PIB foi de aproximadamente 12,7%. Em geral, para países desenvolvidos como EUA, Alemanha, França, Canadá e Holanda esta participação situa-se abaixo de 5%<sup>1</sup>. Isso porque os bancos brasileiros foram capazes de implementar estratégias de operações que se aproveitavam da indexação da economia e do mecanismo de zeragem automática praticado pelo Banco Central, bem como direcionar grande parte das receitas inflacionárias para o sistema financeiro, por meio dos ganhos de *floating*. Esses ganhos eram provenientes da aplicação dos passivos não remunerados que, investidos pelos bancos, rendiam, pelo menos, a correção monetária. As receitas inflacionárias corresponderam a 41,9% da produção imputada do sistema financeiro para o ano de 1992, representado 4% do PIB. Ou seja, logrou-se realizar um ajuste patrimonial bem sucedido em um contexto de alta inflação<sup>2</sup>.

Contudo, o Plano Real, cuja fase final de execução entrou em vigor em julho de 1994 obteve êxito em estabilizar o nível de preços da economia e inaugurar um novo ambiente macroeconômico para a atuação do sistema financeiro brasileiro. Já em 1995 os ganhos de *floating* passaram a representar 0,6% da produção imputada,

---

<sup>1</sup> Para os dados sobre a participação do setor financeiro no PIB, ver IBGE/DECNA (1997)

<sup>2</sup> Sobre essas questões ver Paula (1997).

correspondendo a 0,0% do PIB, e a participação das instituições financeiras no PIB caiu pela metade com relação ao ano anterior ficando em 6,94%<sup>3</sup>.

Essa drástica queda em uma das principais fontes de receitas do sistema bancário brasileiro obrigaria, também, a uma profunda mudança na forma de operação dos bancos.

Esse capítulo analisa esse novo ambiente no qual se desenvolveram as operações bancárias no pós-Plano Real, por meio de duas principais abordagens. A primeira refere-se ao ambiente macroeconômico e a segunda relaciona-se com a evolução da política financeira do período.

O capítulo está dividido em três seções, além dessa breve introdução. A seção 2.2 apresenta algumas considerações sobre o Plano Real e as características de um regime monetário de âncora cambial. A seção 2.3 mostra a evolução do ambiente macroeconômico pós-1999, caracterizado pela adoção do câmbio flexível e do regime de metas de inflação.

## **2.2 O Plano Real e as Características de um Regime Monetário de Âncora Cambial.**

A terceira fase do Plano Real entrou em vigor em primeiro de julho de 1994 com a aprovação da medida provisória 542, segundo a qual definia-se: (i) o Real como unidade do Sistema Monetário Nacional, (ii) a vinculação da emissão de moeda, por parte do Banco Central, às reservas internacionais, (iii) o limite superior de um dólar dos Estados Unidos da América para cada real emitido, e (iv) metas trimestrais para a evolução da base monetária.

---

<sup>3</sup> ver IBGE/DECNA (1997)

De imediato percebe-se uma contradição do plano ao almejar controlar ao mesmo tempo o câmbio e o estoque de moeda em um contexto de considerável mobilidade de capital.

Em um regime de metas cambiais um dos principais preços da economia, o câmbio, é controlado diretamente pelo Banco Central por meio de operação de compra e venda, no mercado *spot* e futuro de câmbio. Sob o ponto de vista teórico, em economias ancoradas à taxa de câmbio, a oferta monetária é uma variável endógena, definida pelo resultado do balanço de pagamentos. Ocorre que, em qualquer cenário fora do equilíbrio do balanço de pagamentos, o Banco Central deve intervir no sentido de, caso haja superávit, comprar dólares no mercado e assim expandir a oferta de moeda nacional e, no caso de déficit, vender dólares e retirar moeda nacional de circulação, defendendo sempre a estabilidade da paridade entre a moeda âncora e a nacional. Dessa forma, percebe-se a contradição inerente à medida provisória 542. De fato, em sua evolução, observou-se que os formuladores de política econômica optaram pela ancoragem cambial, sendo as metas estabelecidas para os agregados monetários ajustadas periodicamente, de acordo com as necessidades da política monetária.

Para entender a evolução do regime de metas cambiais e das políticas associadas a ele no Brasil, é importante, destacar que para realizar as intervenções no mercado de câmbio, o Banco Central deve obrigatoriamente ter um bom volume de reservas internacionais e/ou canais eficientes para consegui-las em momentos em que se manifestem pressões relativas à fuga de capitais da economia. Outra maneira de se amenizar as pressões de desvalorização do câmbio é conseguir ofertar ativos que eliminem o risco cambial para o investidor. Vale também enfatizar que mesmo em momentos em que a pressão no câmbio seja de valorização alguns efeitos não desejáveis podem surgir da atuação da autoridade monetária. Quando há a necessidade de

“enxugar” a oferta de divisas da economia para sustentar seu preço o Banco Central as compra no mercado de câmbio e expande a base monetária da economia. Para neutralizar esse efeito, faz operações de venda de títulos públicos retirando o excesso de liquidez da economia (“esterilização”). Como resultado desses mecanismos tem-se o aumento da dívida pública. Esses pontos serão melhor explicados a seguir, quando tratado o papel da dívida pública.

A manutenção de uma taxa de câmbio pré-estabelecida, cujo valor nominal independe do diferencial de inflação entre a economia nacional e a do país âncora significa que para qualquer variação do nível de preços interno maior do que o externo há uma valorização cambial real da moeda nacional. Isso quer dizer que os reajustes de preços dos produtos domésticos comercializáveis (*tradables*) aumentam a competitividade das importações, desviando demanda para estas. Logo, para não perder mercado, a variação dos preços dos produtos comercializáveis nacionais fica subordinada à inflação externa. Acredita-se ainda que os impactos benéficos sobre os bens comercializáveis sejam, em um segundo momento, estendidos para os produtos não comercializáveis (*non-tradables*). Um canal importante para que esse efeito transborde para os bens não comercializáveis é a partir dos preços de seus insumos.

Além disso, o regime de âncora cambial, em teoria, tem o mérito de coordenar as expectativas dos agentes com respeito à inflação, que passam a ser balizadas pela variação do nível de preços do país cuja moeda serve de referência. Sobre essas questões, Modenesi (2005: 15) observa:

*“Variantes do regime monetário de metas cambiais vêm sendo adotadas contemporaneamente em países com histórico de alta inflação crônica (Argentina e Brasil, por exemplo) como uma estratégia antiinflacionária, uma vez que subordina de duas maneiras a inflação doméstica à taxa de variação de preços verificada no país-âncora: (i) diretamente, ao impor um limite*

*superior para os preços dos bens transacionáveis ou comercializáveis; e (ii) indiretamente, ao coordenar as expectativas inflacionárias, na medida em que funciona como uma regra ou mecanismo automático que restringe a condução da política monetária, evitando, dessa maneira, o problema de inconsistência temporal.”*

Alguns teóricos afirmam que um dos grandes atrativos dos regimes de âncora cambial está no fato desses conseguirem realizar a estabilização de preços conjuntamente ao crescimento econômico. Sustenta-se que ao fixar o preço da moeda nacional em termos de uma moeda forte internacional, diminui-se de forma significativa uma das grandes incertezas inerente a tomada de decisão dos agentes, o risco cambial. Isso tem efeitos positivos para a política de juros, viabilizando juros mais baixos, incentivando o investimento privado doméstico, bem como o investimento direto estrangeiro, e o comércio exterior. Dessa forma, seus entusiastas acreditam que a adoção desse tipo de regime tende a proporcionar um melhor desempenho da economia. De fato, praticamente todos os países que adotaram uma política de âncora cambial obtiveram um melhor desempenho. Como se verá adiante, esse não foi o caso brasileiro. Em si, a evolução da economia brasileira não desqualifica os argumentos favoráveis aos regimes de âncora cambial, configurando apenas exceção, cuja explicação se encontra na manutenção de elevadas taxas de juros.

Contudo, para que o regime de metas cambiais seja executado com sucesso algumas condições são necessárias. A capacidade do Banco Central de intervir no mercado de câmbio comprando e vendendo divisas já foi mencionada acima. Outra questão importante é o grau de abertura da economia. Para que os produtos importados possam de fato competir com os produtos nacionais é preciso que o acesso a esses produtos produzidos no exterior seja o mais fácil possível. Mas não só a abertura comercial é desejável. A abertura financeira também se faz importante, uma vez que os

possíveis déficits comerciais e de serviços podem criar uma necessidade de financiamento do saldo das transações correntes. Para isso, é preciso que se desfaçam as barreiras para a entrada de capitais no país.

A questão de em que patamar se deve estabelecer o câmbio também é importante. Se o regime de âncora cambial for utilizado como parte de um plano de estabilização, as importações serão tão mais competitivas quanto mais valorizado for o câmbio. Porém, dependendo das restrições externas e do objetivo almejado com relação ao crescimento econômico, deve-se optar por um câmbio desvalorizado que incentive as exportações e com isso a indústria nacional.

Serão essas características de um plano de estabilização por meio de um regime de âncora cambial, o Plano Real, que de alguma forma, irão condicionar, juntamente com conjuntura macroeconômica internacional, a evolução da economia brasileira de 1994 até 1998. Essas escolhas terão efeitos em outras variáveis, como as taxas de crescimento, inflação, juros, dívida pública e por fim a dinâmica do sistema bancário e do crédito.

### **2.2.1 A evolução do ambiente macroeconômico durante o período de âncora cambial 1994-98**

Giambiagi (2005) parece ter razão ao destacar que o presidente Fernando Henrique Cardoso tinha claro, durante o seu primeiro mandato, que fora eleito para vencer a inflação e que a forma como seu governo seria visto pela história estaria ligada ao seu grau de êxito na matéria. Ou seja, a preocupação central do governo, bem como sua orientação de política macroeconômica esteve subordinada diretamente a essa meta.

Como já se sabe, o Plano Real foi extremamente bem sucedido em seus objetivos de erradicar o processo de alta inflação que acompanhava o país desde os anos

70. Com isso, as expectativas melhoraram, houve um movimento de remonetização da economia, típico de períodos posteriores a um plano de estabilização exitoso. Além disso, amenizou-se o processo de corrosão da renda das classes menos favorecidas, sabidamente aquelas que não têm acesso aos instrumentos do sistema financeiro de proteção contra a perda de poder de compra.

Todos esses fatores apontavam para o aumento dos gastos em consumo. Esse período é crítico para o controle inflacionário, uma vez que o rápido crescimento da demanda não é acompanhado pelo crescimento da oferta doméstica, cujos investimentos podem demorar a reagir e/ou ter período de maturação maior.

Para controlar as variações de preços que se vislumbravam era necessário uma atuação firme por parte do governo. As metas para os agregados monetários não estavam sendo cumpridas e desta forma a demanda era sancionada pelas autoridades monetárias. Ficou claro, então, que a âncora que balizaria a orientação do governo seria a cambial. Com ela, também foram tomadas medidas de restrição ao crédito. Porém, essas serão analisadas a parte, no capítulo seguinte.

O comportamento do câmbio tornou-se fundamental para a estabilização do nível de preços. Se a demanda era, de certa forma, sancionada pela expansão da base monetária e entendia-se que, dadas as condições da oferta doméstica isso representava pressão sobre o nível de preços, era, então, necessário prover condições para que essa demanda interna fosse em parte suprida por oferta externa, por meio das importações. Os mecanismos pelos quais a possibilidade de concorrência entre os produtos nacionais e importados ajuda no controle inflacionário já foram descritos acima.

Durante esse período inicial do Plano Real o que se observou, na prática, foi que a paridade do câmbio respeitava uma banda assimétrica, com limite superior definido

pela taxa de um Real por dólar, mas que tinha liberdade para oscilar para baixo. Vale lembrar que quanto mais valorizada estiver a moeda nacional em relação à moeda de referência, mais competitivos estarão os produtos importados, e desta forma, maior o efeito no controle do nível de preços.

Com esse intuito, as autoridades monetárias permitiram que o câmbio se valorizasse. Em julho de 1994 a média do mês já havia se deslocado para 0,93 centavos por dólar, em movimento que continuaria a ocorrer nos meses seguintes, até atingir seu mínimo em fevereiro de 1995, quando, na média do mês, um dólar correspondia a 0,84 centavos de real<sup>4</sup>.

Lopes (2003) aponta que a rígida política monetária do período acentuava a apreciação do Real. Segundo o autor, a taxa de juros real situava-se em torno de 26% ao ano e isso estimulava a entrada de divisas, contribuindo para a valorização.

Na realidade, o grupo formulador de política econômica estava consideravelmente satisfeito com a apreciação cambial, uma vez que essa implicava uma pressão “baixista” adicional nos preços (Lopes, 2003).

A trajetória de queda do índice de taxa de câmbio efetiva real foi ainda mais acentuada. Como, apesar da diminuição, a inflação do Brasil ainda era maior do que a dos Estados Unidos, a valorização do Real era maior do que a taxa de câmbio nominal sugeria.

Esse movimento do câmbio gerou forte estímulo às importações. Conjuntamente ao déficit crônico da balança de serviços, esse movimento da balança comercial fez, a

---

<sup>4</sup> Dados retirados do Sistema Gerenciador de Series temporais do Banco Central do Brasil. Referem-se a série de código 3698 - Taxa de câmbio - Livre - Dólar americano (venda) - Média de período – mensal.

partir de setembro de 1994, com que o país apresentasse déficits persistentes nas transações correntes.

Para compensar esse desequilíbrio eram necessários saldos positivos na conta de capital, por meio de investimento estrangeiro direto e em carteira. Aqui se percebe a necessidade de uma maior abertura financeira, complementar a abertura comercial. A eliminação das barreiras para o influxo de capitais para o país ajudaria o financiamento da balança de pagamentos. Contudo, essa característica também aumenta a fragilidade da economia. Uma vez que os ajustes da balança comercial são, a rigor, mais lentos do que a volatilidade do investimento estrangeiro direto e em carteira, a capacidade de financiamento das transações correntes, sem perda de reservas internacionais, fica perigosamente ao sabor do “humor” das expectativas dos investidores internacionais. Isso também implicava manter diferenciais de taxas de juros suficientemente grandes para aguçar o “apetite” do mercado internacional em investir no Brasil.

Mesmo o financiamento do déficit por meio do investimento estrangeiro direto, consideravelmente menos volátil do que o investimento em carteira, engendra problemas. De acordo com Giambiagi (2005), como este financiamento dependia de novo endividamento externo e de investimento estrangeiro direto, a acumulação de estoques de passivos externos implicava no pagamento crescente de juros e de lucros e dividendos. Ou seja, a forma de financiamento dos saldos negativos das transações correntes implicava maior desequilíbrio futuro dessa mesma rubrica.

O primeiro teste desse modelo aconteceu no final de 1994 e início de 1995 por meio do efeito contágio originário da crise mexicana. A crise mexicana provocou uma piora na propensão ao risco dos agentes. Com isso, os fluxos de capital internacional migraram dos mercados emergentes, dificultando o financiamento da balança de

pagamentos desses países. A conta financeira do balanço de pagamentos do Brasil apresentou déficits no terceiro e quarto trimestre de 1994, e o saldo do investimento direto em carteira, sabidamente o mais volátil, foi negativo ainda para os meses de janeiro, fevereiro e março de 1995<sup>5</sup>. Como resultado, as reservas internacionais caíram constantemente de setembro de 1994 até abril de 1995<sup>6</sup>.

A forma como os formuladores de política econômica reagiram a essa deterioração das expectativas com relação à economia brasileira foi aumentando, de forma significativa, a taxa básica de juros e permitindo uma desvalorização do câmbio.

A taxa Selic mensal, anualizada, passou de 46,8% em janeiro de 1995 para 65%<sup>7</sup> em abril do mesmo ano, fazendo com que o déficit de investimento estrangeiro em carteira se revertesse em entrada de capitais no mesmo mês. Além disso, o regime de bandas assimétricas foi substituído por um regime de bandas oficialmente anunciadas que respeitaria o intervalo de 0,86-0,90 Real por dólar. Em março a banda cambial se moveu para 0,88-0,93 e em junho para 0,91-0,99.

O rápido “socorro” dos EUA ao México, bem como as medidas adotadas internamente, foram eficazes para conter os efeitos de contágio e contornar as incertezas quanto ao ambiente macroeconômico brasileiro. Os investimentos estrangeiros em carteira tornaram-se positivos já no primeiro semestre de 1995, bem como a conta financeira e a variação das reservas internacionais.

O restante do ano de 1995 e o ano de 1996 transcorreram com um ambiente internacional sem turbulências, permitindo que a taxa de juros caísse de forma

---

<sup>5</sup> Dados do Sistema Gerenciador de Séries Temporais do Banco Central.

<sup>6</sup> Dados do Boletim Mensal do Banco Central, vários números.

<sup>7</sup> IPEADATA

praticamente contínua de abril de 1995 a outubro de 1997, quando passou de 65% para 19,93% ao ano.

Essa trajetória foi interrompida com a crise financeira do sudeste asiático em meados de 1997. O temor sobre a solvência e liquidez das economias emergentes mais uma vez se exacerbou e os capitais se direcionaram para ativos mais seguros. Além disso, observou-se um movimento de realização dos lucros obtidos nesses países. Isso representava pressão de desvalorização no câmbio. Mais uma vez, o Banco Central teve que neutralizar esse movimento vendendo reservas que passaram de 60,7 bilhões em setembro para 51 bilhões em dezembro.

A taxa de juros foi elevada para 43%, aumentando o diferencial de juros e tornando o investimento no país mais rentável. Os capitais voltaram a fluir para a economia brasileira, financiando o déficit das transações correntes e permitindo até um aumento no volume de reservas.

O que se percebe é que a economia brasileira não conseguiu se estruturar de forma a amenizar, de maneira consistente, sua restrição externa. Ao contrário, o modelo tinha em si um aspecto desestabilizador, qual seja a necessidade de altas taxas de juros para financiar os déficits das transações correntes.

Dessa forma, a restrição externa condicionava em grande medida a dinâmica da economia nacional. A melhora do ambiente macroeconômico internacional trazia os capitais necessários para o financiamento do modelo escolhido, mas o país falhava em não corrigir seus desequilíbrios crônicos. Assim, ficava a deriva de novas turbulências.

Em 1998 a Crise Russa desencadeou os mesmos movimentos observados nas duas crises anteriores. Em agosto do referido ano a Rússia promoveu uma desvalorização de sua moeda, o Rublo, bem como declarou a moratória de sua dívida. Já

nesse mês, os investimentos estrangeiros em carteira no Brasil apresentaram saldo negativo de 1.376 milhões, e a conta financeira do balanço de pagamentos déficit de 16.656 milhões de reais. As reservas caíram de 65 para 39 bilhões entre agosto e novembro.

Novamente a tentativa de solução para a crise foi a elevação da taxa básica de juros. Além disso, dessa vez foi necessário recorrer à ajuda do Fundo Monetário Internacional. Um empréstimo de 42 bilhões de dólares foi concedido com o intuito de garantir ao país a “munição” para combater os ataques especulativos e manter o regime cambial. O país comprometeu-se, também, a fazer ajustes fiscais que sinalizariam uma melhora na capacidade de solvência da economia aos olhos dos investidores.

No entanto, a fuga de capitais não se reverteu. Depois de duas crises cuja principal medida adotada para reverter os ataques especulativos contra o Real foi o aumento da taxa de juros, esta perdeu sua eficácia. Assim, em janeiro de 1999 o país declara o fim de seu regime monetário de metas cambiais para adotar o modelo de metas de inflação.

### **2.2.2 Evolução fiscal e Gestão da Dívida Pública**

Durante o período de 1995-1998, o governo brasileiro almejou realizar um ajuste fiscal por meio de uma diminuição do tamanho do Estado na economia. Esse objetivo contribuiria de duas formas para a melhora nas contas do setor público. Por um lado, alguns gastos com a manutenção da “máquina” estatal seriam eliminados, com o Estado se retirando de alguns segmentos da economia. Por outro, as privatizações renderiam recursos extras importantes. Vale destacar também que era previsto que os recursos provenientes das privatizações fossem usados no abatimento da dívida pública.

Contudo não foi o que se verificou. A média do superávit primário durante o período foi de -0,2%, enquanto o déficit nominal representou, em média, 7%, ambos em relação ao PIB. Esse desequilíbrio contribuiu para o aumento da dívida pública. Entretanto, para objetivo dessa pesquisa, o mais importante é destacar o papel que a dívida pública cumpria dentro do modelo de estabilização brasileiro. Dessa forma, vale destacar como o governo administrou a política fiscal e cambial e o impacto dessa escolha na dívida pública.

Em regime de âncora cambial a dívida pública tem papel importante a desempenhar. Em períodos de pressão para a valorização da moeda nacional, a autoridade monetária, a fim de garantir a paridade fixada, compra divisas no mercado de câmbio. Essa operação pode resultar em aumento da base monetária indesejado. Quando isso ocorre, costuma-se esterilizar o excesso de liquidez do mercado por meio de operações nas quais o Banco Central vende títulos públicos para o mercado. Esse mecanismo faz crescer o estoque de dívida em custódia.

No período analisado ocorreu que as altas taxas de juros provocavam grande entradas de divisas por meio da conta de capitais, acima das necessidades de financiamento da conta de transações correntes, e esse excedente acabou sendo esterilizado por meio de títulos públicos.

Esse movimento era particularmente importante em períodos em que o ambiente macroeconômico estava favorável a economia brasileira. Mas, mesmo nos momentos adversos, de fuga de capital, o modelo econômico seguido repercutia no crescimento do estoque de dívida. Quando se observa pressões de desvalorização da moeda nacional, o Banco Central pode ofertar ativos pós-fixados, que funcionem como um *hedge*. Como os agentes estão receosos com uma possível desvalorização cambial e almejam realocar

seu portfólio em busca de ativos denominados em moeda estrangeira, podem-se criar ativos livres de risco cambial ou que melhor aproveitem o crescimento da taxa de juros, com o intuito de evitar a fuga de capitais.

Sobre isso, Paula, Alves Júnior e Marques (2001:307) chamam a atenção:

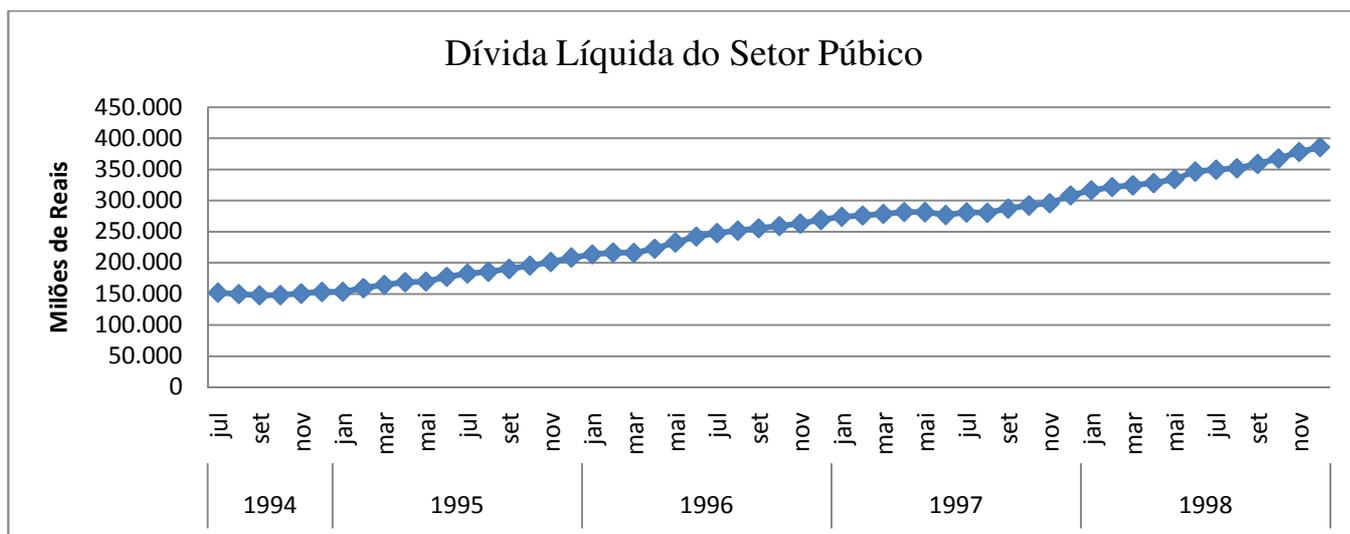
*“Deve-se notar que o governo, numa tentativa de assegurar a continuidade da política cambial vigente, colocou crescentemente no mercado, a partir de 1997 títulos públicos com correção cambial, oferecendo uma oportunidade de “hedge” cambial, às instituições financeiras.”*

De forma resumida essas operações fariam com que a dívida crescesse e piorasse seu perfil em termos de maturidade e aumento da proporção de títulos pós-fixados em relação aos pré-fixados. O gráfico 5 mostra a evolução do crescimento da dívida pública consolidada. Percebe-se que ela é crescente durante todo o período. O montante de dívida pública e sua relação com o PIB balizam expectativas sobre a solvência da economia e, no caso do Brasil, também podem ter contribuído para incentivar a fuga de capital em períodos turbulentos da economia mundial.<sup>8</sup>

---

<sup>8</sup> Aqui não está sendo discutido a pertinência do uso desse indicador para balizar as expectativas de solvência, mas sim observando que o mercado financeiro o considera. Segundo dados do Banco Central, embora tenha oscilado durante o período o indicador dívida/PIB que era de 32,82% em julho de 1994 cresceu para 38,94 em dezembro de 1998 e 47,06% em janeiro de 1999.

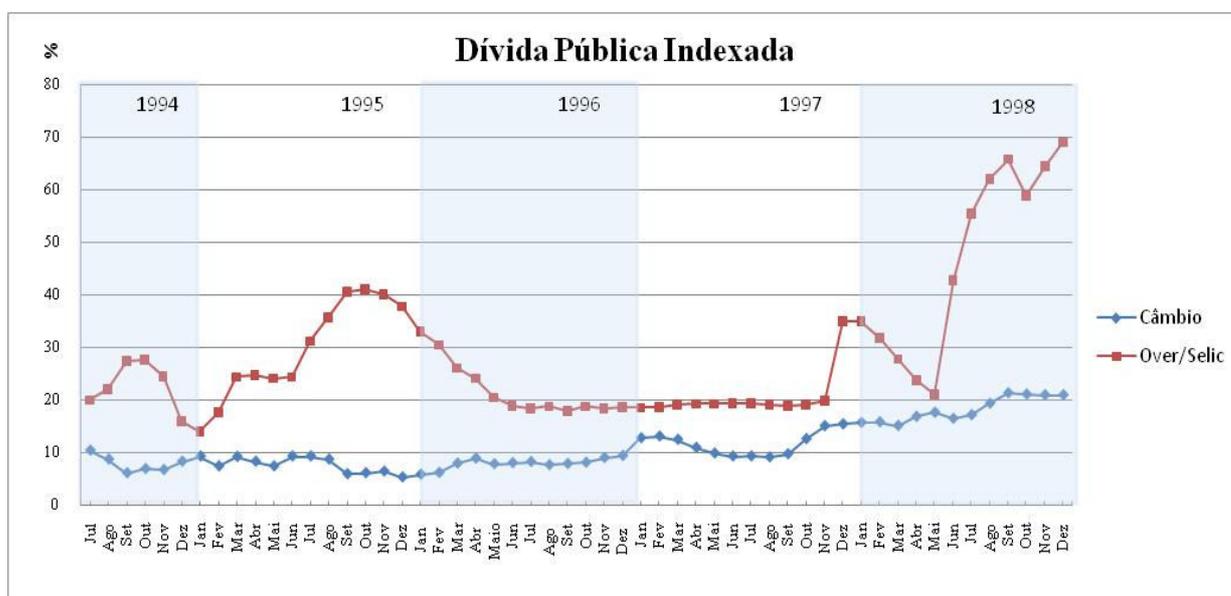
Gráfico 2 - Dívida Líquida do Setor Público



Fonte: Sistema Gerenciador de Séries Temporais do Banco Central do Brasil. Série 4478

Com relação ao perfil da dívida pública brasileira o gráfico 6 mostra o percentual da dívida pública indexada ao câmbio e à taxa Selic.

Gráfico 3 – Dívida Pública Indexada



Fonte: Boletins do Banco Central, Vários Números.

Percebe-se de imediato o comportamento crescente da participação da dívida indexada ao câmbio com relação ao total. Esta que representava 5,3% do total, em dezembro de 1998 já representava 21%. Além disso, a trajetória da dívida indexada a

Selic reflete bem a atuação do governo durante as crises de confiança de 1997 e 1998. Tentando evitar a fuga de capitais da economia o governo ofertou ativos indexados a Selic e promoveu o aumento das taxas de juros. Isso está bem caracterizado no gráfico por meio dos saltos observados em novembro e dezembro de 1997 e nos meses de junho, julho, agosto e setembro de 1998.

Como se pretende entender o comportamento da oferta de crédito por parte do sistema bancário no Brasil, do ponto de vista dos bancos, o comportamento da dívida pública é consideravelmente relevante. Como foi visto no capítulo 1, as decisões de portfólio dos bancos são baseadas em critérios de retorno e liquidez. Uma vez que a dívida pública tem o menor risco e maior liquidez era de se esperar que seu retorno fosse baixo. Todavia, com elevada participação de títulos pós-fixados e taxas de juros em níveis exorbitantes, essa se tornava o ativo preferencial na escolha de portfólio dos agentes. Resumindo, uma vez que os títulos públicos de baixo risco e alta rentabilidade competem com todos os outros ativos privados na alocação dos recursos do sistema financeiro, eles distorcem a alocação do portfólio das instituições financeiras. Pode-se considerar que o tamanho da dívida pública com relação ao PIB do Brasil não está fora dos padrões internacionais, porém o estoque da dívida pública é significativo comparado com o volume dos ativos do sistema financeiro.

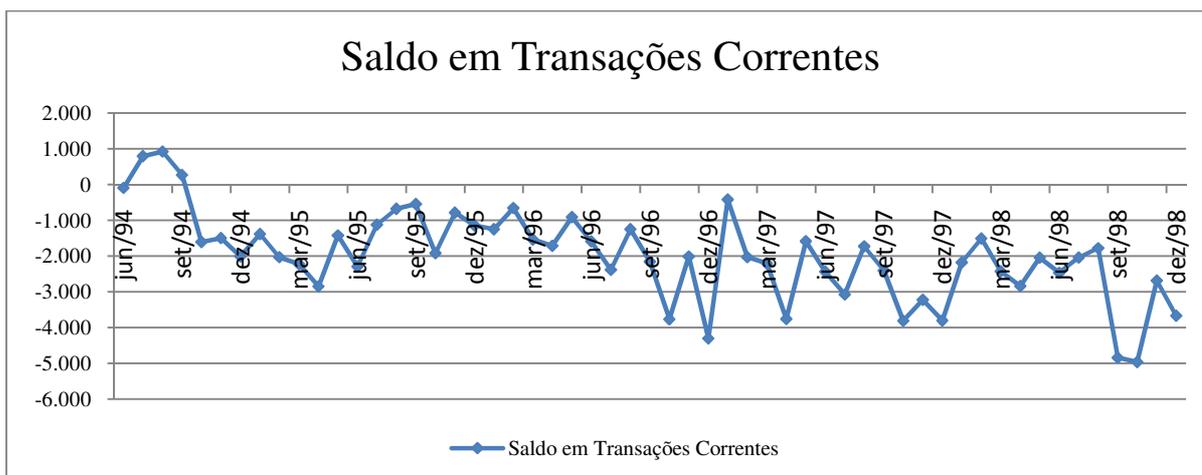
### **2.2.3 A síntese do ambiente macroeconômico entre 1994-1998**

O período compreendido entre os anos de 1994 e 1998 teve como características marcantes a queda da inflação, a política de juros elevados e a necessidade de financiamento da conta de transações correntes do balanço de pagamentos. Quando o ambiente macroeconômico internacional encontrava-se estável, o país financiava esse déficit com razoável facilidade, atraindo mais recursos do que o necessário. Com isso,

existia uma tendência de valorização do câmbio, aumento da dívida, dada a necessidade das operações de esterilização, e aumento das reservas internacionais.

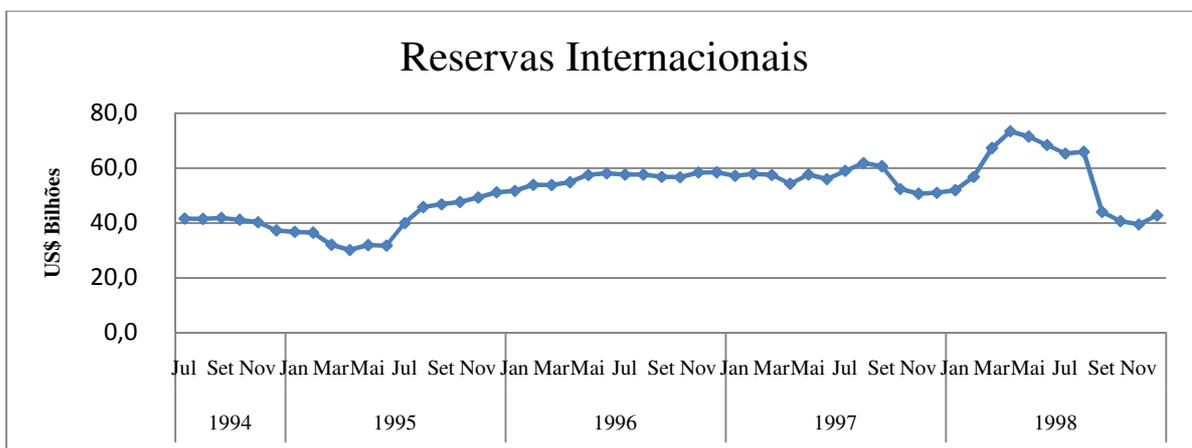
Quando o quadro se revertia os capitais migravam do país e pressionavam para uma desvalorização do câmbio e perda de reservas internacionais. Com o objetivo de garantir a paridade cambial e ainda necessitando de financiamento para equilibrar o balanço de pagamentos, o Banco Central aumentava a taxa de juros e ofertava ativos “*hedgeados*”. Esses movimentos podem ser visto nos gráficos abaixo:

Gráfico 4 – Saldo em Transações Correntes



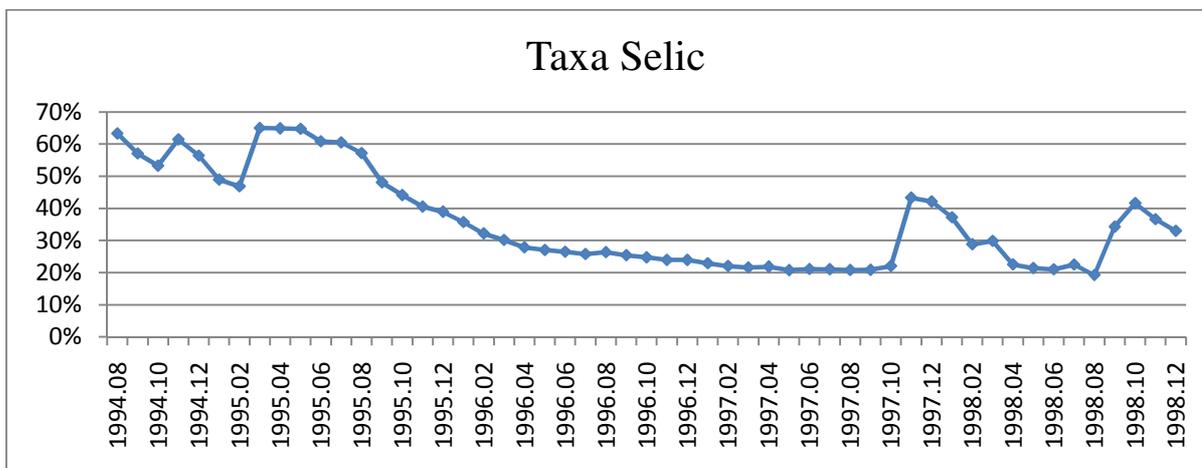
Fonte: Sistema Gerenciador de séries temporais do Banco Central

Gráfico 5 – Reservas Internacionais



Fonte: Boletins do Banco Central, Vários Números

Gráfico 6 – Taxa Selic

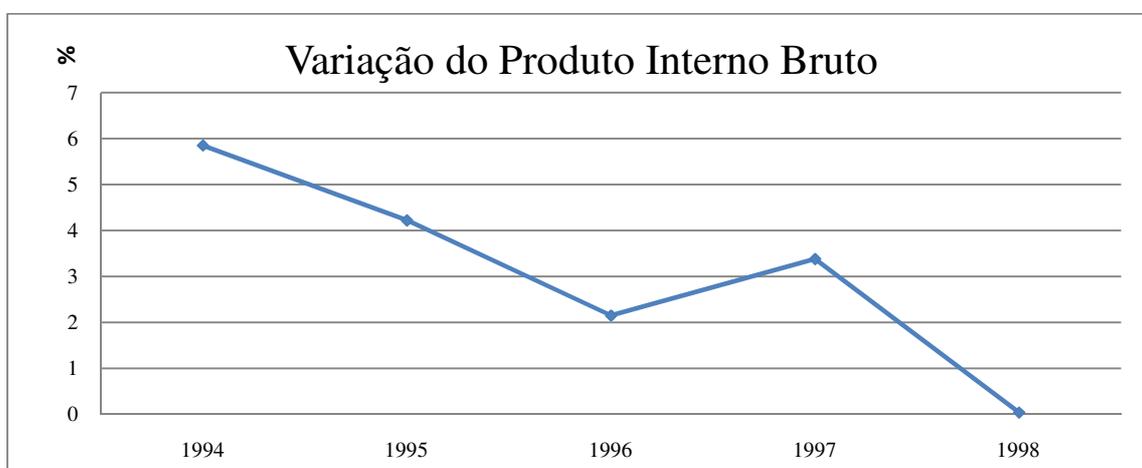


Fonte: IPEADATA

Observando os gráficos 8 e 9 fica nítido o movimento simétrico das reservas internacionais e da taxa de juros Selic. Ou seja, quando a fuga de capitais pressionava o volume de reservas, o governo elevava a taxa de juros. Em períodos em que se observava um movimento contínuo de entrada de capitais, conseguia-se reduzir os juros.

Por fim, o gráfico 10 destaca o resultado do PIB durante o período. É clara a trajetória declinante do desempenho econômico do país.

Gráfico 7 - PIB



Fonte: IBGE

### 2.3 Pós-1999, câmbio flexível e o modelo de metas de inflação

O período que compreende o uso do regime monetário de metas de inflação vai de 1999 até os dias atuais. Contudo, tem-se dentro desse período uma subdivisão que parece interessante para destacar uma mudança no comportamento da oferta de crédito. Não por acaso essa mudança anda em linha com outras relativas à política econômica interna e o ambiente macroeconômico internacional, quais sejam, os grandes superávits da balança comercial, a queda do patamar da taxa de juros e do percentual de dívida a ela indexada, do percentual da dívida indexada ao câmbio, o aumento das reservas internacionais e até mesmo do patamar de crescimento da economia. Dessa forma, parece importante segmentar a análise nos períodos 1999-2003 e 2004-2008.

Após o abandono do regime de câmbio administrados, o Brasil adotou, por meio do Decreto n.3088 de 1999, o regime de metas de inflação. Em seu artigo primeiro, o normativo estabelece, como diretriz para a fixação do regime de política monetária, a sistemática de metas para a inflação. Além disso, define como competência do Banco Central executar as políticas necessárias para cumprimento das metas fixadas.

De acordo com o modelo proposto pelo regime de metas de inflação a variável-alvo da política monetária deixou de ser o câmbio, agora fixado por meio da livre flutuação de mercado, e passou a ser a expectativa de inflação futura e a taxa básica de juros. Dessa forma, a variação do nível de preços esperado deve permanecer alinhada ao centro da meta divulgada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Quando a inflação esperada se distancia da meta divulgada o Banco Central intervém, por meio da taxa de juros, a partir de uma função de reação que pondera a variação da taxa de juros resultante da magnitude do desvio da meta de inflação<sup>9</sup>.

Giambiagi (2005: 178) resume:

*“Com a adoção do sistema de metas de inflação, o Conselho Monetário Nacional (CMN) ao definir um “alvo” para a variação do IPCA, passou a balizar as decisões de política monetária do Banco Central (BC) tomadas todos os meses pelo Comitê de Política Monetária (Copom). Este toma decisão com base em um modelo no qual a hipótese adotada quanto à taxa de juros gera um certo resultado da inflação, nos termos do modelo. Assim, teoricamente, se a variação dos preços resultante de incorporar às equações uma hipótese correspondente à taxa de juros Selic vigente na época se mostrasse inferior à meta, o BC estaria em condições de reduzir os juros, enquanto, se a inflação estimada fosse superior à meta, o BC deveria subir os juros.”*

Modenesi (2005) elenca como elementos fundamentais para o regime de metas de inflação: (i) o anúncio de uma meta de médio prazo para a inflação; (ii) o

---

<sup>9</sup> Para compreender o modelo brasileiro ver Bogdanski, Tombini e Werlang (2000)

compromisso institucional com a adoção da estabilidade de preços como principal meta de longo prazo da política monetária; (iii) reduzida importância de metas intermediárias; (iv) maior transparência na condução da política monetária, (v) independência de instrumentos do Banco Central ou maior capacidade de execução de suas metas.

A rigor, como o modelo de metas não tem por característica o controle do câmbio e, tão pouco, a necessidade de promover as importações como forma de controle do nível de preços internos, os saldos negativos da balança comercial não eram mais funcionais e poderiam ser equilibrados pela livre movimentação da taxa de câmbio. Ou seja, a característica marcante, condicionante, da vulnerabilidade externa do período de âncora cambial não tinha mais razão de existir nesse novo modelo.

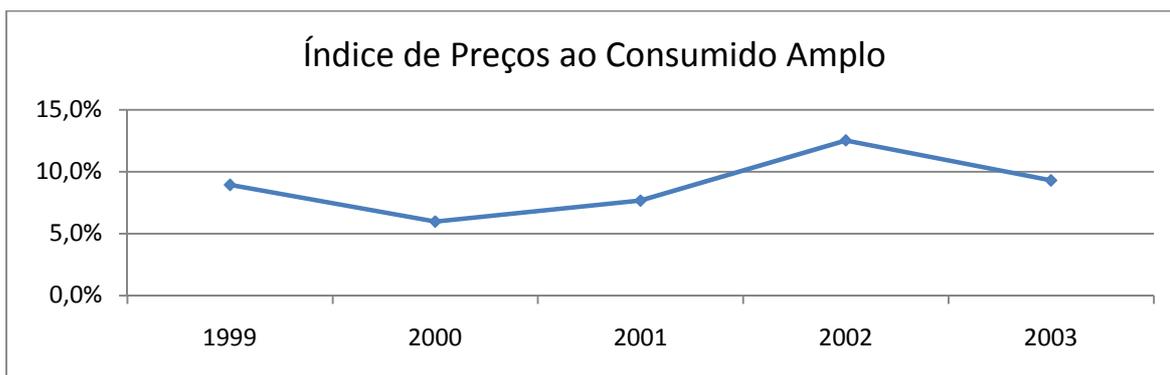
### **2.3.1 Evolução do Ambiente Macroeconômico**

#### **2.3.1.1 Período 1999-2003**

Para os primeiros anos do novo modelo, o CMN definiu como meta para a variação do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA): 8% em 1999, 6% em 2000, 4% em 2001, 3,5% em 2002, 3,25% em 2003. As metas de 2002 e 2003 foram reajustadas para 4% e 5,5%, respectivamente, devido às turbulências na economia brasileira geradas com as incertezas relacionadas às eleições presidenciais de 2002. Mesmo assim, apenas no ano de 2000 a meta foi atingida com sucesso.

O gráfico 11 mostra o comportamento da inflação durante o período e nele percebe-se que embora as metas não tenham sido respeitadas, a inflação esteve em um nível aceitável e controlado. De fato, o medo de um possível retorno das altas taxas de inflação, devido à mudança do regime monetário, não se verificou.

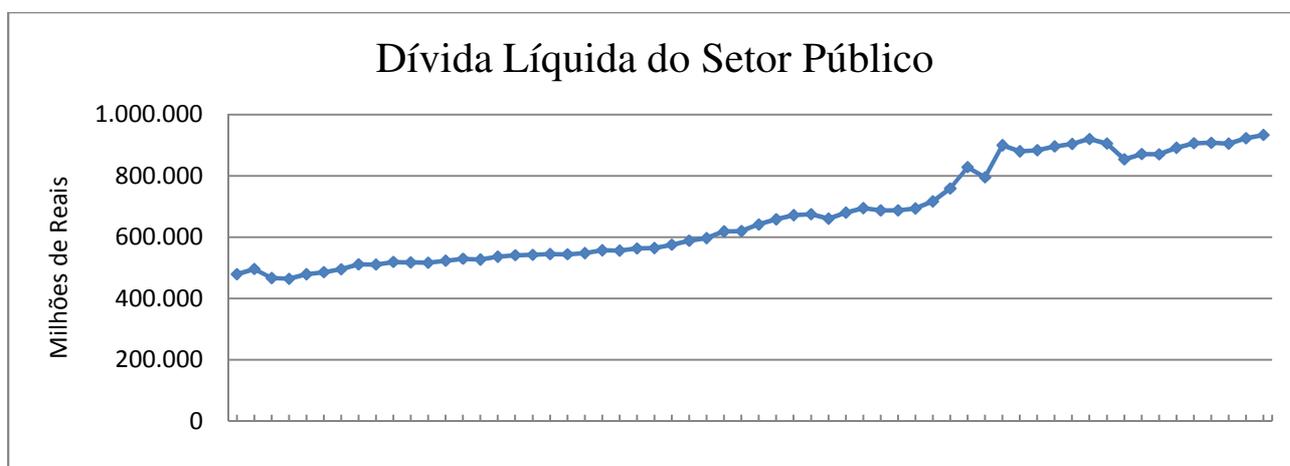
Gráfico 8 - IPCA



Fonte: IPEADATA

As contas públicas passaram a apresentar superávits primários constantes que representaram em média 3,3% do PIB. Contudo, isso não se refletiu diretamente na queda do indicador dívida/PIB, uma vez que as despesas financeiras continuaram extremamente altas<sup>10</sup>.

Gráfico 9 - Dívida Líquida do Setor Público



Fonte: Sistema Gerenciador de Séries Temporais do Banco Central. Série 4478

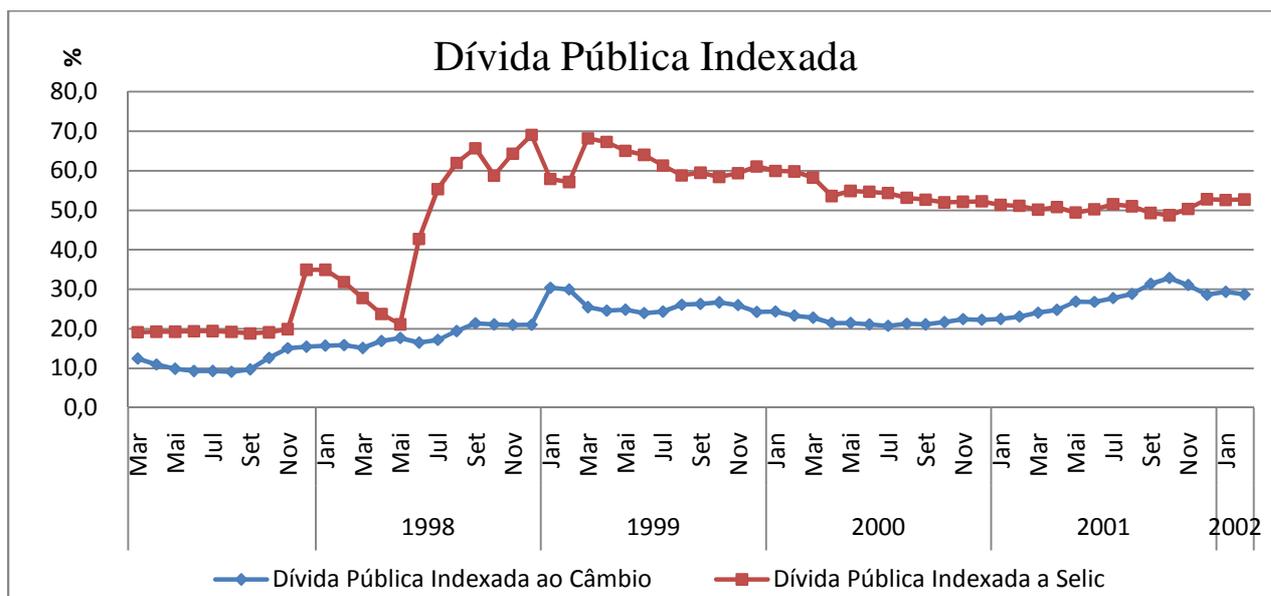
Com relação ao perfil da dívida, percebe-se mais uma vez como os títulos indexados, em particular, os indexados à Selic são usados em períodos de instabilidade.

O gráfico 13 mostra o aumento de participação desses títulos durante o ano de 2002<sup>11</sup>.

<sup>10</sup> Em média as despesas de juros reais representaram 4,78 do PIB, segundo dados retirados do IPEADATA.

<sup>11</sup> Como observado acima, no ano de 2002 o Brasil passou por um período conturbado de eleições presidenciais.

Gráfico 10 – Dívida Pública Indexada



Fonte: Boletins do Banco Central, vários números.

Outra parte da explicação para o crescimento da relação dívida/PIB está relacionada ao baixo desempenho econômico do período. Em média o PIB cresceu 1,93%, sinalizando um resultado pífio para o país. Esse resultado é em parte, ainda, explicado pelas altas taxas de juros. A incerteza inerente a economia brasileira com relação ao risco de juros, dado o não cumprimento das metas de inflação, associado ao risco de câmbio oriundo de uma combinação entre câmbio flutuante e déficit de transações correntes, mantinham a rigidez para baixo da taxa de juros.

Em análise sobre o período, Hermann (2009:18) destaca:

*“A partir de 1999, com a adoção dos modelos de metas para a inflação e superávit primário, a política macroeconômica no Brasil tornou-se mais previsível, o que, em princípio, reduz os riscos financeiros. Até 2003, porém, embora o novo modelo tenha sido implementado de forma rígida, seus resultados foram medíocres. Os juros reais foram mantidos em níveis elevados, mas as metas de inflação só foram cumpridas em 2000 e, depois, a partir de 2004. Na área fiscal, da mesma forma, embora as metas de superávit primário tenham sido cumpridas até com folga, a redução da relação da Dívida Pública/PIB, que supostamente resultaria disso, não foi obtida: ao contrário, esse indicador se eleva continuamente até 2003.”*

As contas externas apresentaram uma ligeira melhora. A balança comercial, negativa desde 1995, torna-se positiva em 2001 e inicia um processo de geração de grandes superávits que estará intimamente ligado a melhora da vulnerabilidade externa que se consolidará a partir de 2004.

Os primeiros anos da implementação do regime de metas de inflação mostraram-se mais perversos para a economia brasileira do que o período de âncora cambial. Como será analisado no capítulo seguinte, a baixa eficácia da política macroeconômica e a deterioração das condições do ambiente externo agudizaram as incertezas com relação ao futuro da economia elevando o risco de crédito e de mercado. Como resultados, ter-se-á uma piora nos indicadores de crédito do sistema bancário.

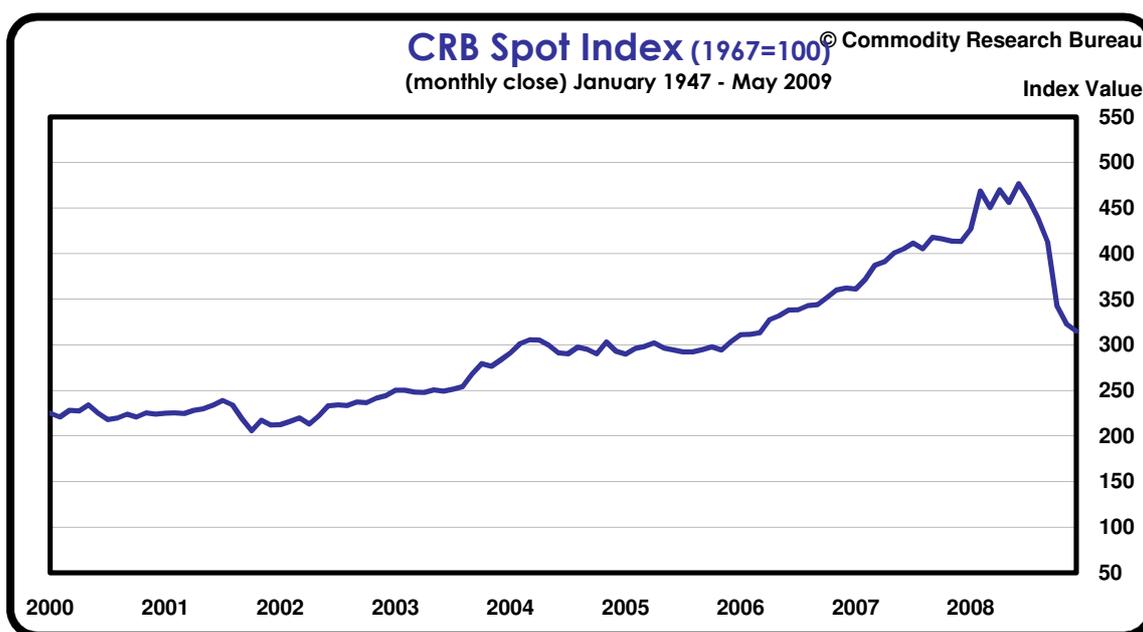
#### **2.3.1.2 Período 2004-2008**

Os anos compreendidos entre 2004-2008 marcam uma melhora no ambiente macroeconômico brasileiro. Grande parte dessa melhora está intimamente relacionada com a dinâmica da economia internacional. Os anos que se seguem depois de 2003 são de significativo crescimento mundial<sup>12</sup>. Esse crescimento, embora disseminado por todos os países, é puxado em grande medida pela economia chinesa, com forte impacto nos preços das commodities. O gráfico 14 destaca a evolução de um indicador de preços de commodities durante o período. Percebe-se o acentuado crescimento a partir de 2004. O declínio no final de 2008 refere-se à expectativa de queda na demanda mundial de commodities, notadamente dos EUA e China, por conta da crise financeira mundial.

---

<sup>12</sup> Segundo dados do Fundo Monetário Internacional, a média do crescimento mundial no período foi de 3,42% ao ano.

Gráfico 11 - CRB



Fonte: Commodity Research Bureau

Esse movimento de crescimento dos preços foi particularmente benéfico para as exportações brasileiras. Com isso, a partir de 2004 o país consegue grandes saldos positivos na balança comercial.

Tabela 1 – Balança Comercial

Saldo da Balança Comercial				
U\$ Bilhoes				
2004	2005	2006	2007	2008
33,8	44,9	46,4	40	24,8 <sup>13</sup>

Fonte: Banco Central

Somado a isso, os investimentos estrangeiros continuam a entrar no país, propiciando uma situação mais confortável para o financiamento da balança de pagamentos. Como resultado, as reservas internacionais crescem fortemente. O gráfico 15 mostra a evolução das reservas internacionais, que chegaram a 206 bilhões de dólares em setembro de 2008.

<sup>13</sup> A queda do saldo no ano de 2008 mais uma vez refere-se aos efeitos da crise financeira mundial.

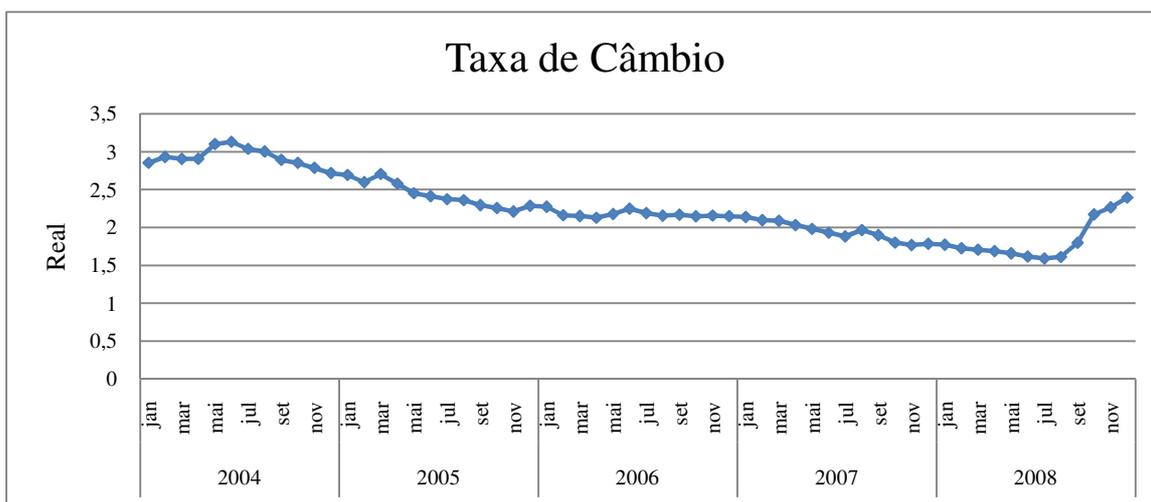
Gráfico 12 – Reservas Internacionais



Fonte: Boletins do Banco Central, diversos números.

Essa melhora das contas externas, além de permitir o crescimento das reservas internacionais, impacta também o câmbio, que passa a sofrer pressões baixistas e se aprecia praticamente durante todo o período.

Gráfico 13 – Taxa de Câmbio

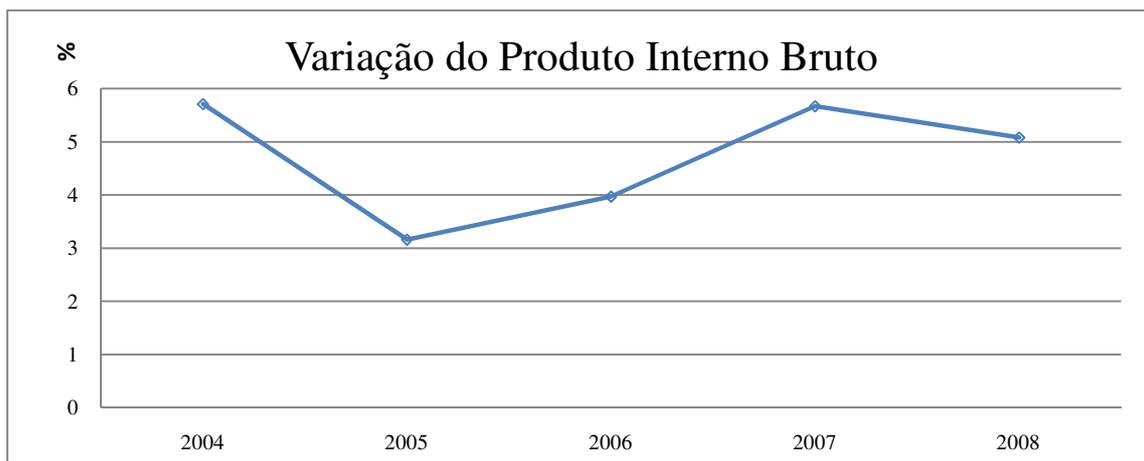


Fonte: Sistema Gerenciador de Séries Temporais do Banco Central, Série - 3698

O comportamento da taxa de câmbio contribuiu favoravelmente para o controle do nível de preços. Considerando o intervalo de variação permitido de +/- 2 do centro da meta, para todos os anos posteriores a 2004 o controle da inflação foi exitoso. Com

duas variáveis importantes, quais sejam câmbio e inflação sob controle, as incertezas com relação à economia brasileira diminuíram. Os riscos cambiais e de juros foram amenizados e a economia apresentou bom nível de crescimento, com a melhor média dos três períodos destacados.

Gráfico 14 - PIB



Fonte: IBGE

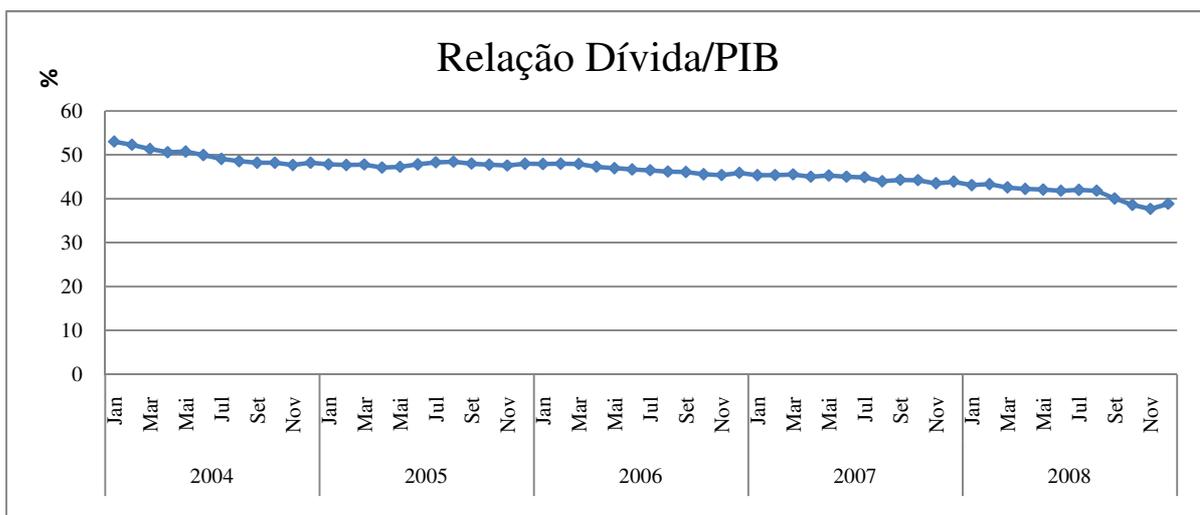
Tabela 2 – Média Var% PIB

Média do Crescimento da Economia Brasileira		
1994-98	1999-2003	2004-08
3,128%	1,936%	4,718%

Fonte: IBGE

As contas públicas também tiveram um bom desempenho no período. O superávit primário representou, em média, 3,99% do PIB. Isso, somado ao crescimento da economia, permitiu uma queda contínua da relação Dívida/PIB.

Gráfico 15 – Relação Dívida/PIB

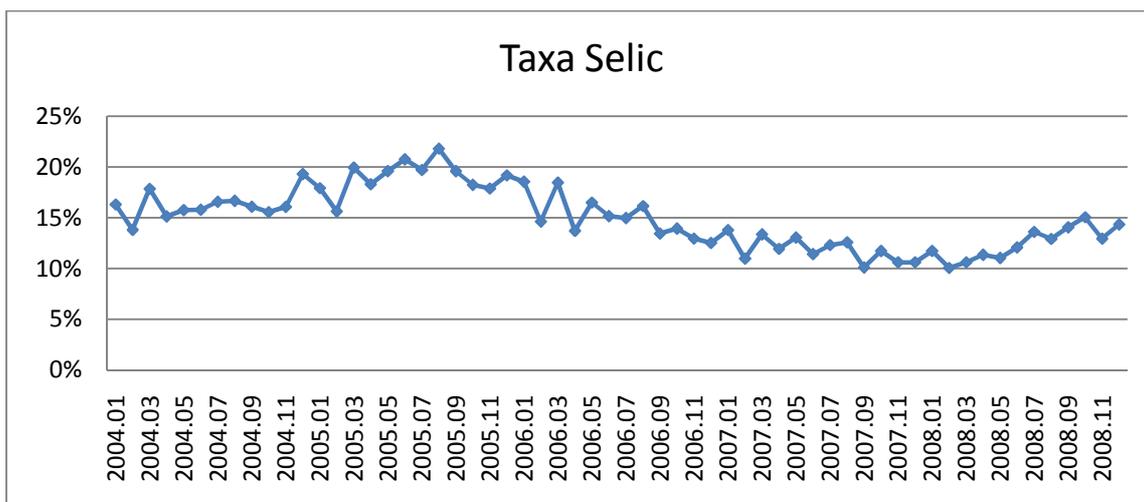


Fonte: Sistema Gerenciador de Séries temporais. Série 4523

Parece relevante destacar a importância que o crescimento tem para que essa relação caia. No período anteriormente analisado, embora o esforço para realizar os superávits primários também tenha sido bem sucedido, as despesas financeiras somadas ao fraco crescimento impediram a queda desse indicador.

Em resumo, o país conseguiu se aproveitar de um crescimento mundial acelerado e do aumento dos preços de seus produtos de exportação para reduzir suas restrições externas e proporcionar uma melhora das contas públicas e de muitos de seus indicadores. Contudo, o país não logrou diminuir substancialmente suas taxas de juros, sendo esse um ponto desfavorável para período.

Gráfico 16 – Taxa Selic



Fonte: IPEADATA

Como será visto no próximo capítulo, as altas taxas de juros contribuíram para que o crescimento do crédito em um período bom para a economia brasileira não se mostrasse tão exuberante como deveria. Certamente houve avanços, mas ainda em ritmo lento.

Na análise de Hermann (2009:18):

*“Embora o risco de novos aumentos da taxa de juros tenha se reduzido nessa fase de “bonança” do mercado internacional, o Bacen não alterou sua política de juros, mantendo a Selic praticamente no mesmo nível dos anos de “tempestade”(1999-03). Manteve-se assim, um importante e antigo fator inibidor do crédito bancário no Brasil.”*

## 2.4 Sumário Conclusivo

Esse capítulo tentou mostrar como evoluiu o meio ambiente macroeconômico no qual atuaram as firmas bancárias brasileiras. No capítulo 1, por meio de uma abordagem pós-keynesiana, foi visto como, teoricamente, os bancos reagem ao aumento dos riscos e incertezas privilegiando certos arranjos em seus balanços patrimoniais. Dessa forma,

para entender as estratégias e operação dos bancos, bem como suas escolhas relativas à oferta de crédito é fundamental perceber em que contexto os negócios bancários estavam sendo desenvolvidos.

Para delimitar de forma clara as mudanças nas principais características que ocorreram na economia brasileira, optou-se por dividir o período de análise em três fases, a saber, 1994-98, 1999-2003 e 2004-8.

Os anos de 1994 até o final de 1998 são marcados pelo objetivo explícito de garantir o controle da inflação, por um regime de câmbio administrado, por elevadas taxas de juros e pela deterioração do balanço de pagamentos. Essas características intensificaram a vulnerabilidade externa do país e os riscos de juros e de câmbio. Como consequência o crescimento foi volátil e a média do período baixa.

No período de 1999-2003 engloba mudanças importantes nos pilares de sustentação da política macroeconômica. O regime cambial tornou-se flexível, a política monetária passou a se balizar pelo modelo de metas de inflação e a política fiscal por superávits primários. Contudo, o ambiente internacional apresentou pioras, fruto da crise argentina e dos atentados terroristas. Além disso, o Brasil sofreu grande turbulência no ano de 2002, relativa à incerteza sobre a eleição presidencial. Assim, as novas bases de política econômica não foram capazes de amenizar os riscos de juros e câmbio. Como resultado, os indicadores dessa fase são ainda piores do que a anterior.

Por fim, a partir de 2004, a dinâmica da economia mundial permitiu ao Brasil melhorias substanciais nos termos de troca e no volume de seus produtos exportados. A balança comercial obteve grandes superávits, as reservas internacionais se elevaram e o câmbio apresentou valorização. Esse movimento do câmbio teve impacto benéfico no controle da inflação e permitiu a diminuição dos juros, muito embora de forma tímida.

Os riscos de câmbio e juros se arrefeceram e o país conseguiu crescer de forma mais robusta.

**Pedro de Oliveira Guimarães**

### **Capítulo 3 – A estrutura do sistema financeiro brasileiro, estratégia bancária e oferta de crédito.**

#### **3.1 Introdução**

Esse capítulo tem como objetivo analisar detalhadamente a evolução da estrutura do sistema bancário brasileiro, bem como a oferta de crédito no Brasil. Serão descritas uma série de medidas normativas sancionadas, em sua maioria, pelo Conselho Monetário Nacional e pelo Banco Central, que ao longo do tempo, responderam a necessidades advindas do macro ambiente econômico, modernizaram a regulação do sistema financeiro e participaram de um esforço de reintegração do Brasil no mercado financeiro internacional. Essas mudanças institucionais também contribuíram, juntamente com os aspectos conjunturais, para orientar as decisões de operações dos bancos. Dessa forma, tentar-se-á entender, por meio de uma visão baseada na firma bancária, qual a estratégia de operação, de escolha entre rentabilidade e liquidez, fora desenvolvida e de que forma isso explica em parte a trajetória do crédito. Para isso, agregar-se-á a teoria da firma bancária pós-keynesiana, desenvolvida no capítulo 1, ao ambiente macroeconômico, desenvolvido no capítulo 2. Pretende-se, assim, explicar como essa interação forjou a estratégia dos bancos para cada período analisado.

Com o intuito de entender melhor as posturas adotadas pelas firmas bancárias em ambientes macroeconômicos diversos, continuar-se-á a segmentar o período de análise nas três partes propostas no capítulo 2, ou seja, 1994-1998; 1999-2003 e 2004-2008.

### 3.2 A Política Financeira Posterior ao Plano Real

As mudanças implementadas pelo Plano Real, como visto anteriormente, proporcionaram um novo ambiente de decisão e operação para o sistema bancário. A perda das receitas de *floating* obrigou os bancos a procurarem novas fontes de recursos, e com isso as operações de crédito se expandiram mesmo em meio a um ambiente de política monetária restritiva. Isso contribuiu para o enfraquecimento do sistema bancário. Hermann (2002:288) observa:

*“A expansão do crédito nos primeiros meses do Plano Real deu-se, porém, na contramão da política monetária, cuja orientação era claramente restritiva no período. Assim, a perda da receita “líquida e certa” do floating foi, em grande parte, compensada com a expansão de operações sujeitas a elevado risco de crédito, não só em razão das altas taxas de juros e das demais condições restritivas a novos empréstimos, mas também, no caso do crédito ao consumidor, devido ao relativo desconhecimento do mercado, após mais de uma década de virtual suspensão desse tipo de operação”*

Dessa forma, o resultado desse aumento da oferta de crédito em meio a um ambiente de política monetária restritiva e a falta de experiência dos bancos nesse tipo de operação foi aumento da inadimplência. Segundo Hermann (2002), os empréstimos em atraso e em liquidação como proporção dos empréstimos totais passaram de uma média de 7,7% entre julho de 1994 e fevereiro de 1995, para 9,1% em março e junho de 1995 e para 12,6% no segundo semestre do mesmo ano.

Em particular, os bancos de pequeno porte foram os mais afetados devido à maior dependência que esses tinham das receitas de *floating*. De acordo com dados do Banco Central, 19 bancos dessa natureza foram liquidados durante o segundo semestre de 1994 e 1995.

Em um primeiro momento, o Banco Central optou por realizar operações com títulos públicos e de empréstimos de curto prazo (Hermann, 2002). Porém, essa medida não conseguiu capilaridade para impactar as pequenas instituições financeiras. Ocorreu que os grandes bancos aproveitaram as janelas de redesconto oferecidas pelo Banco Central como uma forma barata de acessar reservas, mas se abstiveram do mercado interbancário, ou seja, não emprestaram aos bancos pequenos com problema de liquidez.

Contudo, a falência de dois grandes bancos, a saber, Banco Nacional e Banco Econômico e a ameaça de uma possível crise bancária sistêmica obrigou a tomada de medidas mais profundas de reestruturação do sistema bancário brasileiro e de melhorias na regulação prudencial, que se estenderam durante o período de 1995 até 1998.

### **3.2.1 Reestruturação do Sistema Bancário e Regulamentação Prudencial**

O quadro de fragilidade do sistema bancário e de “empoçamento de liquidez<sup>14</sup>”, verificado no período, exigiu que Banco Central direcionasse seus esforços para a reestruturação do sistema bancário. Objetivava-se com essa reestruturação o fortalecimento do sistema bancário e para isso acreditava-se benéfico à concentração bancária e a entrada de bancos estrangeiros.

Nesse sentido, foi instituído, em novembro de 1995, o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER). O programa foi implementado por meio de reorganizações administrativas, operacionais e societárias das instituições financeiras que resultassem na transferência de controle ou na modificação do objeto social. Assim, criou-se uma linha especial de recursos de

---

<sup>14</sup> Refere-se à situação em que, dada a elevada incerteza e risco envolvido, alguns bancos acumulam reservas em excesso, ausentando-se das operações do interbancário. Dessa forma, os bancos com problemas de liquidez mantêm-se com acesso restrito a reservas.

assistência financeira, liberou-se recursos do recolhimento compulsório/encaixes obrigatórios sobre recursos à vista para a aquisição de Certificados de Depósitos Bancários (CDBs) de emissão das instituições participantes do PROER e permitiu-se a flexibilização do atendimento dos requerimentos de capital aplicáveis às instituições financeiras referentes ao Acordo de Basiléia.

Além disso, a medida provisória n. 1.179 de 1995 garantiu benefícios tributários para aos participantes do PROER por meio da incorporação contábil das perdas provenientes do processo de aquisição das instituições em dificuldade.

Com relação aos bancos públicos, aqueles entre os mais afetados, dado maior dependência das receitas de *floating*, em maio de 1996 foi aprovado um aporte de capital no valor de 8 bilhões de reais para o Banco do Brasil. Além disso, foi estruturado o saneamento da Caixa Econômica Federal (CEF) por meio da medida provisória 1520 de 1996 que versava sobre mudanças jurídicas visando facilitar a recuperação de créditos ou de imóveis por parte da CEF (Hermann, 2002)

Outra medida importante foi a criação do Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na atividade Bancária (PROES) em fevereiro de 1997. Esse programa também compreendia linhas especiais de assistência financeira e tinha o intuito de sanar os bancos estaduais para as privatizações.

Com vistas a permitir a entrada de bancos estrangeiros no país, ainda não regulamentada por lei complementar ao artigo 192 da Constituição Federal, fez-se uso da prerrogativa presente na constituição que “permite a entrada dessas instituições mediante autorização direta do Presidente da República, desde que justificada de acordo com o interesse nacional.” (Hermann, 2009:19). Nesse sentido, em agosto de 1995, o Ministério da Fazenda publicou a Exposição de Motivos n. 311 (EM. n.311). Algumas

passagens do documento deixam clara a orientação favorável à entrada dos bancos estrangeiros no país. De acordo com a EM. n.311/MF (1995:1):

*“Diante da nova conjuntura de estabilidade econômica que ora se faz presente e verificada a incapacidade das instituições financeiras nacionais em arcar com os encargos dos respectivos processos de atualização tecnológica e de crescimento, com suporte exclusivo na poupança interna, imprescindível se torna o reforço de suas estruturas de capita via participação de recursos do exterior.”*

Mais adiante completa EM. n.311/MF (1995:2):

*“O ingresso de capitais externos no Sistema Financeiro Nacional justifica-se, ainda, pela eficiência operacional e capacidade financeira por eles detidas que, certamente, trarão maior concorrência dentro desse mesmo Sistema, com reflexos substancialmente positivos nos preços dos serviços e no custo dos recursos oferecidos à sociedade brasileira.”*

Concluindo, por fim, que:

*“é do interesse do Governo brasileiro a participação ou o aumento do percentual de participação de pessoas físicas ou jurídicas, residentes ou domiciliadas no exterior, no capital das instituições financeiras nacionais.” (EM. n.311/MF, 1995:3).*

Como resultado, 64 decretos foram assinados autorizando a entrada ou aumento de capital de bancos estrangeiros no país (Hermann, 2009).

Com relação à regulamentação prudencial, em um esforço de re-integração do Brasil no mercado financeiro internacional, em agosto de 1994, por meio da Resolução 2.099, o Brasil passou a seguir as normas de regulação prudencial do Acordo de Basileia. Assim, estabeleceu que as instituições financeiras deveriam manter valor de patrimônio líquido ajustado compatível com o grau de risco da estrutura de seus ativos. Em princípio ficou definido que o patrimônio líquido exigido em função do risco das

operações ativas seria igual a 8% do valor do ativo ponderado pelo risco. Contudo, durante o período de adaptação do sistema bancário ao novo ambiente macroeconômico pós-Plano Real e a fragilização do sistema financeiro optou-se por uma regulamentação prudencial rígida. Dessa forma, posteriormente, o patrimônio líquido exigido foi alterado de 8% para 10% por meio da Resolução 2399 de junho de 1997 e de 10 para 11% por meio da Resolução 2784 de novembro de 97.

Ademais, outras modificações com vistas a aperfeiçoar a regulamentação prudencial e melhor adequação ao Acordo da Basileia foram empreendidas. Dentre essas, destaca-se a resolução 2543, que estabelece novo conceito de capital mínimo. As resoluções 2197 e 2211 de 1995 criaram e regulamentaram o Fundo Garantidor de Crédito (FGC). O fundo funcionava como uma espécie de seguro para os titulares dos depósitos à vista, a prazo e contas de poupança, bem como letras de câmbio, imobiliária e hipotecária. Dessa forma, dava cobertura de até 20 mil reais por titular nas hipóteses de intervenção, liquidação extrajudicial ou falência da instituição financeira. Informalmente o Banco Central já garantia a liquidez dos depósitos, mas a institucionalização do FGC conferiu maior confiabilidade e segurança para os clientes do sistema financeiro.

Criou-se também, por meio da resolução 2390 de 1997, a Central de Risco de Crédito (CRC). Os bancos passaram a ser obrigados a compartilhar com o Banco Central as informações sobre o montante dos débitos e responsabilidades por garantias de clientes. Essas informações seriam centralizadas, consolidadas e tornadas disponíveis, desde que autorizadas pelos clientes, pela CRC, formando um cadastro de “maus pagadores”. Com isso, objetivava-se amenizar as assimetrias de informação presentes nas operações de crédito, prover as instituições financeiras de melhores

mecanismos para a avaliação na concessão de crédito e por fim, facilitar a diminuição das taxas de juros das operações ativas.

O conjunto de medidas de reestruturação e regulamentação prudencial implementadas nos anos posteriores ao Plano Real foram bem sucedidas em fortalecer e modernizar o sistema bancário para a atuação em um ambiente macroeconômico de baixa inflação, ou seja, no qual as grandes receitas de *floating* não mais existiriam. Para isso, concomitantemente restabeleceu-se a liquidez e a solvência dos bancos e criaram-se mecanismos de supervisão para orientar e garantir o bom funcionamento do sistema bancário.

Em estudo sobre a reestruturação do sistema financeiro brasileiro, Puga (1999) conclui que os bancos privados nacionais, após as medidas de reestruturação, se encontram em uma posição menos vulnerável do que estavam nos primeiros anos pós-Plano Real. Hermann (2002) observa que o conjunto de medidas elaboradas pelo “governo foi capaz não só de evitar uma crise bancária sistêmica em 1995, mas também de promover uma reestruturação do mercado.”

Após 1999 inaugurou-se outro período de regulamentação prudencial. No que se refere ao sistema bancário, Hermann (2009) observa que o reforço nesse sentido se deu em duas linhas: a) aumento das exigências de instrumentos físicos de controle e compensação de riscos pelos bancos e b) exigência de adoção de modelos de gestão de riscos pelas instituições financeiras.

A resolução 2607 de 1999 estabeleceu novos limites de capital realizado e patrimônio líquido das instituições financeiras, bem como novas exigências de capital. O percentual mínimo exigido que as novas instituições deveriam manter com relação ao valor de patrimônio líquido ajustado compatível com o grau de risco da estrutura de

seus ativos passou para 32% durante os dois primeiros anos, 24% para o terceiro e quarto ano, 16% para o quinto e sexto ano e de 11% a partir do sétimo ano de operação.

Preocupou-se também a Resolução 2653 de 1999 em limitar o montante das operações de crédito das instituições financeiras com órgãos e entidades do setor público. Estabeleceu-se que o volume dessas operações seria de no máximo 45% do patrimônio líquido ajustado da instituição financeira concedente.

As resoluções 2682 de 1999 e 2692 de 2000, respectivamente, criou 9 categorias de risco de crédito com provisionamento de recursos proporcionalmente maior dado a categoria de risco, e instituiu capital mínimo para a cobertura de risco de juros. A princípio, o Acordo da Basileia só se preocupava com a cobertura do risco de crédito. Todavia, melhorias foram sendo propostas e, conforme versa o Acordo da Basileia II, o risco operacional também será incorporado. Com vistas promover o enquadramento ao novo acordo, a Resolução 3380 de 2006 determinou a elaboração de estruturas, por parte das instituições financeiras, de gerenciamento do risco operacional.

O Acordo de Basileia II já encontra-se em fase de implementação no Brasil. De acordo com o comunicado 12.746 do Banco Central, estabeleceu-se o cronograma de adequação das instituições brasileiras ao acordo. Segundo este, está previsto para os anos de 2005, 2007, 2008-2009 a revisão dos requerimentos de capital para risco de crédito para adoção da abordagem simplificada, estabelecimento dos critérios de elegibilidade para adoção de modelos internos para risco de mercado e a validação destes, respectivamente. Para execução nos anos de 2009-2010 e 2010-2011, ficaria restando a validação dos sistemas de classificação interna pela abordagem avançada para risco de crédito e a validação de metodologias internas de apuração de requerimento de capital para risco operacional.

Por fim<sup>15</sup>, a resolução 3427 de 2006, promoveu a ampliação do FGC. O valor máximo da garantia foi elevado para 60 mil reais. Além disso, incluiu novos créditos, como por exemplo, as contas de aposentadorias e de pensões, entre os garantidos pelo fundo.

Como visto, o sistema bancário brasileiro continuou sua evolução e modernização, com vistas a torná-lo mais robusto e confiável. Nesse sentido, as margens de segurança, tomadas pelas exigências de capital com relação ao ativo ponderado pelo risco foram ampliadas, bem como novos riscos, que não apenas o de crédito, foram incorporados. Os credores das instituições financeiras também foram beneficiados pelo maior grau de cobertura do FGC.

Contudo, conforme as exigências e condicionalidades aumentam, fruto de uma maior regulamentação e supervisão sobre o sistema financeiro, o custo de operação também aumenta. Indiretamente, isso incentivou a concentração bancária e também orientou a escolha de portfólio dos bancos. Segundo Hermann (2009:23):

*“A política financeira dos anos 1990-2000 elevou o custo do crédito para os bancos, via aumento das exigências de capital mínimo, provisões e sistemas de gestão de risco. Isto, indiretamente estimulou a concentração bancária, já que aumentos de custo penalizam menos as instituições maiores, que contam com alguma escala. Além disso, como já observado, a concentração foi diretamente estimulada pelas vantagens regulatórias criadas em meados dos anos 1990 para instituições formadas a partir de fusões e aquisições.”*

---

<sup>15</sup> Para maiores detalhes sobre a evolução das normas sensíveis ao sistema bancário brasileiro, ver Puga (1999), Hermann (2002), e Hermann (2009)

### **3.3.1 A estrutura do sistema financeiro brasileiro.**

A estrutura do sistema financeiro brasileiro, por fim, modificou-se ao longo do tempo a partir da interação, dentro outros fatores, do ambiente macroeconômico e dos incentivos gerados à política financeira do período.

A tabela 1 destaca o quantitativo das instituições autorizadas a funcionar. Percebe-se que número total de instituições cai entre os intervalos de 1994-98 e 2004-08. De 1999 a 2003, embora haja um aumento do número total de instituições, esse resultado é basicamente explicado pelo aumento do número de cooperativas de crédito. No período de 1994-98, período da reestruturação do sistema financeiro brasileiro, o total de instituições passa de 2514 para 2450. Contudo, o impacto dos programas de reestruturação é melhor percebido pela queda do número de bancos múltiplos e comerciais que caem de 210 para 174 e de 34 para 28, respectivamente. A tendência de queda do número de bancos múltiplos e comerciais também se verifica no segundo período, porém de forma mais suave. No período de 2004-08 o número de bancos múltiplos se mantém praticamente estável, saindo de 139 para 140, e o de bancos comerciais cai de 24 para 18.

Tabela 3 - Instituições autorizadas a funcionar – por tipo

Tipo	1994	1998	1999	2003	2004	2008
	Dez	Dez	Dez	Dez	Dez	Dez
Banco Múltiplo	210	174	169	141	139	140
Banco Comercial (1)	34	28	25	23	24	18
Banco de Desenvolvimento	6	6	5	4	4	4
Caixa Econômica	2	2	1	1	1	1
Banco de Investimento	17	22	21	21	21	17
Sociedade de CFI	42	44	42	47	46	55
Sociedade Corretora de TVM	240	194	193	147	139	107
Sociedade Corretora de Câmbio	47	39	39	43	47	45
Sociedade Distribuidora de TVM	376	210	190	146	138	135
Sociedade de Arrendamento Mercantil	77	83	81	58	51	36
Sociedade de Crédito Imobiliário, Associação de Poupança e Empréstimo e Sociedade de Crédito Imobiliário Repassadora (2)	27	21	19	18	18	16
Companhia Hipotecária	-	4	6	6	6	6
Agência de Fomento (3)	-	3	5	11	12	12
<b>1º sub-total</b>	<b>1.078</b>	<b>830</b>	<b>796</b>	<b>666</b>	<b>646</b>	<b>592</b>
Cooperativa de Crédito	946	1.198	1.253	1.454	1.436	1.453
Sociedade de Crédito ao Microempreendedor (4)	-	-	4	49	51	47
<b>2º sub-total</b>	<b>2.024</b>	<b>2.028</b>	<b>2.053</b>	<b>2.169</b>	<b>2.133</b>	<b>2.092</b>
Consórcio	490	422	406	365	364	317
<b>Total</b>	<b>2.514</b>	<b>2.450</b>	<b>2.459</b>	<b>2.534</b>	<b>2.497</b>	<b>2.409</b>

Fonte: Unacad

1/ Inclui as Filiais de Bancos Estrangeiros.

2/ Inclui Sociedades de Crédito Imobiliário Repassadoras (SCIR) que não podem captar recursos junto ao público.

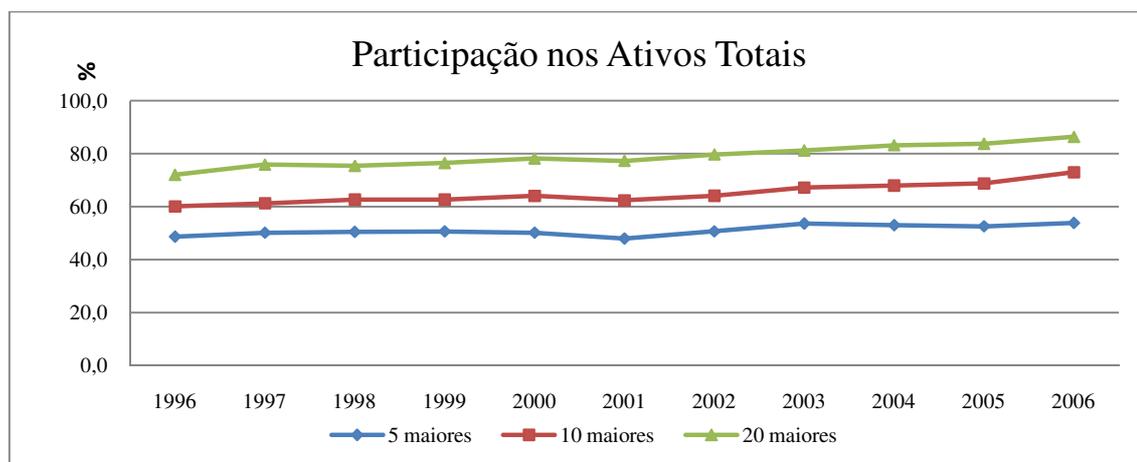
3/ Em Jan/1999 foi constituída a 1ª Ag. Fomento, nos termos da Res. 2.574, de 17.12.1998.

4/ Em Out/1999 foi constituída a 1ª SCM, nos termos da Res. 2.627, de 2.8.1999.

**Fonte: Banco Central do Brasil**

Essa diminuição do número de bancos evidencia a tendência de concentração do setor durante todo o período de 1994-2008. Para corroborar isso, o gráfico 20 mostra o crescimento da participação dos 5, 10 e 20 maiores bancos e Caixa Econômica Federal nos ativos totais do segmento bancário. De fato esse era um dos objetivos do PROER, por entender que a concentração forjaria instituições mais solidas e robustas.

Gráfico 17 – Participação dos 5, 10 e 20 bancos e Caixa Econômica Federal nos Ativos Totais



Fonte: Banco Central

A tabela 2 traz a segmentação da estrutura bancária por tipo de capital. Em primeiro lugar, ela mostra a diminuição dos números de bancos públicos. Pode-se entender que esse foi um resultado esperado e incentivado pelo PROES. Outro resultado almejado pelo governo também pode ser inferido pelos números da tabela 2. O número de bancos com controle estrangeiro operando no país cresceu de forma significativa. Apesar de apresentar leve tendência de queda nos últimos anos, esse ainda era praticamente o dobro em 2006 do que era em 1995.

Tabela 4 – Segmentação da Estrutura do Sistema Bancário por Tipo de Capital

Bancos (1)	1995 Dez	1996 Dez	1997 Dez	1998 Dez	1999 Dez	2000 Dez	2001 Dez	2002 Dez	2003 Dez	2004 Dez	2005 Dez	2006 Dez
Públicos (2)	32	32	27	22	19	17	15	15	15	14	14	13
Privados	210	198	190	182	175	175	167	152	150	150	147	146
Nacionais	144	131	118	105	95	91	81	76	78	82	82	81
Nacionais com Participação Estrangeira (3)	28	26	23	18	15	14	14	11	10	10	8	9
Controle Estrangeiro (4)	21	25	33	43	50	57	61	56	53	49	49	48
Estrangeiros (5)	17	16	16	16	15	13	11	9	9	9	8	8
<b>Total</b>	<b>242</b>	<b>230</b>	<b>217</b>	<b>204</b>	<b>194</b>	<b>192</b>	<b>182</b>	<b>167</b>	<b>165</b>	<b>164</b>	<b>161</b>	<b>159</b>

Fonte: Cosif - transação PCOS200 (doc. 4016)

1/ Inclui bancos múltiplos, bancos comerciais e caixa econômica.

2/ Inclui caixas econômicas (estaduais, em funcionamento até Jan/1999, e a Caixa Econômica Federal).

3/ Inclui bancos que detêm participação estrangeira.

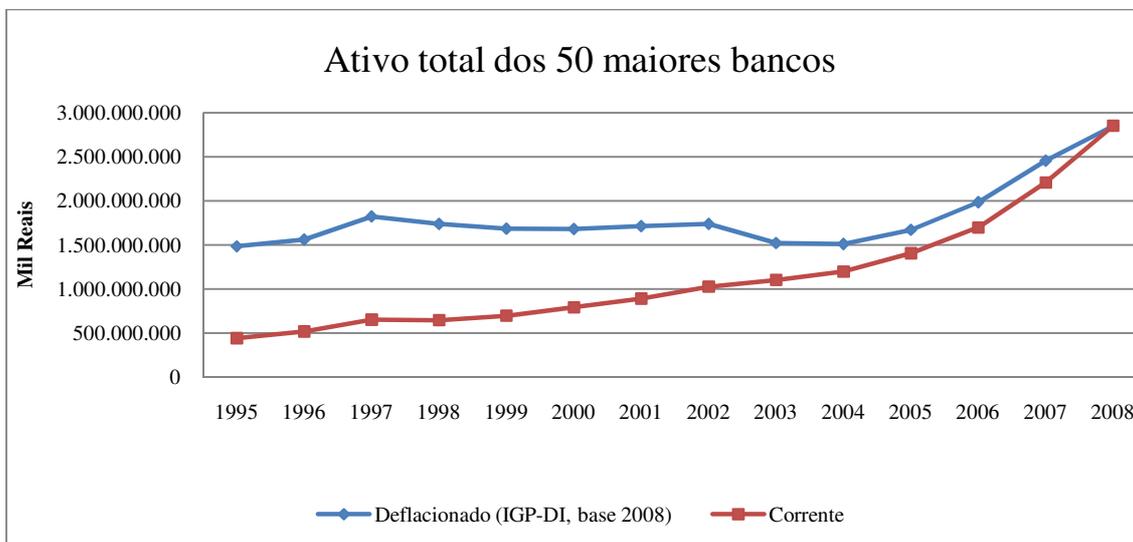
4/ Bancos múltiplos e comerciais com controle estrangeiro (exceto filiais).

5/ Filiais de bancos estrangeiros.

Fonte: Banco Central

Os indicadores, para 50 maiores bancos, de ativo total a preços correntes e deflacionado pelo IGP-DI, base 2008, também mostra crescimento durante o período. Entretanto, o indicador deflacionado mostra certa estabilidade até 2003 quando cresce de forma mais significativa.

Gráfico 18 – Ativo Total dos 50 Maiores Bancos



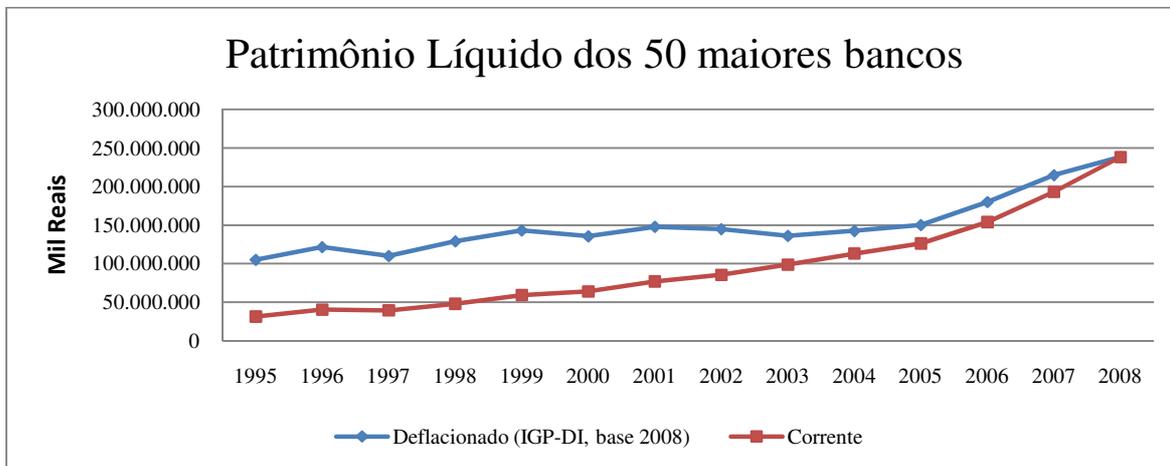
OBS: Os dados são referentes ao mês de dezembro de cada ano.

Fonte: Banco Central

O patrimônio líquido dos bancos, por sua vez tem trajetória mais definida tanto para o indicador deflacionado (IGP-DI, base 2008) como a preços correntes. Nota-se

pelo gráfico 22 que ambos têm marcada tendência de crescimento. Porém, mais uma vez percebe-se que há uma aceleração do crescimento a partir de 2004.

Gráfico 19 – Patrimônio Líquido dos 50 Maiores Bancos

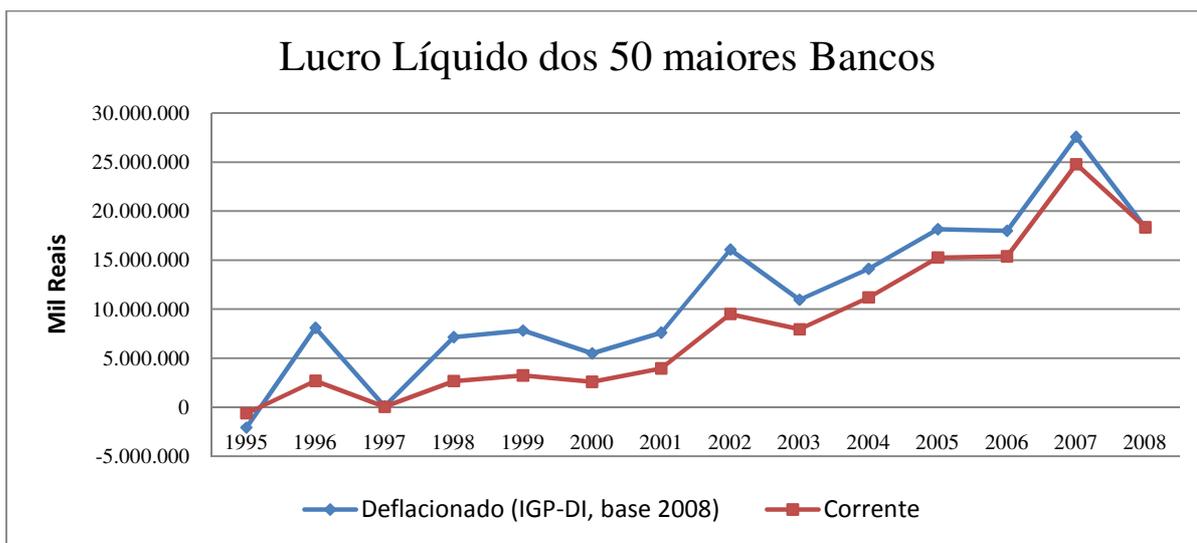


**OBS:** Os dados são referentes ao mês de dezembro de cada ano.

**Fonte:** Banco Central

O indicador de lucro líquido também tem trajetória ascendente para o período. Vale notar que em 1995, quando houve a fragilização do sistema bancário e criou-se o PROER, o lucro líquido consolidado para os 50 maiores bancos foi negativo.

Gráfico 20 – Lucro Líquido dos 50 Maiores Bancos

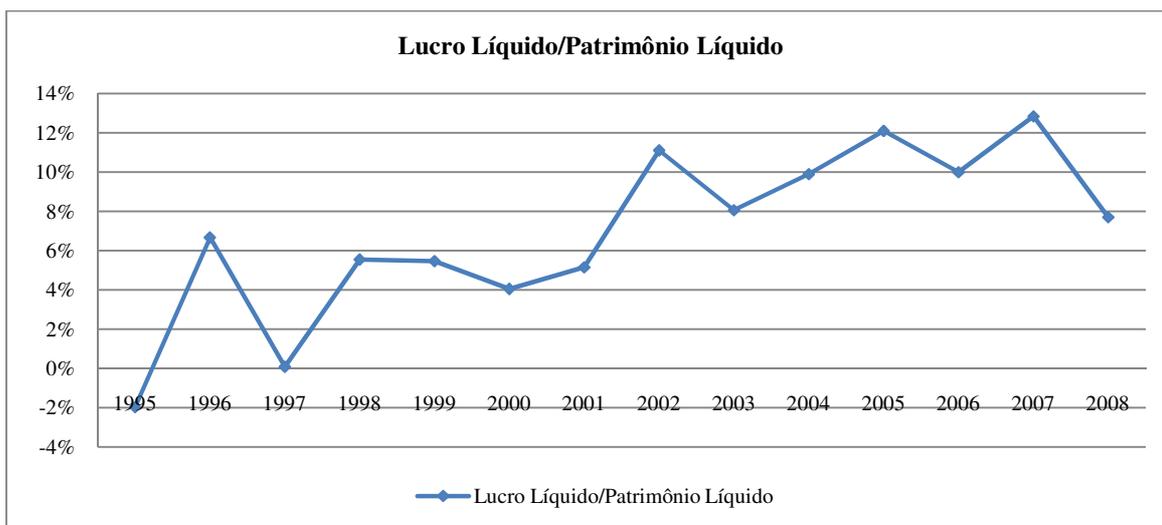


OBS: Os dados são referentes ao mês de dezembro de cada ano.

Fonte: Banco Central

Como resultado desses dois indicadores pode-se inferir a evolução de uma *proxy* para rentabilidade dos 50 maiores bancos. Mais uma vez, a tendência é de crescimento. Observa-se também uma volatilidade maior até 1998. Entende-se aqui que esse movimento seja resultado das crises do período, bem como da pouca experiência operacional em meio a um ambiente macroeconômico novo, de inflação baixa. A queda em 2008 fica por conta da crise financeira internacional.

Gráfico 21 - Lucro Líquido/Patrimônio Líquido



OBS: Os dados são referentes ao mês de dezembro de cada ano.

Fonte: Banco Central

### 3.3.2 Sumário dos argumentos

Por meio dos indicadores observados, entende-se que o sistema bancário, após curto período de transição, conseguiu se estruturar de forma a operar em um novo ambiente econômico, marcado pela queda da inflação. Não só isso, percebe-se que os bancos foram suficientemente eficientes para lucrar em meio as adversidades que marcaram o período que se estende de 1994 até 2003. A partir de 2004, quando há uma melhora do ambiente macroeconômico, os bancos conseguem melhorar ainda mais seus indicadores de ativos, patrimônio líquido, lucro líquido e rentabilidade.

Em análise sobre o período de 1994-98 Paula, Alves Júnior e Marques (2001:287) concluem o que parece válido até hoje:

*“O sistema bancário privado brasileiro tem revelado grande capacidade de adaptação às mudanças no contexto macroeconômico do país, sabendo extrair vantagens tanto em períodos de crescimento quando de crise.”*

O que Paula, Alves Júnior e Marques (2001) chamam de grande capacidade de adaptação é o resultado de uma estratégia bem implementada, exitosa quando analisada por meio de indicadores de eficiência microeconômica. Mas qual o papel que essa estratégia guardou para a oferta de crédito? Nas próximas seções, tentar-se-á inferir as algumas das características da forma de operação dos bancos entre os anos de 1995 e 2008 e qual o impacto dessa estratégia no volume de crédito concedido.

### **3.4 – Evolução do Crédito e das Estratégias das Firms Bancárias.**

#### **3.4.1 Período 1994-1998**

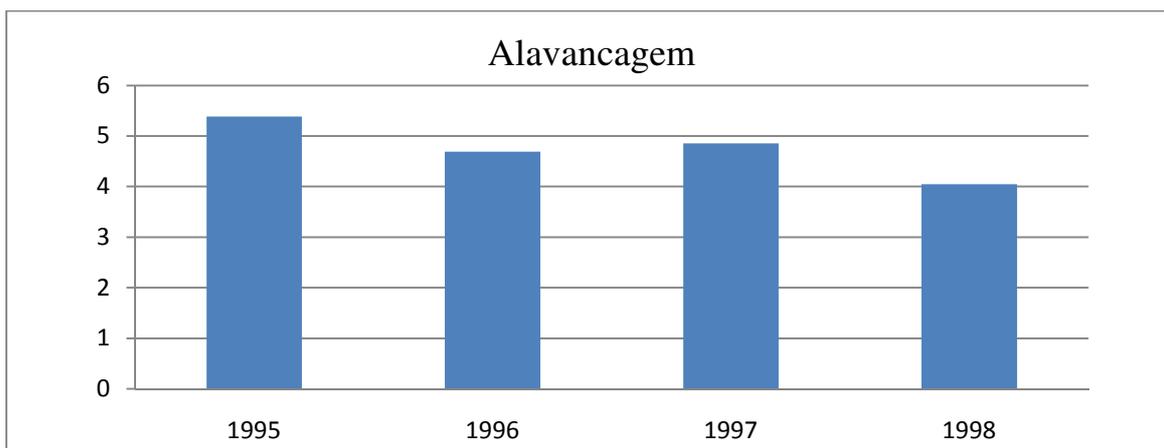
##### **3.4.1.1 Ajuste Patrimonial do sistema bancário brasileiro**

Por meio dos dados consolidados para o ativo, passivo e intermediação financeira, referentes aos 50 maiores bancos, tentar-se-á inferir em que tipo de estratégia se engajaram os bancos brasileiros em meio ao macroambiente econômico e institucional da época.

Para esse primeiro período, 1994-1998, é possível enriquecer um pouco mais a análise utilizando os dados do suplemento estatístico que acompanhavam os Boletins Mensais do Banco Central. Infelizmente, essa publicação foi descontinuada em agosto de 1998.

O indicador de alavancagem medido por meio das operações de crédito e arrendamento mercantil sobre o patrimônio líquido dos bancos brasileiros tem trajetória similar a do crédito. O gráfico 25 mostra um alto patamar em 1995, primeiro ano da pesquisa, evidenciando uma postura mais arriscada dos bancos no imediato pós Plano Real. Esse é na verdade o período de “euforia” do sistema financeiro brasileiro.

Gráfico 22 – Alavancagem dos 50 Maiores Bancos



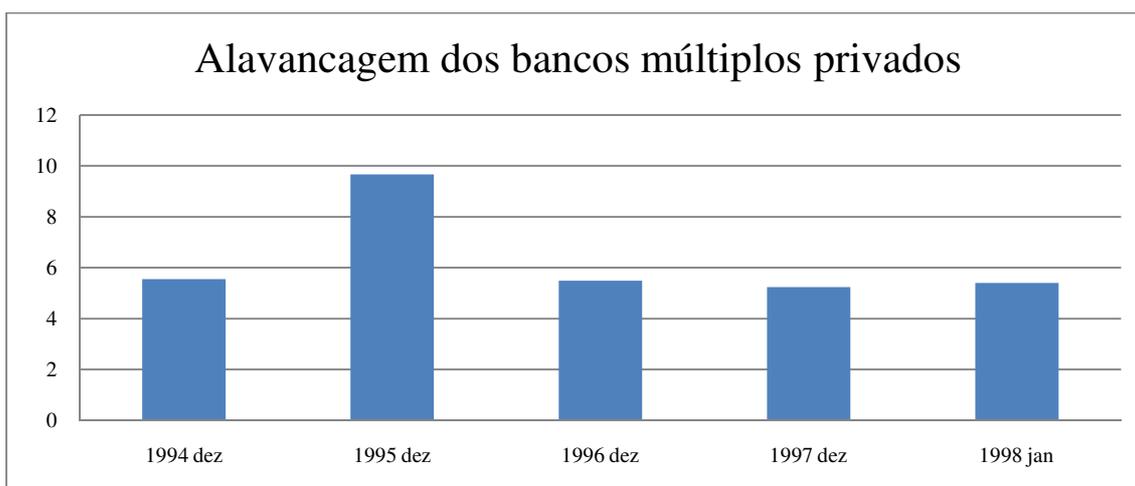
Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Banco Central do Brasil – consolidado dos 50 maiores bancos

Contudo, a partir de 1995 a tendência de alavancagem dos bancos é declinante, mostrando maior grau de conservadorismo. Mais uma vez, aponta-se as incertezas e a instabilidade da economia brasileira no período como importante fator para essa mudança de estratégia dos bancos. Além disso, as restrições intrínsecas ao Acordo da Basileia também contribuíram para uma menor exposição ao risco por parte dos bancos.

Outro indicador usado para medir alavancagem é o referente ao ativo ajustado<sup>16</sup> sobre o patrimônio líquido, utilizado por Paula, Alves Júnior e Marques (2001).

<sup>16</sup> Ativo total menos encaixes e títulos do governo federal

Gráfico 23 - Alavancagem dos Bancos Múltiplos Privados



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Boletim Mensal do Banco Central do Brasil, Suplemento Estatístico, vários números.

Por meio desse indicador percebe-se mais uma vez o crescimento da alavancagem no ano de 1995 e sua queda nos anos posteriores. Sobre a mudança de comportamento desse indicador durante o período de 1995/1996, Paula, Alves Júnior e Marques (2001:300) observam:

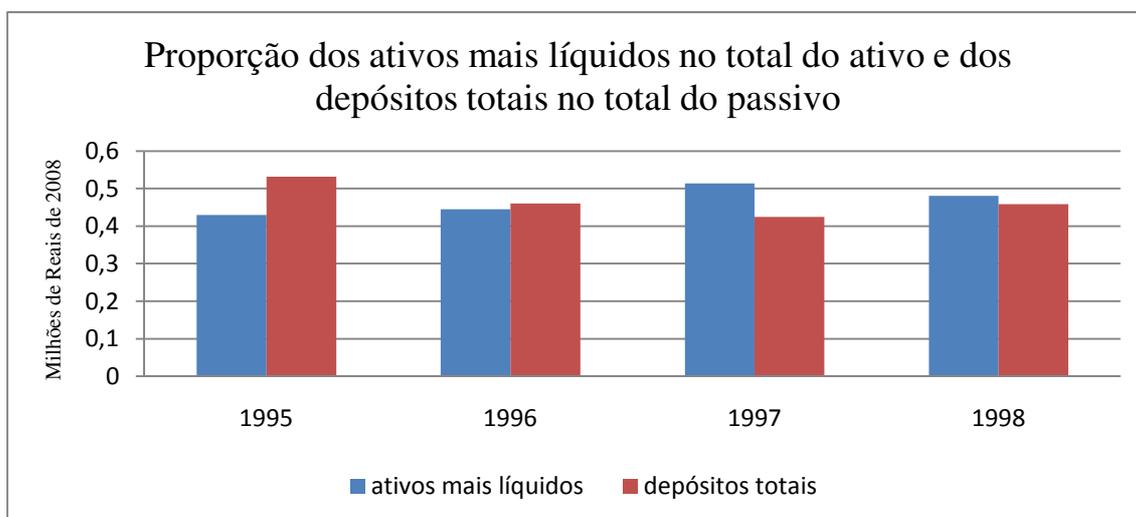
*“De 1995 para 1996 o grau de alavancagem diminuiu significativamente, mantendo uma tendência de queda nos períodos subsequentes, expressando, portanto o maior conservadorismo e aversão ao risco dos bancos múltiplos privados, num contexto de maior incerteza, que começou com a crise bancária de 1995 até chegar ao quadro de crise externa em 1997 e 1998.”*

A participação dos ativos mais líquidos reflete, também, o ajuste dos bancos frente ao período de incerteza e instabilidade econômica vivenciado à época. Considerou-se para isso a participação dos saldos das contas de disponibilidades somadas aos de títulos e valores mobiliários e relações interfinanceiras, como proporção dos ativos totais. Com relação ao passivo procurou-se identificar a proporção dos depósitos totais sobre o saldo total do passivo. Os depósitos são fonte mais estável de

obtenção de recursos. Porém, esses são, também, o tipo de obrigação que exige maior absorção de reservas por parte dos bancos.

O gráfico abaixo mostra um crescimento da proporção de ativos de curto prazo em relação ao total, bem como uma diminuição da participação dos depósitos totais no total de ativos. Os ativos de menor prazo ganham espaço por permitir flexibilidade na estrutura de alocação do portfólio dos agentes. Com relação ao passivo, a perda de participação dos ativos dos depósitos em relação ao total, reflete o ajuste frente ao ambiente de baixa inflação. Como observado acima, antes de 1994, ou seja, antes do Plano Real, quando os bancos atuavam em um cenário de alta inflação, grande parte de suas receitas eram provenientes dos ganhos de *floating*. Essa forma de receita era, em boa medida, dependente da obtenção de depósitos à vista ou de baixa remuneração. Nesse sentido, os bancos privilegiavam essa fonte de financiamento e expandiam suas redes de agências no intuito de aumentar a capilaridade de obtenção dos depósitos. Porém, com o final da alta inflação esse tipo de passivo tornou-se caro, uma vez que grande parte da supervisão e regulação bancária recai sobre ele.

Gráfico 24 - Proporção – Ativos Líquidos no Total de Ativos e Depósitos no Total de Passivos



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Banco Central do Brasil – consolidado dos 50 maiores bancos

Ainda com relação aos passivos, Lima e Corrêa (2009:8) chamam a atenção para a queda da participação das obrigações por empréstimos e repasses nos períodos mais crítico das crises dessa fase. Em 1996 a participação dessa rubrica no total do passivo girava em torno de 18%, em 1997 esse número já havia caído para 16% e em 1998 encerrou em 13,7%. Os autores esclarecem que para os bancos nacionais essa conta responde em sua maioria por repasses de instituições financeiras públicas e governo. Porém, para os bancos estrangeiros, o maior peso está nos empréstimos do exterior. É natural que em períodos de crise e com fuga de capital da economia os empréstimos do exterior se reduzam.

O que os indicadores selecionados apontam é que os bancos brasileiros optaram por uma estratégia conservadora após o pequeno período de “euforia” relativo ao sucesso do plano real. Essa inflexão ocorre com a fragilização do sistema bancário e os impactos da crise mexicana no país. A partir desse momento, em meados de 1995, os bancos passam a considerar de forma mais forte as incertezas e instabilidade do ambiente macroeconômico brasileiro, promovendo um ajuste patrimonial orientado por uma maior preferência pela liquidez. O espaço que essa estratégia guarda para o volume e o tipo de crédito ofertado pelo sistema bancário brasileiro é o que passar-se-á a discutir. Embora esteja se destacando a oferta de crédito da análise geral da estratégia adotada pelos bancos, é de fundamental importância entender que ambas se dão conjuntamente e se reafirmam mutuamente.

#### **3.4.1.2 Evolução do Crédito**

O período após o Plano Real é marcado por mudanças drásticas no ambiente macroeconômico e institucional de operação do sistema bancário brasileiro. Com a

perda das receitas de *floating*, que como destacado no capítulo 2 correspondiam por 41,9% da produção imputada do sistema financeiro, os bancos foram obrigados a procurar novas formas de obtenção de receitas. A expectativa era de que as operações de crédito ganhariam espaço na alocação de ativos dos bancos.

O rápido crescimento econômico e a estabilização incentivaram, por sua vez, a demanda por crédito. Dessa forma, a partir de julho de 1994 o crédito começou a crescer continuamente em volume e como proporção do PIB. Contudo, como visto anteriormente, a preocupação central do governo brasileiro na época era garantir o processo de estabilização da moeda, e nesse sentido, o rápido crescimento do crédito era visto como uma ameaça ao sucesso desse objetivo.

A política monetária restritiva, por meio de altas taxas de juros, foi complementada pelo aumento dos recolhimentos compulsórios, que chegou para 100% dos novos depósitos à vista<sup>17</sup> e passou a incorrer, também, diretamente sobre as operações de crédito<sup>18</sup>. Era política deliberada do governo restringir a oferta de crédito. Porém, os bancos que precisavam diversificar suas operações e compartilhavam do clima de euforia e boas expectativas proporcionadas pelo sucesso do Plano Real expandiram suas operações de crédito.

No capítulo 1 viu-se que os bancos têm capacidade de responder a demanda por crédito diminuindo a participação de ativos líquidos em seu portfólio e aumentando a alavancagem financeira. Entretanto, essa postura bancária apenas se faz presente quando os bancos enxergam oportunidades lucrativas que compensem com rentabilidade a relativa menor liquidez. Ou seja, para que os bancos ofertem mais crédito é imperativo

---

<sup>17</sup> Circular n. 2441 de junho de 1994.

<sup>18</sup> Circular n. 2449 de outubro de 1994.

que compartilhem de uma expectativa favorável para o ambiente futuro da economia. Parece ter sido isso o que ocorreu no imediato pós Plano Real.

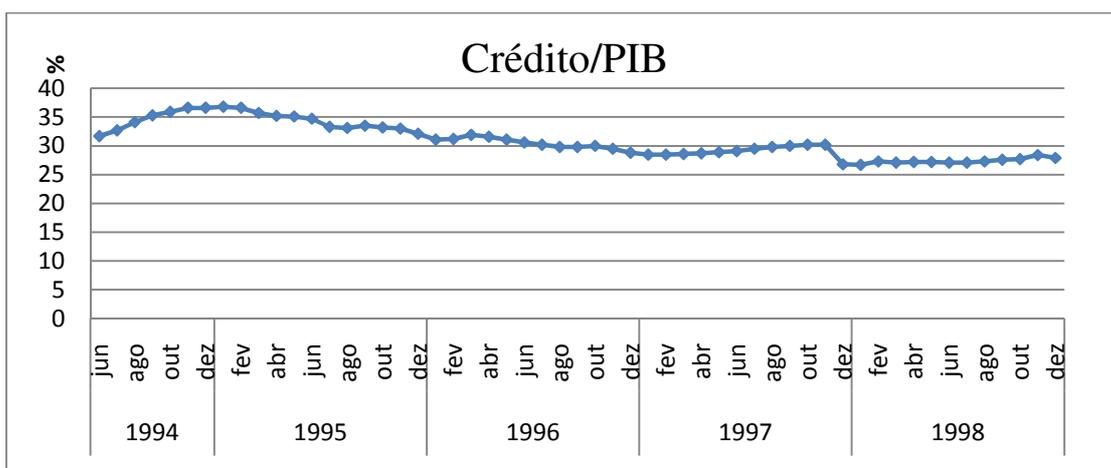
Entretanto, expansão do crédito em meio a uma política monetária restritiva e a falta de experiência dos bancos na avaliação dessas operações resultou em um aumento significativo da inadimplência e na fragilização do sistema bancário. Além disso, a crise mexicana expôs as inconsistências e a vulnerabilidade da economia brasileira, deteriorando as expectativas para o futuro da economia. O sistema bancário percebeu que na realidade estava operando em meio a elevados riscos de câmbio, juros e crédito.

O risco de câmbio baseava-se na possibilidade de ocorrer uma desvalorização cambial abrupta. Uma vez que as transações correntes apresentavam vultosos déficits, o equilíbrio do balanço de pagamentos, sem perda de reservas, ficava limitado ao “humor” volátil dos investidores estrangeiros.

O risco de juros era derivado do regime monetário de âncora cambial e da forma instável de financiamento do balanço de pagamentos destacada acima. Com o intuito de orientar o capital externo para investimentos no Brasil, o governo mantinha sempre um grande diferencial de juros com relação ao exterior. Todavia, sempre que o ambiente econômico internacional tornava-se adverso e os investidores buscavam ativos mais seguros, o governo era obrigado a promover a elevação dos juros. Por sua vez, o risco de crédito era relativo à própria incipiência desse tipo de operação no Brasil, a política monetária restritiva e a instabilidade da economia brasileira.

Dessa forma, o sistema bancário brasileiro passa a restringir a oferta de crédito e procurar formas mais líquidas de alocar seus ativos. O gráfico 28 mostra a trajetória da participação do crédito como proporção do PIB durante o período de 1994 até 1998.

Gráfico 25 – Crédito/PIB

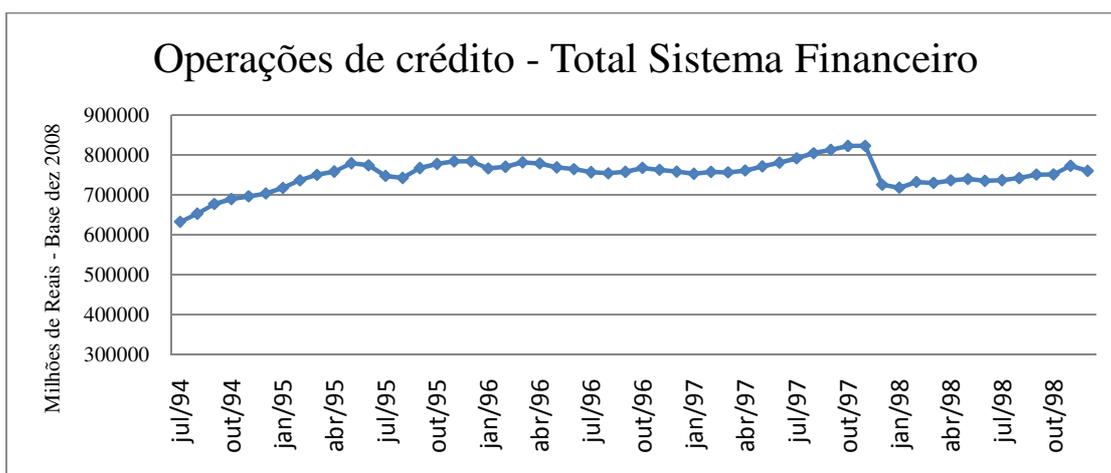


Fonte: Sistema Gerenciador de Séries Temporais do Banco Central – Série 11400

A partir do gráfico fica clara a expansão da oferta de crédito no imediato pós Plano Real. Esse movimento continua até o início de 1995 quando o indicador assume tendência declinante até o fim do período. A inflexão observada no começo do ano de 1995 ilustra a mudança na percepção do ambiente macroeconômico por parte do sistema bancário.

Com relação ao volume de crédito concedido, a trajetória para o período é de estagnação. O gráfico 29 destaca o volume de crédito total concedido pelo sistema financeiro, deflacionado pelo IGP-DI de base dezembro de 2008.

Gráfico 26 – Operações de Crédito - Total



Fonte: Boletins Mensal do Banco Central

O que se verifica é que, ao contrário do imaginado, a simples estabilização de preços e a perda das receitas inflacionárias não foram suficientes para incentivar o crescimento consistente da oferta de crédito.

Em análise sobre a estagnação do crédito no período, Soares (2001: 23) observa corretamente que:

*“na perspectiva pós-keynesiana, os bancos são vistos como entidades que, mais do que meras intermediadoras passivas de recursos, são capazes de criar crédito independentemente da existência de depósitos prévios, por meio da criação ativa da moeda bancária.”*

Porém, disso, o autor conclui que “ao considerar que os bancos não têm dificuldade em ampliar a oferta de moeda, a explicação para o comportamento do crédito estaria na demanda” (Soares, 2001: 23). Entende-se, aqui, que essa conclusão não condiz perfeitamente com os pressupostos da teoria pós-keynesiana.

Na realidade a teoria pós-keynesiana, de fato, considera que os bancos são capazes de criar crédito independentemente da existência de depósito prévios, configurando, assim, certa elasticidade para conformar a demanda por crédito. Porém, a

decisão de conceder empréstimos e financiar o investimento está sujeita à maximização de lucro, à preferência por liquidez e às decisões de portfólio dos bancos, e nada e nem ninguém garante que será realizada. Isso passa pela racionalidade, atividade e escolha dos bancos, bem como e fundamentalmente pelas expectativas compartilhadas pelo sistema bancário.

Dessa forma, embora tenham a capacidade de conceder crédito independente de depósitos prévios é possível que, em meio às incertezas e à instabilidade da economia brasileira, os bancos tenham escolhido estratégias que não favoreciam a expansão desse tipo de operação.

Outro fator condicionante da oferta de crédito foi a adesão do Brasil ao Acordo de Basiléia em 1994. Uma vez que o acordo exigiu que 8% do ativo ajustado pelo risco dos bancos fosse financiado com capital próprio, e criou categorias com diferentes níveis de risco, distorceu a alocação do portfólio para opções de menor risco. Nesse sentido, o crédito, considerado ativo de risco elevado, foi desincentivado em detrimento de, por exemplo, os títulos de dívida pública federal, considerados para efeito dos requerimentos de capital, de risco zero.

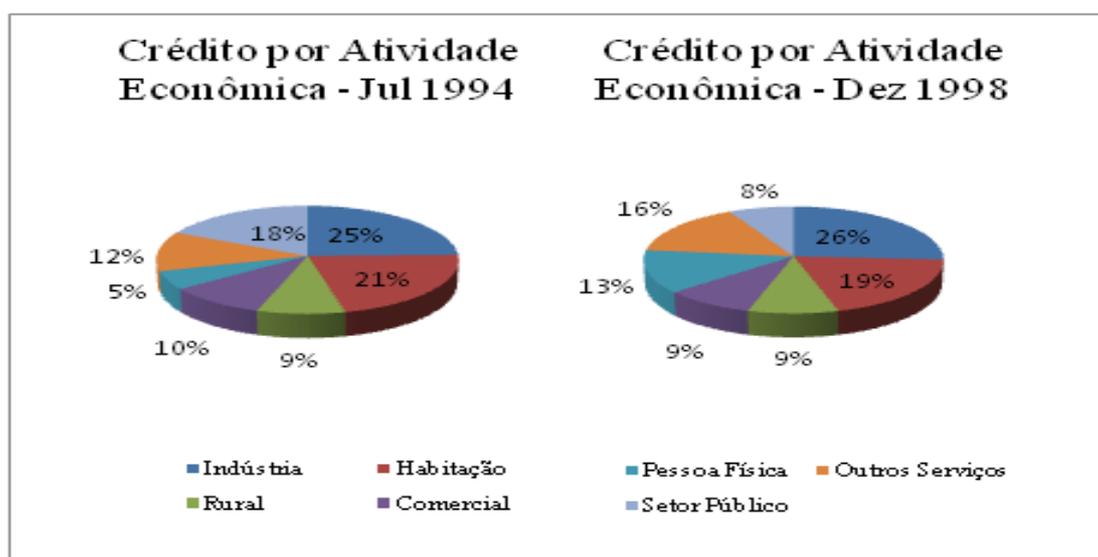
Em especial, a oferta de crédito para o setor produtivo da economia, formado pelo crédito industrial, rural e habitacional, não apresentou o crescimento desejado. A importância do crescimento desse tipo de crédito está em sua capacidade de financiamento do investimento e dos efeitos multiplicadores, e desse na renda da economia.

No capítulo 1 descreveu-se o processo de financiamento do investimento por meio do circuito *finance-funding*. A rigor estava-se tratando dessa modalidade de crédito. Porém, esse tipo de crédito normalmente envolve somas e prazos maiores, o

que em período de incerteza significa uma inflexibilidade na alocação do ativo bancário não desejada.

O gráfico 30 destaca a proporção do crédito concedido por tipo de atividade. A proporção de empréstimos concedidos à indústria manteve-se praticamente inalterada, modificando-se de 25% para 26% do total, o mesmo acontecendo com o crédito habitacional e rural. As mudanças mais relevantes ficam por conta do aumento da participação do crédito à pessoa física e da queda relativa do crédito concedido ao setor público. O crédito para pessoa física a rigor é direcionado para consumo e tem o menor impacto na dinâmica econômica. Na realidade, como bem observa Hermann (2009:9), essa é uma modalidade de crédito “cuja dinâmica não é determinante do crescimento econômico, mas subordinada a ele.”

Gráfico 27 – Crédito por Atividade

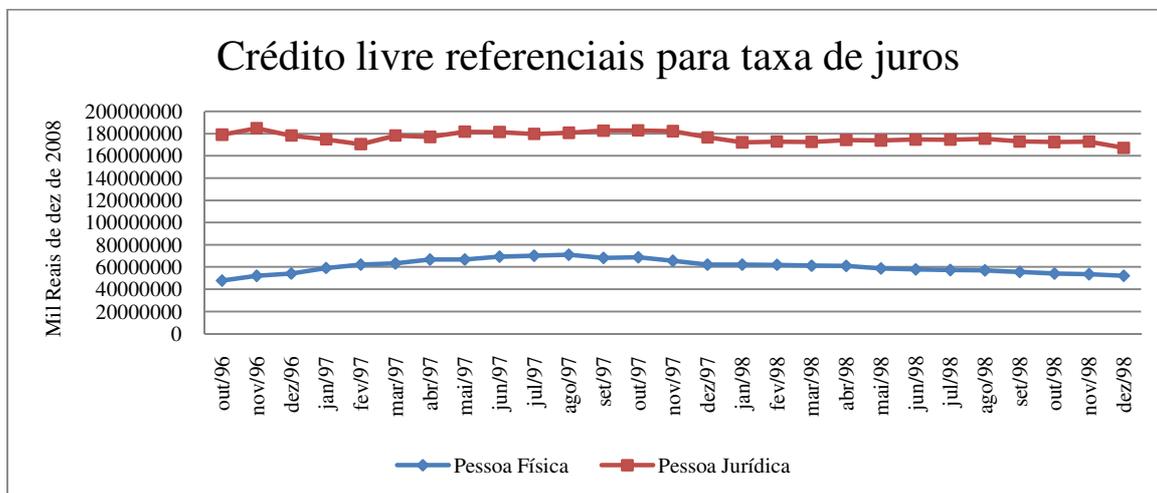


Fonte: Boletim Mensal do Banco Central, vários números

As séries relativas à composição do crédito com recursos livres referenciais para taxa de juros para pessoa física e jurídica têm seu início apenas em outubro de 1996. Essa é outra forma de tentar inferir as características de crédito ofertado no período. O

Gráfico 31 mostra a evolução dos saldos consolidados no mês das operações de crédito para pessoa física e jurídica, deflacionado pelo IGP-DI de base dezembro de 2008.

Gráfico 28 – Crédito Livre

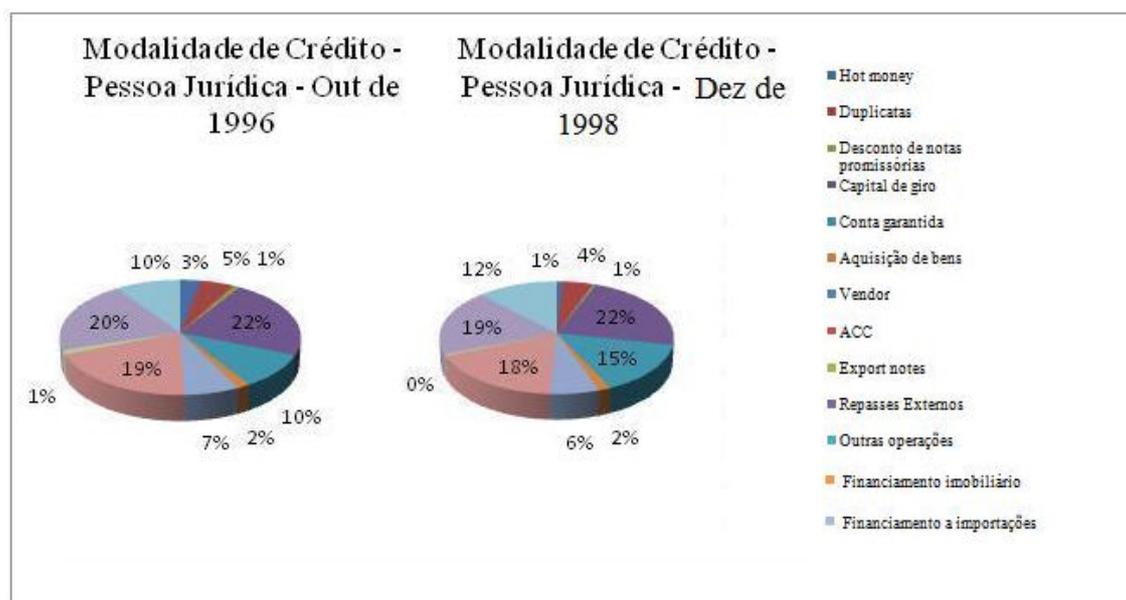


Fonte: Sistema Gerenciador de Séries Temporais do Banco Central – Séries 3960 e 3959

As trajetórias descritas pelo crédito para pessoa física e para pessoa jurídica são praticamente estáveis. Na realidade, existe uma pequena queda no volume dos saldos de crédito concedidos para pessoas jurídicas. Os empréstimos realizados pelo sistema financeiro para pessoa jurídica responde melhor pelo crédito de mais longo prazo, com destino ao setor produtivo. Ou seja, representa de forma mais apurada o que seria o insumo, condição necessária para a viabilização do investimento. Uma desagregação maior dessa conta, permitida pelos dados fornecidos pelo Banco Central do Brasil, ajuda a refinar ainda mais o destino desses recursos.

O Gráfico 32 destaca a mudança na composição do crédito para pessoa jurídica.

Gráfico 29 – Crédito livre Para Pessoa Jurídica



Fonte: Sistema Gerenciador de Séries Temporais do banco Central

O crédito que efetivamente vai para a aquisição de bens tem percentual irrisório durante o período de análise, correspondente a apenas 2% do total. A modalidade que apresenta maior participação dentre o total é a de capital de giro, com 22% do total. Outro segmento com grande participação no total é o de ACC. Esse tipo de crédito destina-se à adiantamento de recursos de moeda nacional referente aos valores a serem exportados antes do embarque das mercadorias. O prazo desse tipo de operação é, geralmente, de até 360 dias, ou seja, trata-se, também, de uma conta de curto prazo. Além disso, a modalidade que mais cresceu foi a referente às operações da conta garantida, que passaram de 10% para 15% entre 1996 e 1998. Em média, o prazo de um empréstimo relativo a conta garantida têm 120 dias.

Em si essa distribuição das concessões de crédito para pessoa jurídica já demonstra certo viés “curto prazista” dos bancos brasileiros. O crédito destinado ao capital de giro é aquele utilizado para financiar os gastos durante o período de produção e venda. Dessa forma, entre os empréstimos destinados às pessoas jurídicas representa

os de menor prazo e incerteza, ou seja, de maior liquidez. Por sua vez, a modalidade conta garantida é uma conta empréstimo separada da conta corrente, com limite de crédito de utilização rotativa destinado a suprir eventuais necessidades de capital de giro. Ou seja, também se trata de um crédito de curto prazo, com menor grau de incerteza.

De forma alguma está, aqui, se diminuindo a importância desse tipo de crédito para o produto da economia. Porém, pretende-se atentar para o fato dessas operações terem maior grau de liquidez, e dessa maneira serem privilegiadas em detrimento das modalidades mais ilíquidas.

O que pode-se inferir a partir das desagregações propostas acima é que, mais do que a estagnação do volume total do crédito, a predominância dos empréstimos para modalidades como crédito para pessoa física, capital de giro e conta garantida demonstra que em meio às incertezas do ambiente macroeconômico do período o sistema bancário ajustou-se orientado por uma significativa preferência pela liquidez.

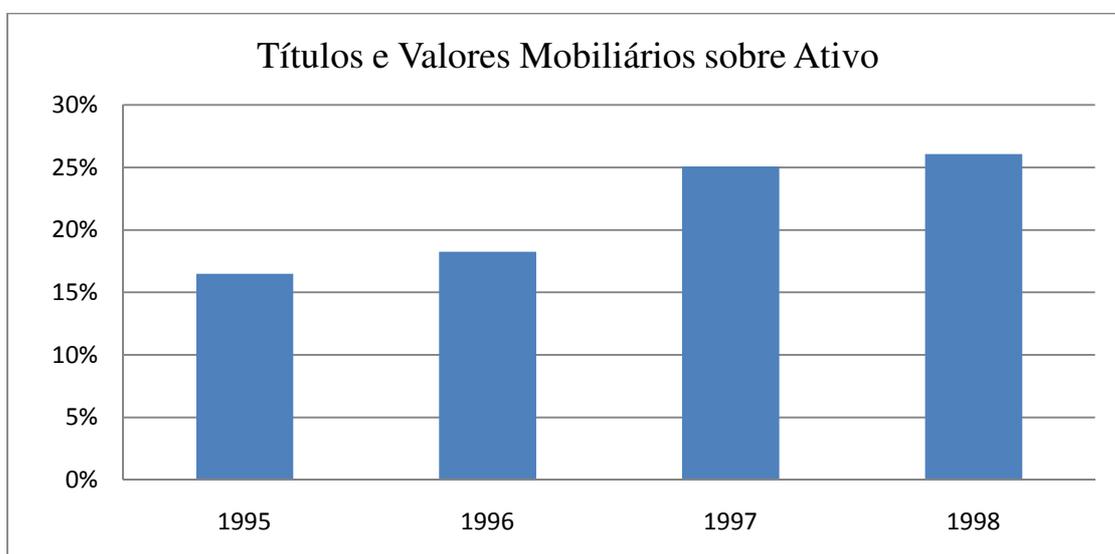
Contudo, se a necessidade de novas receitas, proveniente da perda dos ganhos com a inflação, não foram supridas por um aumento consistente das operações de crédito, de que forma os bancos conseguiram a ampliação dos ativos, do patrimônio líquido e seus lucros no período?

Uma primeira nova fonte de receita para os bancos brasileiros foi possibilitada pela Resolução n.2303, que permitiu a cobrança de tarifas pela prestação de serviços por parte das instituições financeiras. Puga (1999, p 34 apud Soares 2001, p 22) observa que entre junho de 1994 e junho de 1996 as receitas advindas da cobrança por esses serviços passaram de 7,5% para 32% do total.

Além disso, outra fonte de receita privilegiada dos bancos foi proveniente dos títulos públicos federais. No capítulo 2 destacou-se o processo de crescimento da dívida pública intrínseco ao modelo de estabilização escolhido pelo Brasil. Além disso, observou-se que esse mesmo modelo em meio às instabilidades da economia internacional e aos déficits das transações correntes exigia elevadas taxas de juros para atrair capitais externos. Nesse sentido, não só crescimento da dívida pública possibilitou a alocação em ativos mais seguros - com risco de crédito zero e, para os indexados ao câmbio, risco de câmbio também zero - como também ofereceu elevado rendimento.

O gráfico 33 mostra a proporção de títulos e valores mobiliários no total do ativo dos bancos. Além de também demonstrar aumento da preferência pela liquidez, em grande parte, esse saldo é composto por títulos públicos federais.

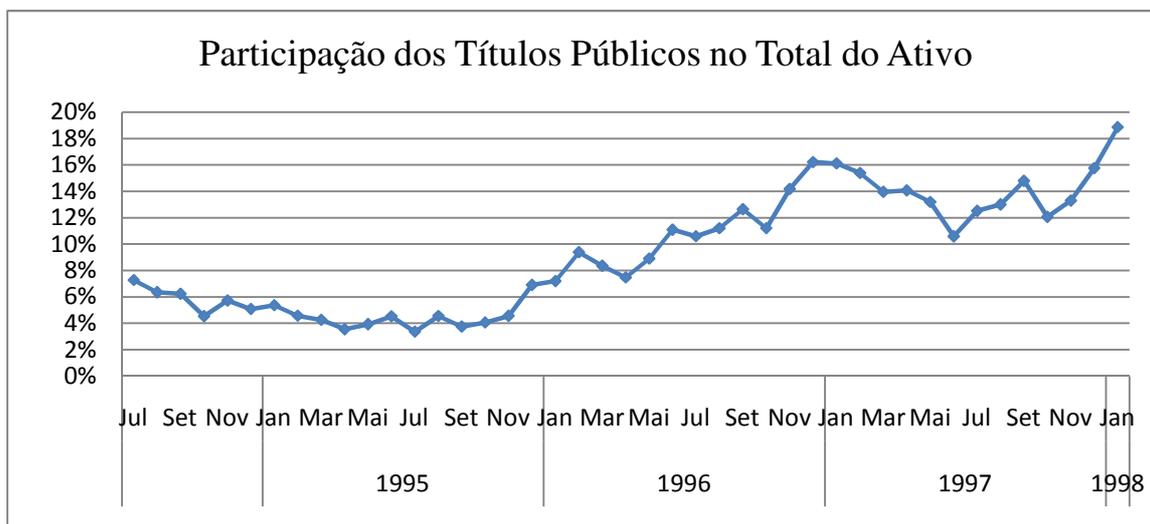
Gráfico 30 – Títulos e Valores Mobiliários sobre Ativo



Fonte: Banco Central do Brasil – consolidado dos 50 maiores bancos

De forma mais exata, os dados do suplemento estatístico do Boletim Mensal do Banco Central permite pegar especificamente a participação dos títulos públicos federais no total do ativo dos bancos múltiplos privados.

Gráfico 31 – Participação dos Títulos Públicos no Total do Ativo



Fonte: Boletim Mensal do Banco Central, Suplemento Estatístico, vários números

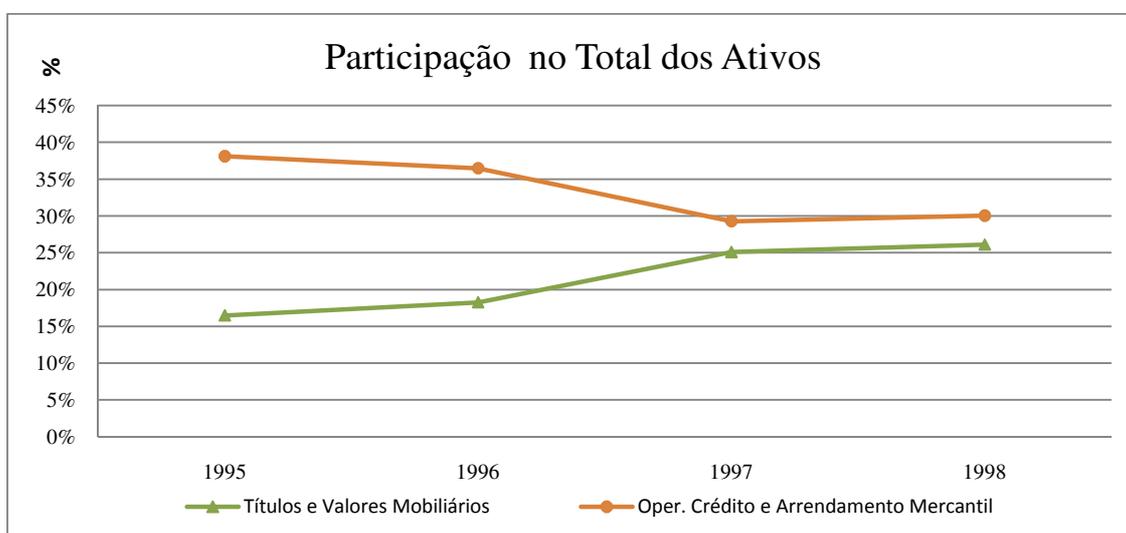
Soares (2001:24) afirma que “o crescimento da dívida do governo pode afetar o volume de crédito, desde que os bancos apresentassem elevada preferência pela liquidez”. Porém, segundo o autor, os bancos não demonstraram preferência pela liquidez, e sim por rentabilidade, dado que redirecionaram os créditos para o segmento de pessoa física, aqueles que pagavam maiores juros.

Na realidade, como a oferta real de crédito manteve-se praticamente estagnada durante o período, houve apenas uma realocação do volume entre as modalidades. A maior participação do crédito para pessoa física em relação ao total, não significa somente uma preferência por rentabilidade. Esse tipo de crédito, que financia consumo, é, geralmente, de curto prazo e permite maior flexibilidade para o ativo dos bancos. Nesse sentido, o fato destacado por Soares (2001) não contradiz a hipótese de elevada preferência pela liquidez dos bancos.

Além disso, a peculiaridade da economia brasileira esteve na criação de um ativo que permitia alta segurança e elevado rendimento, qual seja, a dívida pública. Dessa forma, esses títulos distorciam a alocação de portfólio dos agentes, uma vez que competia com ativos, em particular com o crédito, que apresentavam perfil risco/rendimento menos atraente.

O gráfico 35 ilustra de forma clara o ajuste patrimonial do ativo dos 50 maiores bancos e a relação entre o saldo da conta de títulos e valores mobiliários e a de operações de crédito e arrendamento mercantil. Percebe-se que a evolução desses indicadores se deu de forma simetricamente oposta, evidenciando que em um ambiente de grande incerteza, as operações de crédito são reduzidas em detrimento de ativos mais líquidos, em especial, em de operações com títulos e valores mobiliários.

Gráfico 32 – Participação no Total dos Ativos



Fonte: Banco Central do Brasil – consolidado dos 50 maiores bancos

Em síntese, os indicadores analisados indicam que o período de 1994 a 1998 foi marcado pela estagnação dos empréstimos bancários. A trajetória da oferta de crédito esteve inserida em um ajuste patrimonial dos bancos frente ao novo ambiente macroeconômico/institucional, orientado primordialmente pela preferência pela liquidez e as elevadas taxas de juros.

### **3.4.2 Período 1999-2003**

#### **3.4.2.1 Ajuste Patrimonial do sistema bancário brasileiro**

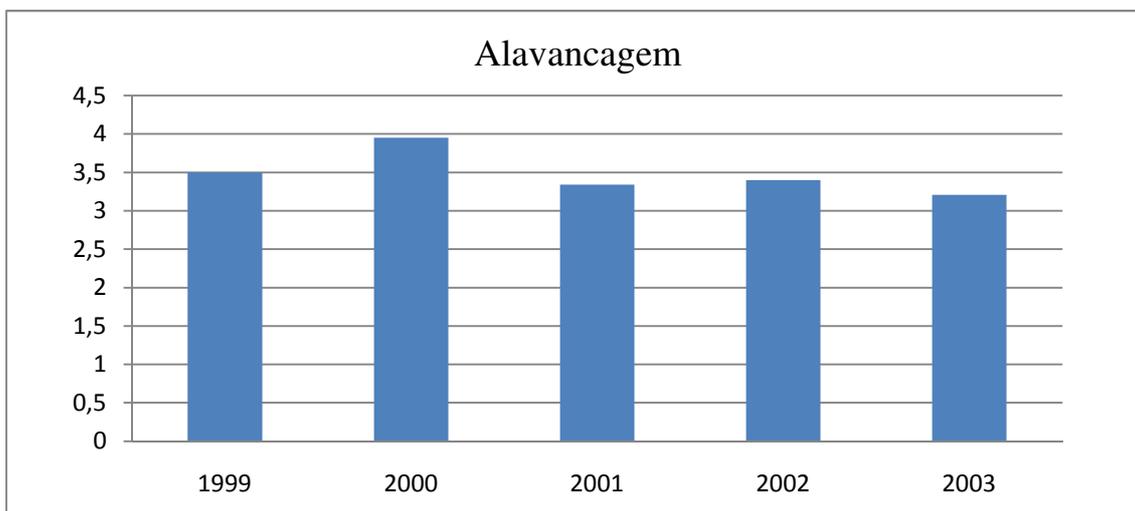
O período que se estende de 1999 até 2003 é marcado pelo baixo crescimento mundial e por significativa instabilidade no mercado financeiro internacional, ainda reflexo da crise asiática. De acordo com Lima e Corrêa (2009: 12) a análise dos movimentos financeiros internacionais indica “que ocorre nestes anos um processo de *“feast or famine”*, em que ocorrem vários micro-ciclos de expansão e retração dos recursos dirigidos a países periféricos, influenciado pela dinâmica da taxa de juros norte-americana”. Além disso, a recente crise cambial brasileira, a crise da Argentina e os atentados terroristas em 2001, bem como eleições presidenciais de 2002, conformam um ambiente econômico de considerável incerteza para a economia brasileira. A princípio, essa é uma fase de transição, uma vez que o fim do regime de âncora cambial e a adoção do regime de metas de inflação deveriam permitir uma redução nos riscos financeiros. Entretanto, como ressaltado no capítulo 2, os resultados do período foram insatisfatórios.

Nesse sentido, a consideração dos riscos cambiais, de juros e de crédito estava mais do que nunca presente na tomada de decisão sobre a alocação de portfólio do sistema bancário. Contudo, os bancos brasileiros já haviam promovido um ajuste patrimonial, com vista à maximização do lucro em meio à baixa inflação e elevados riscos, no período anterior. Dessa forma, o que se imagina um período de transição da economia brasileira como um todo, foi uma fase de manutenção da tendência observada no pós Plano Real.

O indicador de alavancagem, com exceção do ano de 2000, tem trajetória declinante durante o período. De fato, o ano de 2000 é pouco representativo da evolução

da economia brasileira entre 1999-2003. Vale lembrar que o crescimento foi maior do que o dobro da média dos demais anos e, que esse foi o único ano em que se cumpriu a meta de inflação.

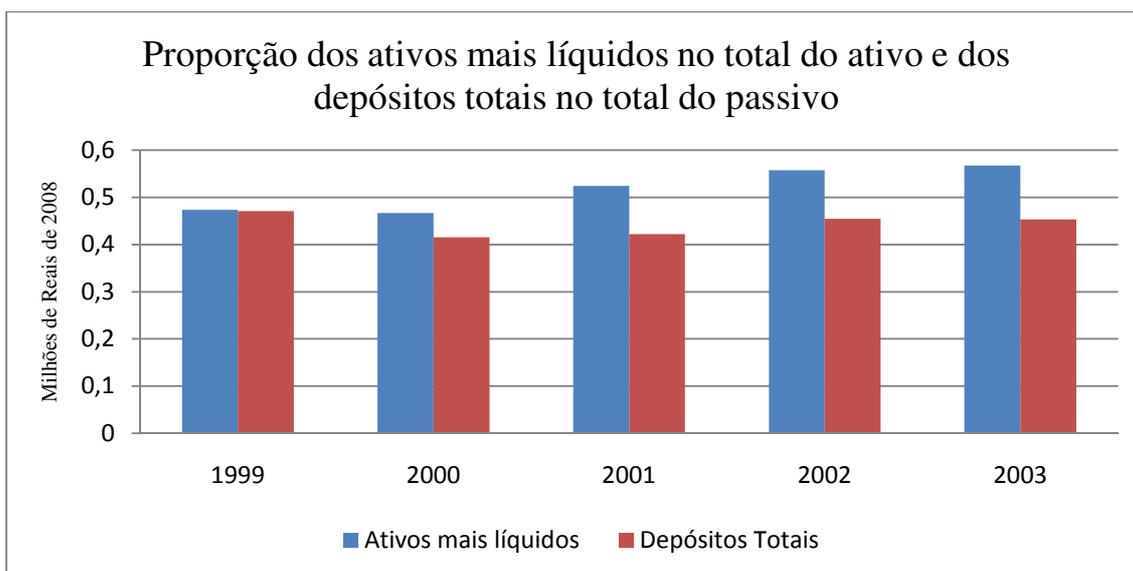
Gráfico 33 - Alavancagem



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Banco Central do Brasil – consolidado dos 50 maiores bancos

Essa queda na alavancagem dos bancos brasileiros continua demonstrando a aversão ao risco e a estratégia defensiva dos bancos frente à incerteza. Outra forma de demonstrar esse movimento é por meio da participação dos ativos mais líquidos e dos depósitos totais em relação ao total. O gráfico abaixo mostra a evolução desse indicador.

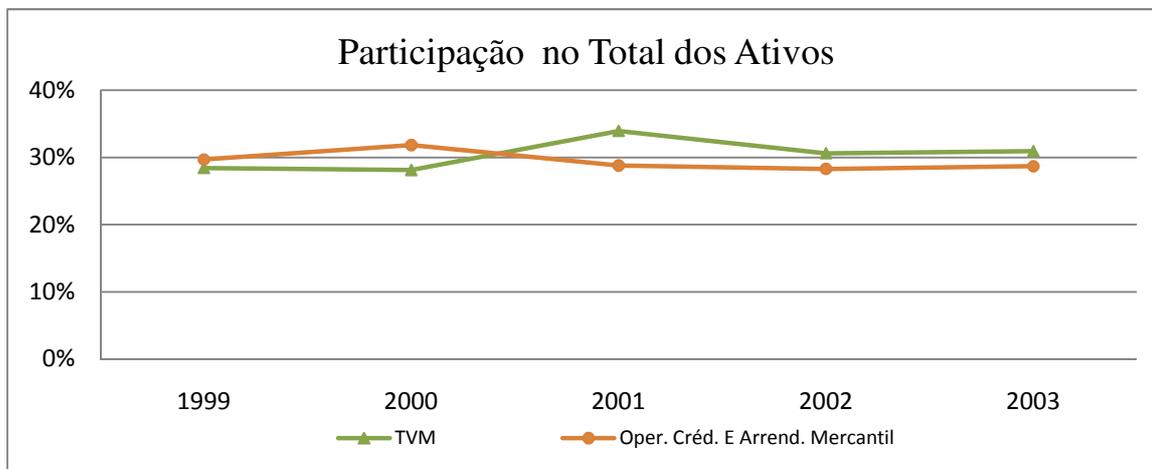
Gráfico 34 - Proporção – Ativos Líquidos no Total de Ativos e Depósitos no Total de Passivos



Fonte: Banco Central do Brasil – consolidado dos 50 maiores bancos

Nota-se que apenas no ano 2000 há uma queda da participação dos depósitos totais em relação ao passivo. Como já foi destacado acima, o ano 2000 é pouco representativo dessa fase. Após esse ano, a tendência é de aumento da participação dos depósitos no total. Isso pode demonstrar uma preferência pela liquidez por parte dos bancos, de forma que, dada a grande instabilidade econômica, esses preferiram privilegiar formas mais estáveis de financiamento. Pode-se considerar, ainda, que os bancos demonstraram uma maior preferência pela flexibilidade também no lado do passivo. Com relação ao ativo, a trajetória reflete a continuação da tendência demonstrada no período anterior. Ou seja, continuou-se a favorecer operações mais seguras e líquidas. Isso é resultado, ainda, da elevada preferência pela liquidez. De fato, essa tendência continua de tal forma que as operações com títulos e valores mobiliários ultrapassam em importância as operações de crédito no total do ativo.

Gráfico 35 – Participação no Total dos Ativos



Fonte: Banco Central do Brasil – consolidado dos 50 maiores bancos

Lima e Corrêa (2009) chamam atenção para o fato de que o aumento das operações com títulos e valores mobiliários se deu prioritariamente nos bancos públicos. Os autores ressaltam a importância do Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais, que ficou conhecido como Proer 2. O programa tinha como objetivo sanar alguns desequilíbrios nos bancos públicos por meio da troca de ativos relativos a empréstimos inadimplentes por títulos públicos. Dessa forma, “as medidas de ajuste microeconômico do controlador dos bancos federais, o governo, forçou os bancos públicos possuírem em seus ativos um percentual maior de títulos.” (Lima e Corrêa 2009: 11).

Sem desconsiderar a o impacto do programa na tomada de decisão dos bancos brasileiros, não parece que tenha sido somente esse o motivo do aumento das operações com títulos e valores mobiliários. Lima e Corrêa (2009) fazem uma interpretação um pouco diferente da conjuntura econômica, ao considerar que essa se mostrou mais estável do que na fase anterior. Como destacado no capítulo 2, embora a mudança do regime monetário tivesse como objetivo diminuir as incertezas e os riscos associados à economia brasileira, o resultado acabou sendo medíocre.

O período deve ser entendido a partir de um processo de agudização das tendências verificadas no período anterior em meio a uma fase de transição e ajuste da economia que exacerbou as incertezas. Alguns indicativos de que a queda do crédito não foi apenas motivada pelo conservadorismo intrínseco ao Proer 2 serão apontados a adiante.

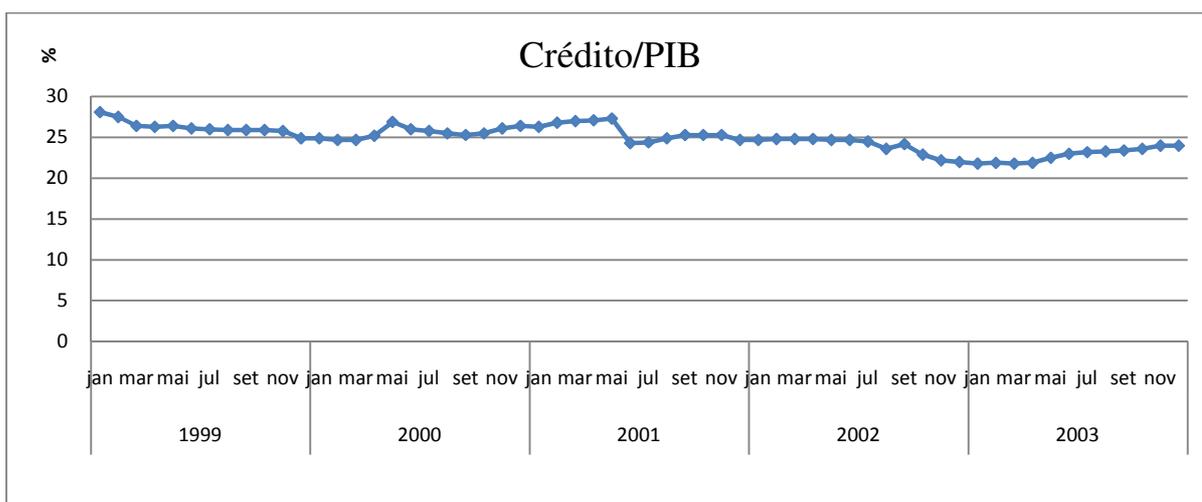
Nesse sentido, deter-se-á, agora, de forma mais detalhada na evolução do crédito.

### **3.4.2.2 Evolução do Crédito**

A participação do crédito como percentual do PIB declinou entre 1999 e 2003. O indicador que em janeiro de 1999 situava-se em 28%, em dezembro de 2003 havia recuado para 24%. Como destaca o gráfico a tendência de queda ocorre desde o início de 1999, ou seja, antes da medida provisória que instituiu o Proer 2. Porém, parece existir uma fase de recuperação que corresponde ao final do ano de 2000 e início de 2001, que se reverte exatamente no mês da criação do Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais. O desenho dessa queda também é esclarecedor, uma vez se dá de forma pontual e têm tamanho significativo, 3% do PIB. Isso sugere a existência de um importante fato novo. Essas características parecem indicar que o programa realmente causou uma mudança nas operações bancárias.

Entretanto, o indicador segue caindo até meados de 2003 dando a entender que não foi simplesmente o Proer 2 a causa de retração do crédito. Isso fica melhor exemplificado quando percebe-se qual era a conjuntura do ano de 2002. Observa-se que a maior queda encontra-se ao longo do segundo semestre daquele ano, sabidamente aquele em que as turbulências econômicas provenientes das incertezas eleitorais estiveram mais fortes.

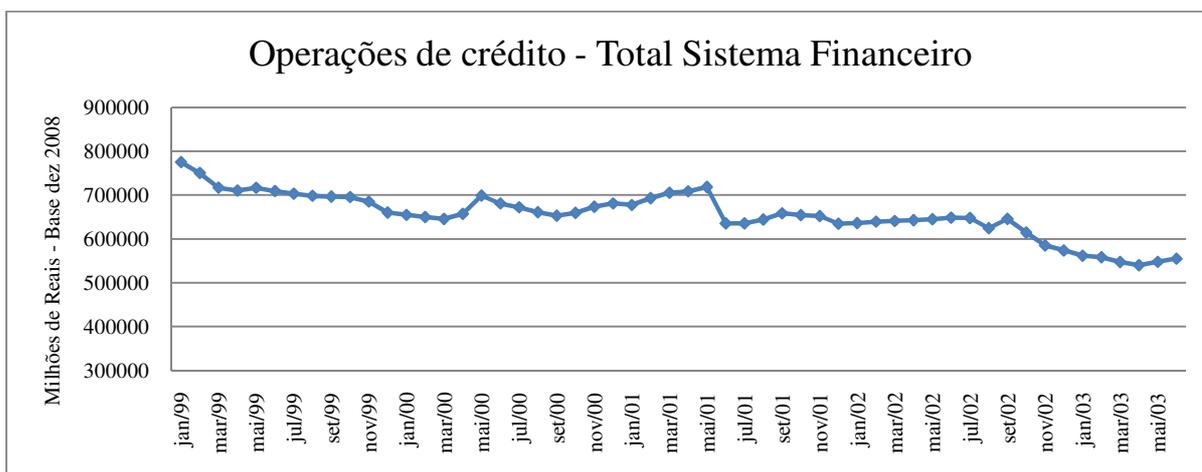
Gráfico 36 - Crédito/PIB



Fonte: Sistema Gerenciador de Séries Temporais do Banco Central – Série 11400

Os saldos reais das operações totais de crédito mostram o mesmo cenário. Mais uma vez, percebe-se uma queda marcante no mês de junho de 2001. Porém, a tendência de declínio ocorre praticamente durante todo período, inclusive antes da criação do programa.

Gráfico 37 - Operações de Crédito - Total



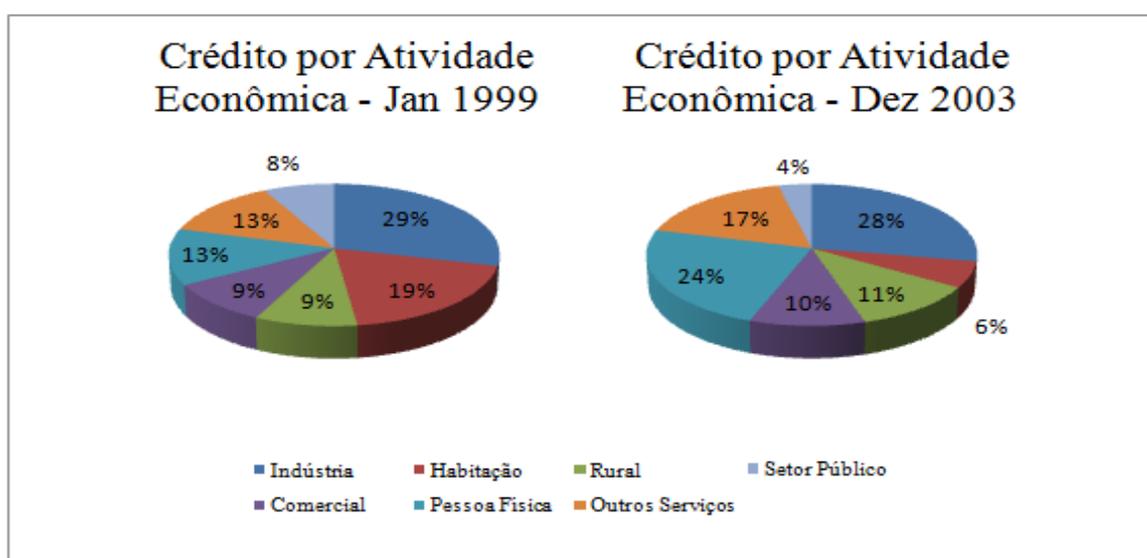
Fonte: Boletins Mensal do Banco Central

Com relação ao destino por atividade do crédito, os segmentos produtivos, entendidos aqui como indústria, rural e habitação perderam importância no total de

concedido. Suas participações somadas recuaram de 57% para 45%, com redução significativa dos créditos habitacionais, que passaram de 19% para 6% do total.

Mais uma vez, o maior crescimento em participação se deu no crédito para pessoa física. As características desse tipo de empréstimos e a sinalização que ele dá para evidenciar-se uma tendência de curto prazo e preferência pela liquidez já foram mencionadas anteriormente.

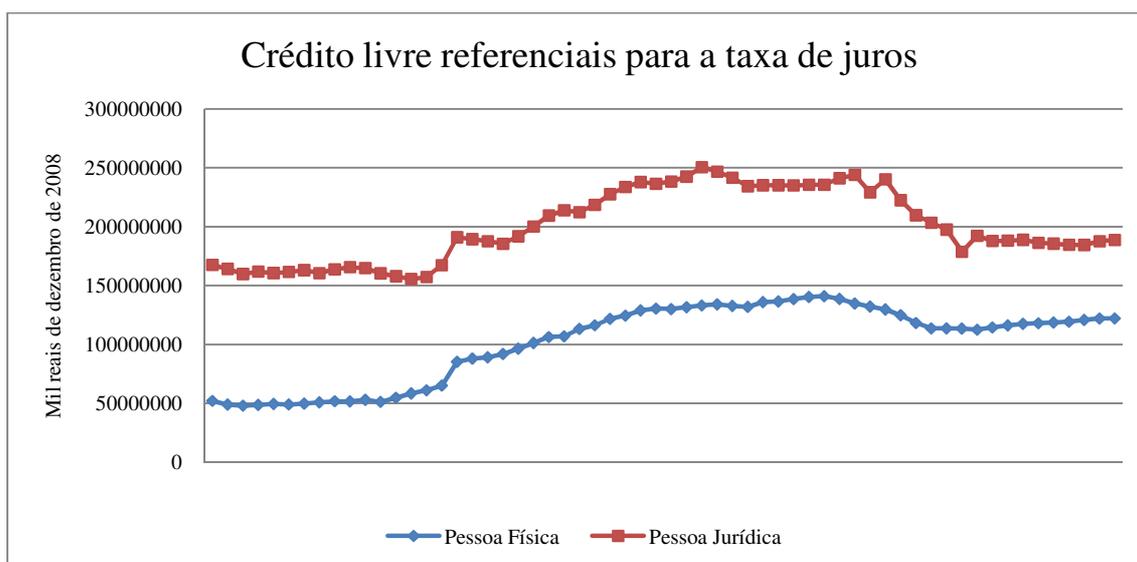
Gráfico 38 – Crédito por Atividade



Fonte: Boletim Mensal do Banco Central, vários números

O crédito com recursos livres referenciais a taxa de juros teve crescimento no período, principalmente entre o começo do ano de 2000 até início de 2002, quando começa a cair de forma significativa. Essa trajetória é similar para as modalidades de pessoa física e jurídica. Contudo, a queda verificada, ao longo do segundo semestre de 2002, para o segmento de pessoa física é consideravelmente menor. Mais uma vez, pode-se entender que dado as incertezas da conjuntura, o crédito para pessoa jurídica, cujos valores e prazos são maiores, foi reduzido de forma mais intensa. Assim sendo, o crédito para pessoa jurídica, que representava 76% do total em janeiro de 1999, encerrou o ano de 2003 com participação de 57% do total.

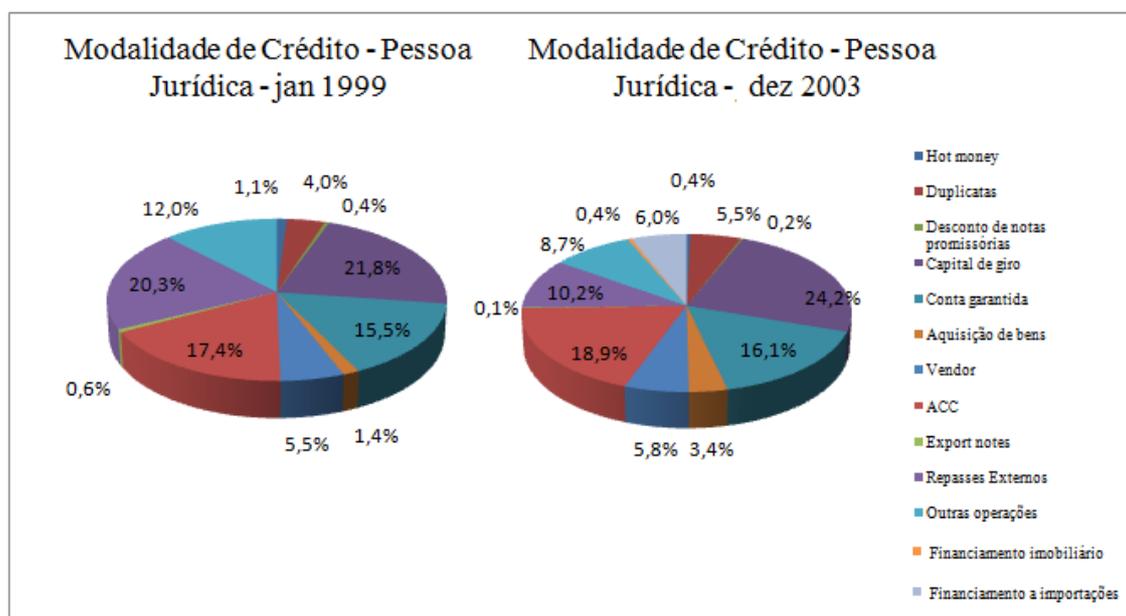
Gráfico 39 - Crédito Livre



Fonte: Sistema Gerenciador de Séries Temporais do Banco Central – Séries 3960 e 3959

A desagregação do crédito para pessoa jurídica indica que houve uma pequena melhora na participação do segmento aquisição de bens, cuja participação elevou-se de 1,4% para 3,4%. Contudo, nota-se, também, um aumento na participação das contas de capital de giro, conta garantida e ACC, ou seja, aquelas que já tinham elevadas participações no período anterior. De semelhante, esses segmentos do mercado de crédito têm a característica de operarem com prazos reduzidos.

Gráfico 40 - Crédito livre Para Pessoa Jurídica



Fonte: Sistema Gerenciador de Séries Temporais do banco Central

Essa tendência de privilegiar o curto prazo é explícita quando se analisa o prazo médio das operações com recursos livres referenciais a taxa de juros. Essa série de dados tem início em junho do ano de 2000, quando o prazo médio consolidado era de 261 dias. Em dezembro de 2003 esse indicador já havia se reduzido para apenas 219 dias. É interessante ressaltar que o prazo médio referente a empréstimos a pessoa jurídica é menor do que a média, ou seja, as operações com pessoas físicas, apesar de por excelência serem de curto prazo, tem prazo maior do que as com pessoa jurídica. Durante o período, o prazo médio das operações com pessoas físicas e jurídicas recuaram de 369 e 211 para 296 e 169 dias, respectivamente.

Essa característica da oferta de crédito brasileiro mostra não só o desequilíbrio entre as modalidades que compõem os empréstimos para pessoas jurídicas, mas, também, a já mencionada elevada preferência por liquidez, verificada na concentração do crédito de curto prazo. Com isso, o que se constata é a inexistência de financiamento de longo prazo com recursos livres.

Dessa forma, o período acabou sendo marcado pelo declínio do crédito como proporção do PIB, dos saldos reais das operações totais de crédito e ainda pela piora na composição da oferta de crédito. Houve o aumento da participação do crédito para pessoa física, em detrimento do crédito ao setor produtivo, bem como se manteve a predominância e elevou-se a participação do crédito para os segmentos de menor prazo de maturidade entre os destinados a pessoa jurídica. Entende-se, aqui, que essa característica é resultado da continuidade do ajuste patrimonial do sistema bancário em meio a um ambiente macroeconômico de relativa estabilidade de preços, mas que ainda sofria de significativa vulnerabilidade externa, incerteza e riscos de juros, câmbio e crédito.

Nesse sentido, aprofundou-se as estratégias defensivas de alavancagem e de alocação de portfólio. Priorizou-se a composição do ativo a partir de opções mais líquidas, em especial, das operações com títulos e valores mobiliários, em detrimento do crédito.

Além disso, cabe destacar a importância do Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais na reorientação das operações dos bancos públicos federais, em prol de privilegiar as operações mais seguras, em especial com títulos públicos.

### 3.4.3 Período 2004-2008

#### 3.4.3.1 Ajuste Patrimonial do sistema bancário brasileiro

A análise do ambiente macro-econômico durante o período de 2004-08, desenvolvida no capítulo 2, destacou mudanças importantes no cenário externo e brasileiro. Com relação à economia internacional, esse período foi marcado por um forte crescimento mundial, em especial das economias dos países emergentes, e por aumento considerável dos preços das *commodities*. Esse contexto permitiu ao Brasil uma melhora nas condições de financiamento do balanço de pagamentos, com vultosos saldos na balança comercial, aumento expressivo de reservas e uma menor vulnerabilidade externa para a economia. Além disso, a apreciação cambial, resultante do intenso influxo de capital, exerceu papel importante no controle dos preços internos.

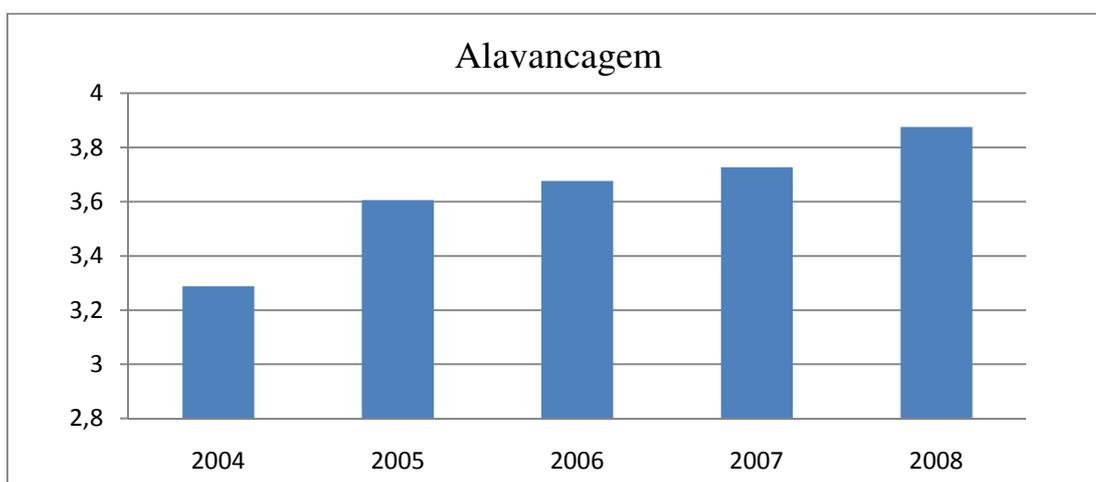
O setor público, por sua vez, aproveitou-se de um período de crescimento do produto e da arrecadação fiscal para promover uma política bem sucedida de superávits primários, que proporcionou um declínio na trajetória da relação dívida/PIB. Dessa forma, as incertezas do ambiente econômico brasileiro diminuíram consideravelmente, com impacto positivo no risco de crédito, juros e câmbio.

De acordo com a teoria pós-keynesiana de financiamento e da firma bancária, essa melhora das expectativas com relação à economia brasileira, se compartilhada pelo sistema bancário, deveria resultar em uma postura mais “agressiva” no perfil das operações bancárias. Ou seja, em meio a um bom período de crescimento e de maior previsibilidade de variáveis importantes, os bancos se mostrariam mais propensos a abrir mão de liquidez e se engajarem em atividades de maior rendimento.

Por meio do indicador de alavancagem pode-se ter uma primeira percepção da postura dos bancos brasileiros durante o período. O Gráfico 44 mostra o crescimento da

alavancagem. Em 2004, as operações de crédito e arrendamento mercantil representavam aproximadamente 3,2 vezes o patrimônio líquido do consolidado dos 50 maiores bancos brasileiros. Em 2008 essa relação já havia subido para aproximadamente 3,9. Vale ressaltar que embora ainda esteja abaixo do verificado no ano de 2000, existe claramente uma mudança de tendência. Entre os anos de 1995 e 2003 apenas em dois, 1997 e 2000, esse indicador subiu com relação ao ano anterior. A partir de 2004, a alavancagem cresce em todos os anos.

Gráfico 41 - Alavancagem



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Banco Central do Brasil – consolidado dos 50 maiores bancos

Esse comportamento denota uma percepção diferente, por parte dos bancos, do ambiente macroeconômico/institucional. Esse comportamento está em linha com o que propõe a teoria pós-keynesiana, no sentido que expressa que uma melhora nas expectativas implica em uma menor aversão ao risco.

Essa inflexão na postura dos bancos também está expressa na participação dos ativos de maior liquidez com relação ao total. A composição do ativo entre uma gama de opções que representam graus diferenciados de liquidez e rentabilidade permite ao sistema bancário conformar novas estratégias, expandir suas posições em ativos mais rentáveis e de mais longo prazo de forma independente de uma mudança exógena na

preferência de alocação de riqueza de seus clientes. Contudo, os bancos também tentam influenciar essas decisões de portfólio dos indivíduos por meio de, por exemplo, inovações financeiras, publicidade, promoções etc. Isso posto, significa dizer que os bancos não são meros intermediários neutros de recursos, mas sim que atuam ativamente nos dois lados do balanço patrimonial e a composição entre ativos e passivos de diferentes combinações liquidez/rentabilidade expressa, também, a estratégia de adaptação dos bancos frente suas expectativas.

O gráfico 45 tenta mostrar exatamente o processo descrito acima. Nesse período de análise, os bancos optaram por diminuir a participação dos ativos menos líquidos. Isso implica em uma perda de flexibilidade, e uma busca por maiores rendimentos. Esse tipo de comportamento apenas se faz presente em momentos em que os bancos acreditam haver boas condições de lucratividade na economia. Ao conceder um empréstimo os bancos precisam entender que há boas oportunidades para o demandante de crédito operar na economia, de forma que consiga, ao final do contrato, restituir ao banco o principal acrescido de juros. Essas oportunidades são tão mais prováveis quando se vislumbra um bom ambiente econômico para o futuro<sup>19</sup>.

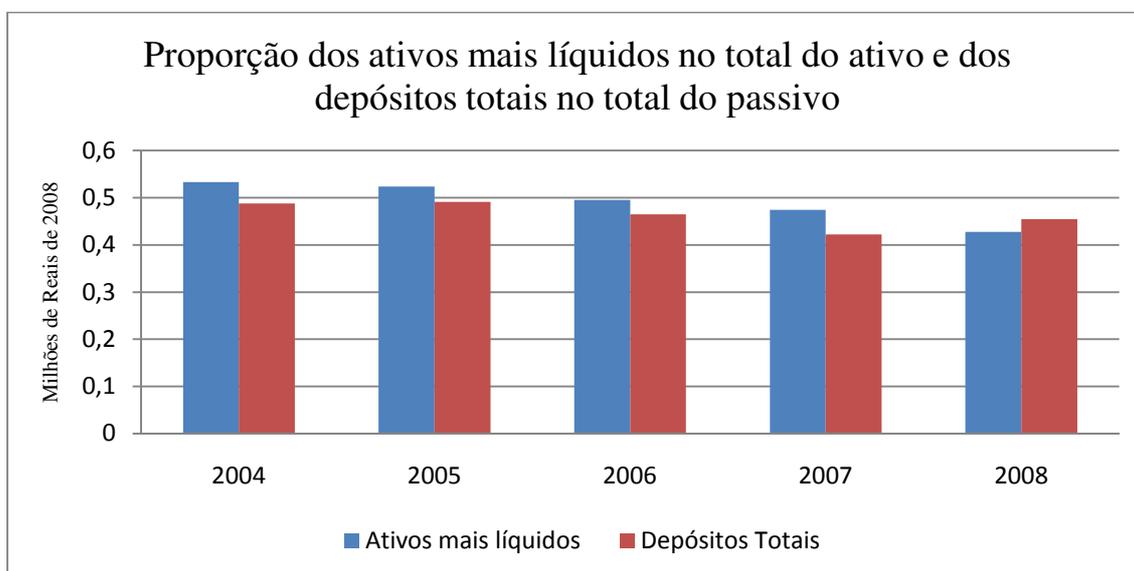
Com relação ao passivo, observa-se que houve uma queda na participação dos depósitos com relação ao total. Isso ilustra uma estratégia mais “agressiva” no lado do passivo. Os depósitos são fontes de financiamento mais estáveis, porém tem altos custos em termos de reservas. Dessa forma, uma mudança na composição do passivo, que reoriente sua alocação para outras fontes, permite uma maior flexibilidade e busca por rentabilidade no lado do ativo. Porém, por se tratar de exigíveis menos estáveis, isso pode acentuar uma fragilidade no sistema bancário. Isso quer dizer, que essa mudança

---

<sup>19</sup> Uma vez que as bases para a formação dessas expectativas são frágeis, sempre existirá algum grau de preferência pela liquidez.

no lado do passivo também é um indicativo do impacto de uma melhora nas expectativas.

Gráfico 42 - Proporção – Ativos Líquidos no Total de Ativos e Depósitos no Total de Passivos



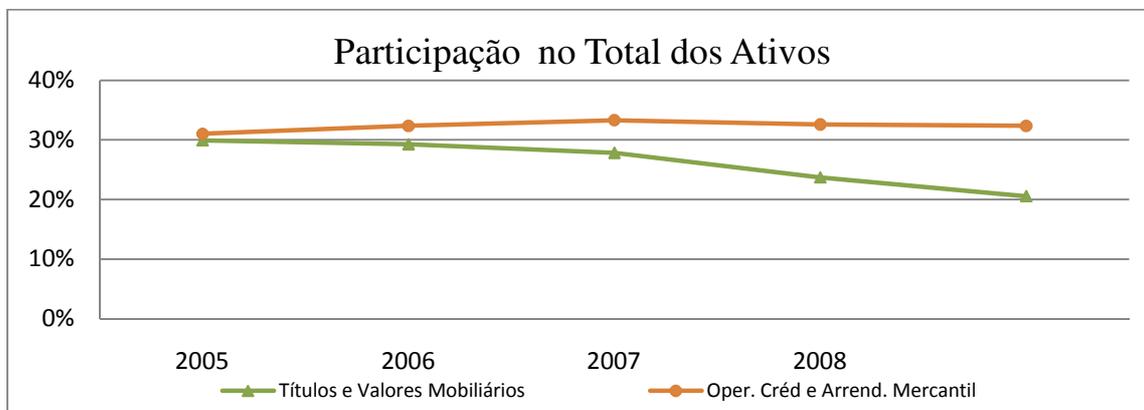
Fonte: Banco Central do Brasil – consolidado dos 50 maiores bancos

Ainda com relação à composição do ativo, vale destacar a trajetória da participação das operações de crédito e de títulos e valores mobiliários. Como foi visto, essas duas contas responderam pelo maior ajuste verificado nas fases estudadas anteriormente. Nas duas fases de maior instabilidade da economia mostrou-se que houve um crescimento importante das operações com títulos e valores mobiliários e uma queda na participação das operações de crédito, de forma que em 2001 inverte-se a importância dessas no total do ativo, quando a primeira passa a representar 34% e a segunda 29%. Também destacou-se que, em grande medida, as operações com títulos e valores mobiliários representavam operações com títulos públicos federais.

Assim, a mudança do contexto econômico também deve implicar mudança na trajetória desses indicadores. O gráfico abaixo mostra o retorno da predominância das operações de crédito no total do ativo. O crescimento porém é suave, de apenas 1%. Na

realidade o que se percebe é uma queda mais acentuada das operações com títulos e valores mobiliários<sup>20</sup>.

Gráfico 43 – Participação no Total dos Ativos



Fonte: Banco Central do Brasil – consolidado dos 50 maiores bancos

Essa tendência das operações com títulos e valores mobiliários já era esperada simplesmente pela maior estabilidade econômica. Contudo, a melhora no ambiente macroeconômico permitiu, também, uma mudança no perfil da dívida pública que, de certa forma, diminuiu sua atratividade<sup>21</sup>.

Nesse sentido, a participação dos títulos pré-fixados no total aumentou significativamente. Em dezembro de 2003 esses respondiam por 11,62% do total dos saldos de títulos públicos em mercado, enquanto em dezembro de 2008 essa participação já havia crescido para 26%<sup>22</sup>. Anteriormente, foi destacado como os títulos públicos federais pós-fixados serviam como uma espécie de *hedge* contra os riscos de câmbio e juros para o sistema financeiro. Além disso, e talvez mais importante, a taxa básica de juros de economia, Selic, apresentou trajetória de queda durante boa parte do tempo. É bem verdade que seu patamar ainda esteve consideravelmente alto, inibindo

<sup>20</sup> Embora não se destaque por meio do gráfico, as operações que ganham em participação com a queda das operações com títulos e valores mobiliários são as de aplicação interfinanceira e outros créditos.

<sup>21</sup> É preciso qualificar que essa diminuição da atratividade é simplesmente relativa a outros períodos, uma vez que a dívida pública ainda propiciou alta rentabilidade em relação a sua liquidez.

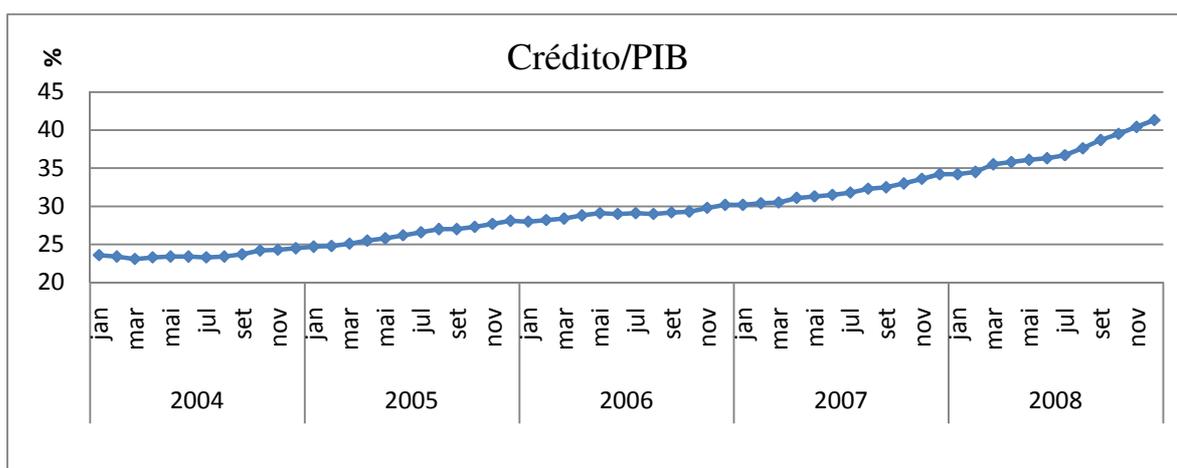
<sup>22</sup> Dados do Boletim Mensal do Banco Central, março de 2009.

o que poderia ser um processo mais efetivo de mudança na alocação dos ativos bancários e gerando uma tendência à desintermediação financeira no Brasil. Esse aspecto será tratado mais adiante, antes destacar-se-á a evolução e a composição do crédito.

### 3.4.3.2 Evolução do Crédito

O crédito como proporção do PIB cresce continuamente durante todo o período de análise. Mais uma vez, isso significa uma mudança importante em relação ao que vinha ocorrendo no passado. O indicador, que iniciou o ano de 2004 em torno de 24%, alcançou 41% no final de 2008, um aumento do crédito em relação ao PIB de 17% em apenas quatro anos. Mesmo assim, o país encontra-se ainda muito abaixo do nível dessa relação para os países desenvolvidos. Só para efeito de comparação, o crédito sobre o PIB nos EUA, Espanha, Alemanha e França corresponde a 202,4, 168,7, 104,9 e 100,6%, respectivamente. Mesmo para alguns países em desenvolvimento, como África do Sul, Coreia do Sul, Tailândia e Chile, com 155,4, 100,9 82,7 e 80,2%, respectivamente, o Brasil encontra-se bem abaixo.

Gráfico 44 - Crédito/PIB

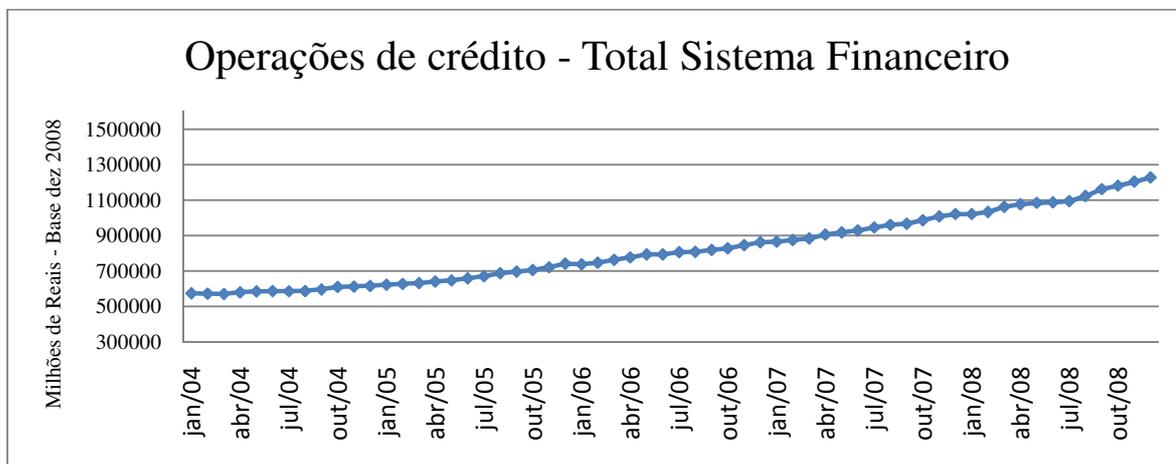


Fonte: Sistema Gerenciador de Séries Temporais do Banco Central – Série 11400

A trajetória dos saldos das operações reais de crédito totais do sistema financeiro, de base dezembro de 2008, segue a mesma tendência de crescimento

contínuo. O saldo ao final de 2008 é mais do que o dobro do observado em 2004, denotando o forte crescimento do crédito.

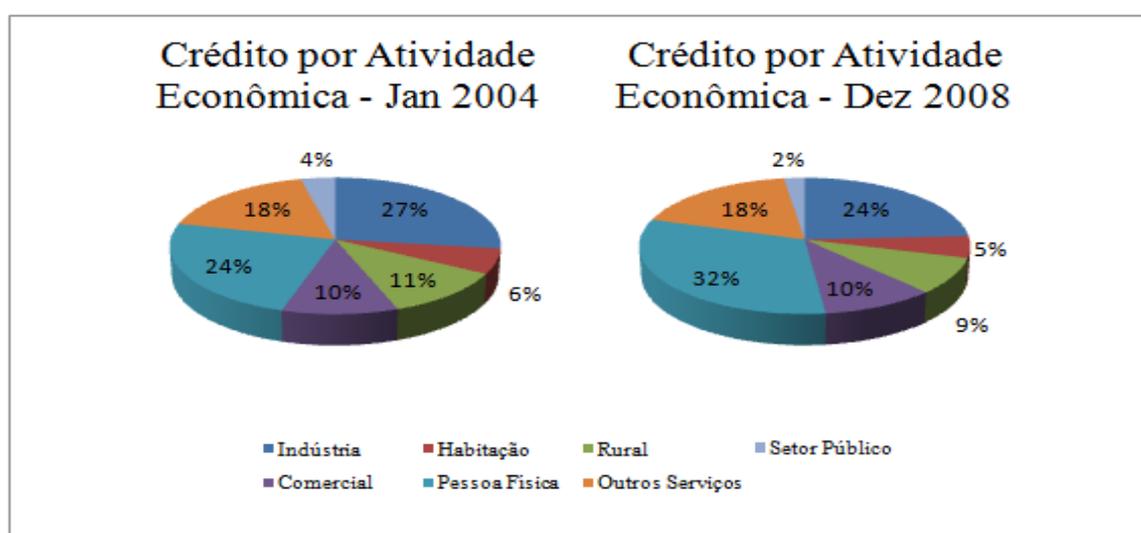
Gráfico 45 – Operações de Crédito - Total



Fonte: Boletins Mensal do Banco Central

Esse crescimento do crédito foi uma importante característica do período. Porém, a forma como esse crescimento irá gerar efeitos na economia dependerá da destinação e da qualidade dessa expansão do crédito.

Gráfico 46 – Crédito por Atividade



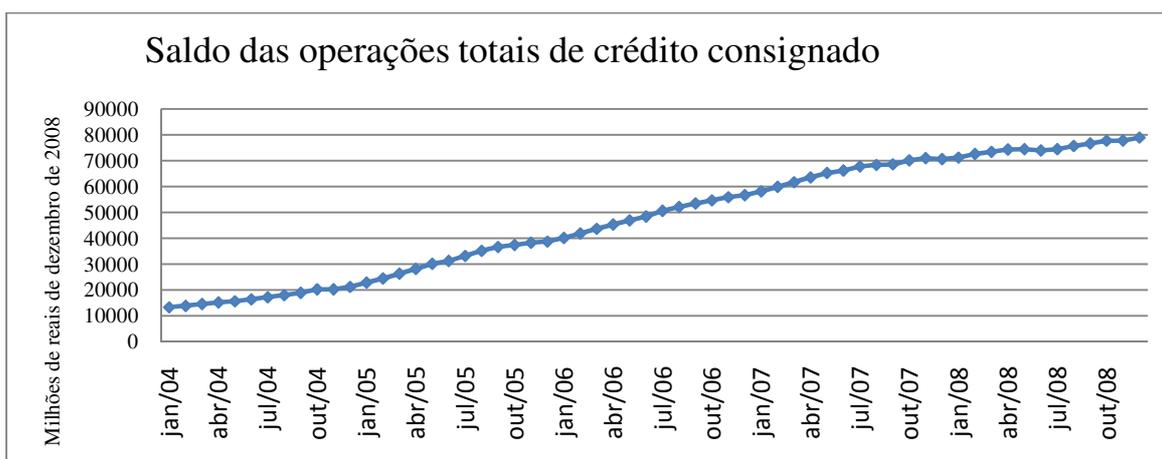
Fonte: Boletim Mensal do Banco Central, vários números

O gráfico 49 mostra que houve um forte crescimento da participação do crédito concedido para pessoa física em relação ao total. Esse segmento cresceu de 24% para 32% do total. Esse crescimento se deu em detrimento da participação de todas as outras modalidades. A indústria teve sua participação reduzida de 27 para 24% do total. O mesmo aconteceu com o crédito rural e para habitação que recuaram de 11% e 6%, para 9% e 5%.

Esse aumento do crédito para pessoa física reflete em boa medida a inovação regulatória proporcionada pela Lei n. 10.820 de dezembro de 2003. A referida lei dispõe sobre a autorização para desconto de prestação em folha de pagamento, ou seja, cria a modalidade de crédito consignado. Nesse sentido, os empregados regidos pela Consolidação das Leis do Trabalho (CLT) passam a poder autorizar, de forma irrevogável e irretroatável, o desconto em folha de pagamento dos valores referentes ao pagamento de empréstimos, financiamentos e operações de arrendamento mercantil concedidos por instituições financeiras. Fica também definido que a soma dos descontos por contrato não pode exceder 30% da remuneração disponível e que o total dos contratos de consignação 40%.

Para os bancos essa torna-se uma modalidade muito atraente, uma vez que apresentam elevados retornos e baixo risco de crédito. O gráfico a seguir mostra a trajetória crescente que esse tipo de operação obteve após sua autorização. O saldo de crédito consignado concedido praticamente quintuplicou entre os anos de 2004 e 2008. Vale ressaltar também, que em sua maioria, essas operações estiveram orientadas aos trabalhadores públicos. Esse viés contribui ainda mais para que o risco dessas operações seja menor.

Gráfico 47 – Saldo das Operações Totais de Crédito Consignado



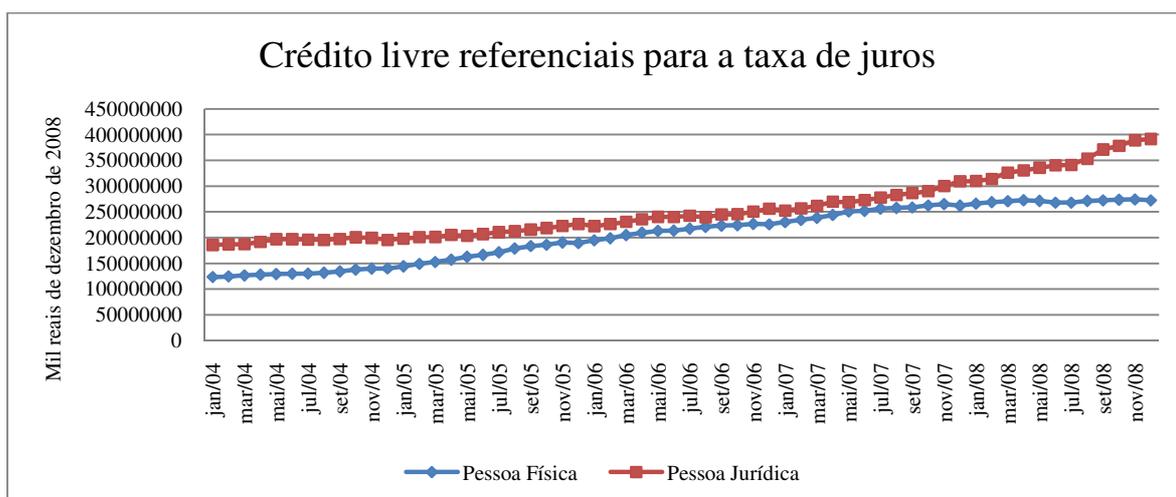
Fonte: Sistema Gerenciador de Séries Temporais do Banco Central – Serie 12441

Paula (2007: 10) destaca também a expansão das operações de aquisição de veículos, e observa:

*“Não é por acaso que os grandes bancos varejistas (Bradesco, Itaú, Unibanco, HSBC, entre outros) procuraram, no período recente, fazer aquisições de instituições financeiras especializadas no crédito ao consumidor e no financiamento de veículos, além de parcerias com grandes redes varejistas de comércio – casos das parcerias do Bradesco com as Casas Bahia e do Itaú com o Pão de Açúcar.”*

Apesar desse aumento significativo do crédito para pessoa física, uma análise mais detida na evolução do crédito livre concedido a pessoa jurídica e física mostra dois movimentos distintos entre os anos de análise. Primeiramente, cabe observar que o volume real concedido cresce para os dois segmentos. Até meados de 2007 o crédito para pessoa física se expandiu continuamente acima do crédito concedido para pessoa jurídica. Porém a partir desse momento ocorre uma inversão em privilégio do crédito para pessoa jurídica, que passa a crescer a taxas maiores. O gráfico 51 destaca exatamente essas duas fases da comparação entre o crédito para pessoa física e jurídica. Dessa forma, o aumento da participação do crédito para pessoa física em dezembro de 2008 quando comparado a janeiro de 2004, não descreve muito bem o período.

Gráfico 48 – Crédito Livre



Fonte: Sistema Gerenciador de Séries Temporais do Banco Central – Séries 3960 e 3959

Esse resultado parece estar em linha com o modelo de firma bancária pós-keynesiana e a análise desenvolvida até agora, segundo a qual aproxima a oferta de crédito à conjuntura macroeconômica e institucional. Uma vez que o crédito para pessoa jurídica tem como características prazos mais longos e somas maiores por contrato, é consideravelmente menos líquido do que o crédito para pessoa física.

Dessa forma, uma expansão mais acentuada do volume desse tipo de empréstimos exige necessariamente um período de estabilidade mais longo para consolidar uma melhora nas expectativas com melhor base de confiança. Isso também se faz correto para imaginar a demanda por esse tipo de financiamento. O crédito pessoal está significativamente ligado a renda. Como foi destacado acima, é uma modalidade que se caracteriza mais por ser influenciada do que influenciar a dinâmica de crescimento econômico.

Por sua vez, o crédito para pessoa jurídica está ligado às decisões de produção e investimento. Embora a decisão de produção também seja fortemente influenciada pela renda, ela já exige uma extrapolação do presente que permita imaginar as condições de demanda e concorrência a qual estará sujeita seus produtos após o período de produção.

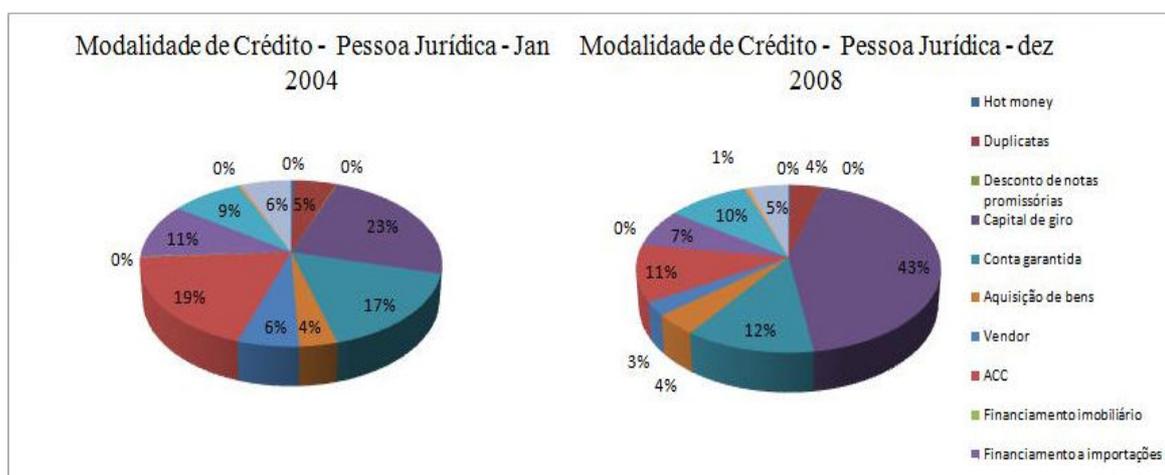
O caso da decisão de investimento é ainda mais sensível. Como o tempo a considerar envolve o período de produção e maturação dos investimentos, as bases de confiança das expectativas diminuem muito. Além de se indagar sobre o comportamento da demanda e da concorrência, os empresários precisam inferir sobre as condições tecnológicas e até mesmo o padrão de consumo no futuro.

Outro ponto relevante nesse sentido é que o crescimento contínuo da economia ocupa capacidade ociosa, gerando possíveis gargalos de oferta. Assim, a necessidade de ampliação da oferta, ou seja, do investimento se dá de forma mais acelerada e com ela a demanda por financiamento.

Em suma, tanto pelo lado da oferta quanto pelo lado da demanda a trajetória, menos sensível ao crescimento da renda, do crédito a pessoa jurídica é facilmente explicada e corrobora a abordagem aqui desenvolvida.

Com relação ao destino, nota-se um crescimento substancial do crédito para capital de giro. Essa modalidade praticamente dobrou sua importância no total. Em janeiro de 2004 ela representava 23% do total, atingindo 43% em 2008, praticamente a metade do total de crédito concedido para pessoa jurídica. As três principais contas, em termos relativos, continuam a ser formadas por capital de giro, conta garantida e ACC, que somadas passaram a representar 66% do total. De positivo, pode-se destacar o crescimento do financiamento imobiliário que saiu de zero para 1% do total e a manutenção do patamar do crédito destinado a aquisição de bens. Isso significa dizer que essa cresceu a taxas semelhantes a do crescimento do total dos empréstimos.

Gráfico 49 - Crédito livre Para Pessoa Jurídica



Fonte: Sistema Gerenciador de Séries Temporais do banco Central

Todas essas mudanças no ambiente macroeconômico e institucional, bem como no volume e perfil do crédito concedido se refletiu também nos prazos médios das operações. O indicador que correspondia a 221,91 dias em janeiro de 2004, encerrou 2008 em 378,25. O prazo médio consolidado das operações com recursos livres referenciais a taxa de juros para pessoa física e jurídica tiveram seus prazos alongados de 296,62 e 172,26 dias para 488,41 e 301,59 dias, respectivamente.

Em resumo, a estabilização da economia brasileira incentivou os bancos brasileiros a se engajarem em um ajuste patrimonial em prol de ativos mais rentáveis. Somado a isso, inovações institucionais reduziram o risco para alguns segmentos de empréstimos. Isso permitiu que o volume de crédito aumentasse de forma contínua durante o período. Boa parte desse crescimento destinou-se a modalidade de pessoa física, em especial ao crédito consignado. A partir de meados de 2007, porém, as taxas de expansão do crédito para pessoa jurídica ultrapassaram as do crédito para pessoa física e uma mudança no perfil dos empréstimos do sistema bancário começou a se processar. Toda essa melhora se deu, ainda, com taxas de juros reais consideravelmente altas, em muitos momentos, as mais altas do mundo. Provavelmente, não fosse essa

característica peculiar da economia brasileira, a mudança, desejável, no comportamento dos bancos e do crédito proceder-se-ia de forma mais rápida.

O agravamento da crise financeira internacional em setembro de 2008 teve impacto negativo nessa trajetória. As taxas de crescimento dos créditos para pessoa jurídica foram mais afetadas, corroborando a hipótese de que esse segmento é mais sensível a piora nas expectativas e necessita de um maior período de estabilidade para começar a reagir.

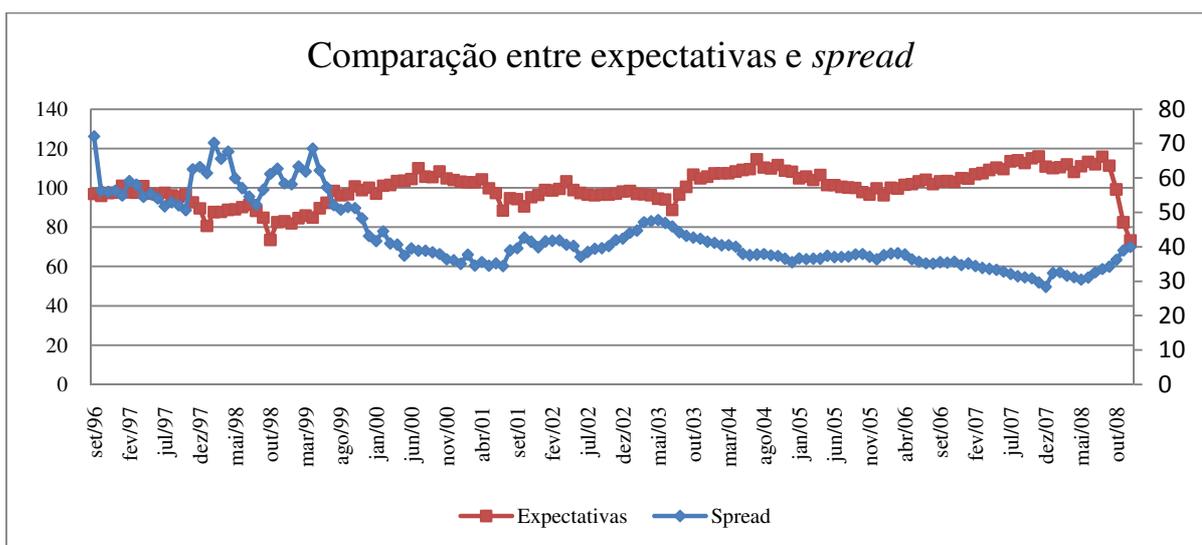
Espera-se que a superação da crise financeira internacional seja rápida para que, após isso, se retome a evolução do crédito, com aumento contínuo do volume e dos saldos destinados a pessoa jurídica. Além disso, é desejável o crescimento da participação das modalidades mais relacionadas com a formação bruta de capital fixo, como é o caso dos investimentos imobiliários e da aquisição de bens para pessoa jurídica. Com isso, a trajetória de alongamento dos prazos dos empréstimos, iniciada em 2004, procederá de forma mais efetiva.

### **3.5 Algumas observações sobre o período de 1994 – 2008**

#### **3.5.1 *Spread* bancário**

No capítulo 1 observou-se que quando há uma deterioração das expectativas, o ajuste dos bancos não se dá exclusivamente pela diminuição do volume de oferta de crédito, mas também pelo aumento dos juros cobrados. Nesse sentido, o *spread* bancário, torna-se outro indicativo de preferência pela liquidez.

O gráfico 53 traz o índice de confiança da indústria – expectativa com ajuste sazonal, como variável de expectativa. O que se observa é que as séries são simétricas. Dessa forma, a melhora (piora) das expectativas é acompanhada de uma queda (aumento) do *spread* bancário, exatamente como o esperado.

Gráfico 50 – Expectativas x *Spread*

Fonte: Banco Central do Brasil e FGV

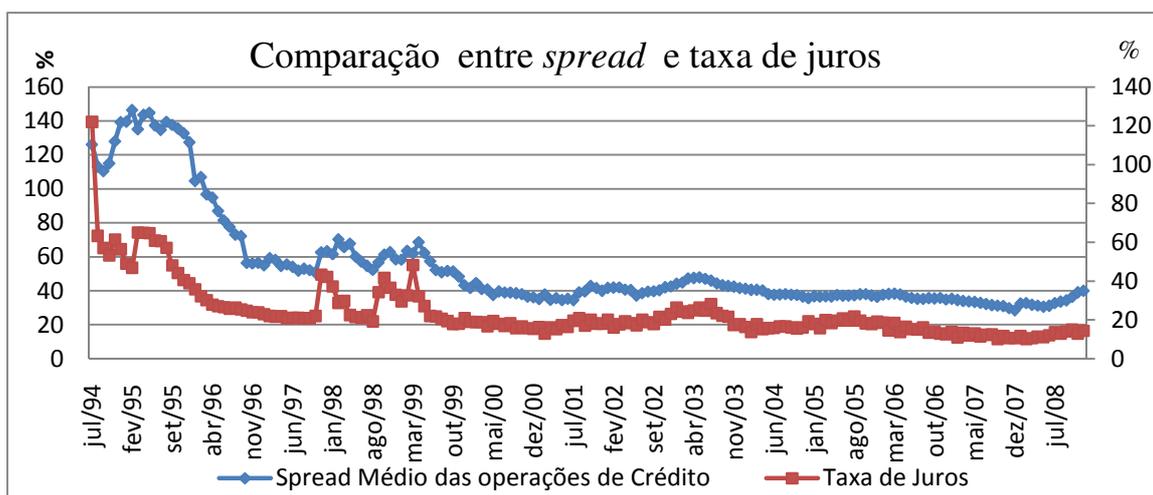
Esse comportamento reforça a interpretação pós-keynesiana de firma bancária. Dessa forma, pode-se esperar interpretar o comportamento e as estratégias dos bancos por meio da análise do ambiente macroeconômico e institucional no qual estão exercendo suas atividades.

Outra importante inferência que pode-se fazer observando o comportamento do *spread* bancário é como ele se comporta aos movimentos da taxa de juros. Anteriormente foi dito sobre a relação em que a expansão do crédito guardava com a dívida pública. Uma vez que todos os ativos competem entre si na alocação de portfólio dos agentes, cujo critério de decisão baseia-se no *trade-off* rentabilidade/liquidez, a dívida pública (ativo doméstico de menor risco) deveria apresentar baixo rendimento. Entretanto esse não é o caso da economia brasileira. A dívida pública pós-fixada se transformou em uma espécie de *hedge* para os bancos brasileiros. Com ela, eles se protegiam dos riscos de juros e câmbio, bem como de liquidez e crédito e ainda conseguiam obter alta rentabilidade. Assim, criou-se um ativo que distorcia a escolha de alocação dos agentes.

Se isso é verdade, deve-se esperar que os aumentos na taxa de juros direcionem o ativo dos bancos para a dívida pública e dessa forma, se tornem menos propensos a conceder crédito. Essa menor propensão em conceder crédito deve se refletir no aumento dos *spreads* bancários no período de elevação dos juros. Dado que o *spread* bancário já representa a diferença entre a taxa de captação e de empréstimo, era de se esperar que tudo mais constante, ou seja, sem que o aumento da taxa de juros direcionasse os recursos do sistema financeiro para a dívida pública, o aumento da taxa de empréstimo se desse em igual magnitude do aumento do custo de captação. Isso quer dizer que o *spread* ficaria constante.

O gráfico abaixo mostra que, na realidade, quando as taxas de juros se elevavam, os *spreads* também aumentavam. As duas séries plotadas têm trajetórias bastante semelhantes, destacando que a formação dos *spreads* é bastante influenciada pela taxa de juros.

Gráfico 51 *Spread* x Taxa de Juros



Fonte: Banco Central do Brasil

### 3.5.2 Mercado de Capitais

O Mercado de capitais é um canal concorrente dos bancos na oferta de financiamento. Dessa forma, é possível, em teoria, que a baixa participação do sistema bancário na oferta de crédito seja fruto de uma preferência do público em demandar fundos diretamente do mercado de capitais.

A tabela a seguir mostra a evolução dos números referentes ao mercado de capitais brasileiro. O que se observa é que essa forma de financiamento ainda é bastante restrita no Brasil. O número de companhias abertas, que em 1995 era de 873, recuou para 680 em 2008. No mercado primário, que de maneira direta é o que verdadeiramente representa uma forma de obtenção de recursos por parte dos demandantes, as emissões de ações tiveram algum crescimento relevante apenas a partir de 2005, enquanto as emissões de debêntures mantiveram-se estáveis. Porém, o volume de recursos movimentado com essas emissões teve crescimento significativo somente após 2004.

Entre 1995 e 2003, o volume em reais, a preços constantes de 2008, gerado por essas emissões de ações foi de 7,824 bilhões de reais, enquanto no período de 2004 até 2008 esse número já tinha crescido para 19,361 bilhões. O mesmo aumento é verificado para as debêntures. A média para os anos 1995-03 foi de 21,226 bilhões de reais, se elevando para 46,383 bilhões a partir de 2008. Com relação ao mercado secundário, sua importância para o financiamento se dá de forma mais indireta. O mercado secundário ao gerar liquidez para os papéis emitidos no mercado primário permite uma queda dos riscos associados ao carregamento desses. Isso ocorre porque o comprador atuante no mercado primário não necessariamente precisará carregar esses papéis até seu vencimento.

Outro importante papel do mercado secundário é sinalizar as condições do mercado para a emissão primária. Nesse sentido, o indicador IBOVESPA da Bolsa de Valores de São Paulo é outra variável que apresenta uma melhora estável apenas após 2003. A média para o ano de 2004 esteve próximo de 14.717 pontos, subindo para 55.463 pontos em 2008. Nota-se que alguns números importantes do mercado de capitais brasileiro recuam de 2007 para 2008. Esse quebra na trajetória de crescimento do setor está relacionada com o agravamento da crise financeira internacional.

Tabela 5 – Mercado de Capitais

DATA	Total de Companhias Abertas (1)	AÇÕES		DEBÊNTURES		BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO		
		Número de Emissões	Volume	Número de Emissões	Volume	Nº de Cias com Ações Negociadas (2)	Capitalização Total	IBOVESPA (2)
			R\$ milhões		R\$ milhões		R\$ milhões	
1995	873	31	6472,3	93	23021,0	543,8	5653774,9	3911,4
1996	924	22	27524,2	93	25273,9	543,6	6776805,1	5922,4
1997	965	23	11061,8	89	20972,4	543,6	9885698,6	10299,1
1998	898	20	11042,3	101	25933,1	543,7	7897892,8	9139,6
1999	882	10	6632,4	102	16105,2	544,1	8178697,6	11377,4
2000	851	6	2989,9	103	18548,1	544,9	10674343,5	16019,6
2001	830	6	2600,0	97	29129,7	545,3	10106032,3	13936,2
2002	792	4	1778,0	97	24772,7	545,3	8566449,3	11483,9
2003	718	2	317,0	96	7281,2	545,7	8248773,8	14717,1
2004	651	9	5698,1	102	12113,6	546,3	11013813,8	22400,9
2005	620	13	5421,4	102	49389,9	546,5	13613487,2	27953,3
2006	624	29	16612,3	107	81192,6	547,0	18691592,6	38658,0
2007	682	59	36929,7	99	51760,3	547,6	27099848,5	54287,5
2008	680	9	32148,1	105	37458,5	548,2	24379949,1	55463,0

Fonte: CVM

(1) Posição em dezembro do referido ano

(2) Média Anual

Sobre esse movimento recente do mercado de capitais brasileiro, Sant'anna (2009:191) observa:

*“Entre 2004 e 2007, o mercado de capitais brasileiro atravessou um período de rápido crescimento. Em 2007, registraram-se recordes de emissões primárias em praticamente todos os segmentos. Esse desempenho foi, em boa medida, relacionado à expansão de liquidez internacional e a trajetória de melhoria nas condições externas da economia brasileira. Em um cenário interno e externo de elevada liquidez e de maior demanda por ativos mais rentáveis, os mercados de capitais brasileiro e, em particular, os de debêntures e de ações encontraram condições para apresentar nos últimos anos um crescimento significativo.”*

Hermann (2009:18), em análise sobre o período de 2004-06, destaca que:

*“Em meio ao ambiente macroeconômico um pouco mais favorável aos investimentos, tal política monetária (de elevada taxa de juros), aliada a outros aspectos da política financeira dos anos 1990-2000, contribuiu decisivamente para a tendência à desintermediação financeira no Brasil, pela qual o mercado de capitais tende a responder mais intensamente que o crédito bancário aos estímulos e demandas dos mercados.”*

Para os fins dessa pesquisa basta perceber que o mercado de capitais brasileiros, entre os anos de 1994 e 2003, não foi responsável por substituir a oferta de financiamento dos bancos. Durante essa fase, ainda se tratava de um canal de financiamento muito incipiente no país, no qual os volumes transacionados eram muito baixos. Apenas a partir de 2004 que o mercado de capitais começa a se consolidar.

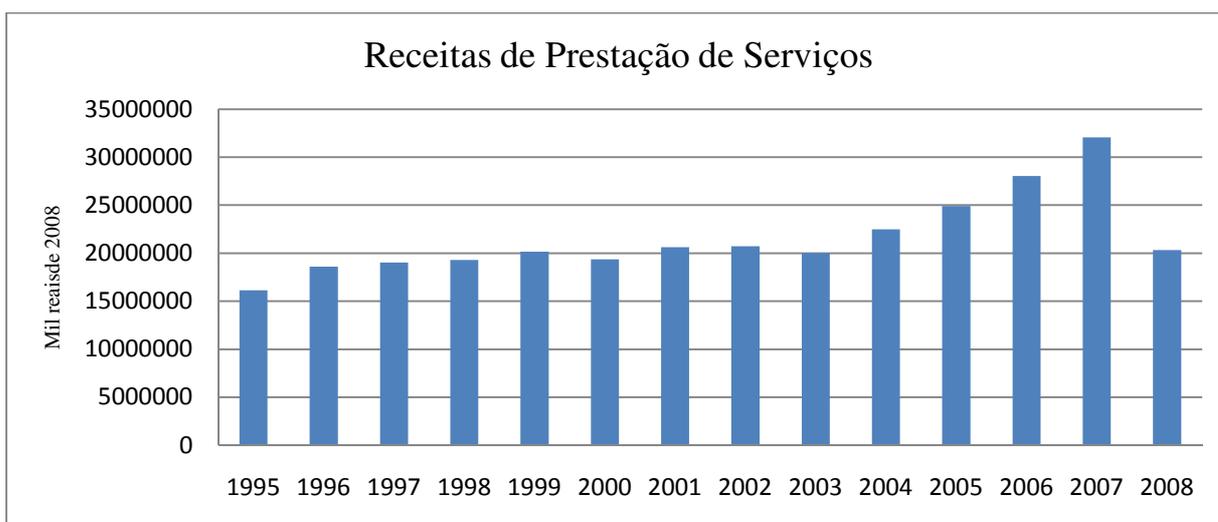
Sendo assim, o crescimento significativo das emissões primárias se deu paralelamente ao crescimento da oferta de crédito no Brasil. Ambas, como destacado, influenciadas pela melhora das condições do macroambiente e da arquitetura institucional.

Além disso, como proposto no capítulo 1, a atividade bancária caminha no sentido de uma maior participação nos serviços de colocação de papéis no mercado de capitais e a créditos derivativos. Dessa forma os bancos não são apenas impactados de forma negativa, dada pela concorrência na oferta de financiamento, mas se beneficiam das receitas provenientes desses serviços.

Na prática os bancos participam e orientam empresas privadas na emissão de papéis e dívidas no mercado de capitais. São serviços consultivos, de corretagem, *rating etc.* Esse tipo de operação não fica registrado no balanço patrimonial dos bancos, e por isso estiveram fora da discussão desenvolvida anteriormente. Para os bancos essa é uma forma de obtenção de receitas interessantes, uma vez que não os expõe a maior fragilidade financeira e permite se apropriar de movimentos expansivos no mercado de capitais.

O gráfico 55 destaca o aumento dos saldos correspondentes a prestação de serviços por parte dos 50 maiores bancos brasileiros. A trajetória ascendente do gráfico demonstra que esse tipo de operação começa a ganhar importância entre as fontes de receita dos bancos. Nota-se, também, que as somas envolvidas ganham maior vulto a partir de 2004, ou seja, conjuntamente ao crescimento do mercado de capitais.

Gráfico 52 – Receitas de Prestação de Serviços



Fonte: Banco Central do Brasil – consolidado dos 50 maiores bancos

Dessa forma, essa foi outra estratégia lucrativa percebida pelos bancos. Na realidade, alguns autores Llewellyn (1999) apontam essa como uma tendência do sistema bancário. Nesse sentido, essa mudança estaria menos ligada à conjuntura e mais aos processos de inovação financeira e o ganho de importância do mercado de capitais. Contudo, no caso brasileiro, dado a dependência que essa atividade tem de um mercado de capitais mais “profundo” e da necessidade deste da consolidação da estabilização do ambiente macroeconômico para crescer, o período após 2004 mostrou-se mais favorável. Além disso, como ressaltou Hermann (2009) o crescimento econômico e a maior previsibilidade para o cálculo dos investimentos, acompanhado de altas taxas de juros incentivou um processo de desintermediação financeira durante essa fase de “bonança” da economia brasileira.

### 3.6 Sumário Conclusivo

Esse capítulo teve por objetivo identificar as estratégias e a evolução das atividades bancárias durante período de análise. Para isso, primeiramente, descreveu-se as principais linhas da política financeira adotadas. Entende-se que juntamente ao

ambiente macroeconômico, esse é outro fator capaz de orientar, por meio de incentivos e desincentivos, bem como por mecanismos de comando e controle, as atividades bancárias.

Além disso, destacaram-se alguns indicadores de eficiência microeconômica, no sentido de enfatizar que, no que tangencia a caracterização de firma bancária como agente privado, maximizador de lucro, as escolhas dos bancos foram ágeis para interpretar e se adaptar as mudanças no ambiente de negócio, de forma a implementar estratégias bem sucedidas. Isso, porém, não quer dizer que essas estratégias foram funcionais a promoção do financiamento dos gastos privados, em especial do investimento de maior prazo.

Em seguida inferiu-se o comportamento dos bancos por meio de seus ajustes patrimoniais. Dessa forma, buscou-se elementos para caracterizar suas preferências em termos de rentabilidade e liquidez. Essa seria então a forma de sinalizar qual estratégia os bancos estariam privilegiando em cada um dos subperíodos destacados. Dentro dessas estratégias optou-se por enfatizar como evoluiu a oferta de crédito, por entender que o crédito é “insumo” fundamental para todas as atividades econômicas e a variável chave da viabilização do investimento.

Como resultado, indentificou-se que o comportamento dos bancos deu-se no sentido proposto pela teoria pós-keyensiana da firma bancária. No período de 1994-98, logo após uma pequena fase de euforia, no qual, os bancos expandiram sua alocação em ativos mais rentáveis e menos líquidos, a crise do México reverteu às expectativas e reorientou a alocação dos ativos e passivos bancários mais seguros, como o caso da dívida pública.

O período de 1999-2003 foi marcado por uma agudização das incertezas no ambiente internacional. Dessa forma, não se logrou, com as mudanças articuladas, amenizar os riscos de crédito, câmbio e juros. Como resultado os bancos mantiveram sua preferência pela liquidez elevada e manteve-se a queda da relação crédito/PIB.

Por fim, o período de melhora no ambiente macroeconômico (2004-08) apresentou a inflexão esperada considerando a teoria utilizada. Nesse sentido, os bancos aumentaram seu grau de alavancagem e promoveram a ampliação, no lado do ativo, das operações de crédito. Houve também uma melhora, ainda que pequena, na qualidade desse crédito, com um aumento de prazo e a retomada financiamento imobiliário para pessoa jurídica.

## CONCLUSÃO

Na introdução foi proposto estudar como evoluiu o comportamento do sistema bancário brasileiro, em meio aos diferentes macroambientes pelo qual passou a economia durante o período de 1994 até 2008. Além disso, tinha-se como objetivo tentar inferir como os bancos participaram do financiamento dos gastos privados e qual a funcionalidade que sua estratégia de alocação de portfólio tinha no crescimento da economia. Para isso era necessário entender o papel central que o sistema bancário tem em uma economia monetária de produção, bem como qual é a racionalidade que permeia as escolhas inerentes as atividades dos bancos.

Dessa forma, o capítulo um apresenta a fundamentação teórica que foi usada na pesquisa. A teoria do financiamento do investimento pós-keynesiana, descrita por meio do circuito *finance-funding*, tratou de demonstrar como essa interpretação atribui importância ao sistema bancário no processo de financiamento do investimento. Para essa visão serão as estratégias de alocação dos ativos e passivos bancários o que proporcionará a viabilização inicial do investimento, a fase *finance* do circuito. Os bancos também podem participar de forma decisiva do *funding*. Isso porque os bancos múltiplos têm a capacidade de assumir posições que privilegiem ativos de mais longo prazo, uma vez que não estão restritos a alocar seus passivos apenas em depósitos à vista. Além disso, discutiu-se que é tendência atual dos bancos participarem do *funding* por meio de operações no mercado de capitais. Como exemplo, pode-se destacar duas áreas de atuação bancária que corroboram esse argumento, quais sejam, a organização da operação de colocação de papéis e a oferta de linhas de crédito de apoio a venda dos títulos no mercado.

O passo seguinte era entender qual a racionalidade orienta as atividades dos bancos e qual as restrições a que esses estão sujeitos. Em primeiro lugar destacou-se que bancos são firmas privadas que se orientam pela maximização de lucros. Além disso, conformam suas estratégias de portfólio a partir do *trade-off* entre rentabilidade e incerteza. Com relação às restrições, refutou-se a interpretação tradicional de firma bancária, segundo a qual a atividade dos bancos é limitada pela poupança macroeconômica e pelo volume de reservas. Isso porque, a competição entre os bancos implica que a atividade de concessão de crédito deve ser suficientemente elástica para conformar mudanças abruptas na demanda por crédito de seus clientes.

Essa liberdade que os bancos têm em expandir a alocação de crédito deriva da capacidade de criar liquidez, sem a necessidade de qualquer lastro, por meio de operações contábeis em seu balanço patrimonial, e da possibilidade de diminuir ou aumentar sua alocação em ativos mais líquidos, as reservas secundárias.

Mas o que determina como os bancos irão definir suas estratégias de alocação de ativos e passivos serão suas expectativas com relação ao ambiente econômico que vigorará no futuro e sua escolha entre liquidez e rentabilidade. Dessa forma, quando as expectativas sobre o futuro do ambiente econômico se deterioram, os bancos diminuem sua propensão a conceder crédito ou aumentam os juros cobrados. Concomitantemente, optam por diminuir maturidade de seus ativos e, nesse processo, por alocar maior percentual desses em reservas voluntárias e secundárias. Esse estoque de ativos líquidos irá permitir a flexibilidade dos bancos para responderem as mudanças na demanda.

Nesse momento surge outra necessidade. Como se pretende entender como os bancos orientaram suas operações, e tem-se que contextualizar em que ambiente de negócio os bancos estavam operando. Isso serve então para entender quais os riscos

associados a atividade bancária em cada momento e quais, provavelmente, eram as expectativas dos bancos.

Para isso o capítulo 2 apresentou em linhas gerais a conjuntura da economia brasileira entre os anos de 1994 até 2008. Conseguiu-se delimitar três períodos com características distintas para observar como o sistema bancário reagiu a essas mudanças.

O primeiro compreende os anos que vão de 1994 até o final de 1998. Estes são marcados pelo objetivo explícito de garantir o controle da inflação, por um regime de câmbio administrado, por elevadas taxas de juros e pela deterioração do balanço de pagamentos. Essas características intensificaram a vulnerabilidade externa do país e os riscos de juros e de câmbio. Como consequência o crescimento foi volátil e a média do período baixa.

No período de 1999-2003 engloba mudanças importantes nos pilares de sustentação da política macroeconômica. O regime cambial tornou-se flexível, a política monetária passou a se balizar pelo modelo de metas de inflação e a política fiscal por superávits primários. Contudo, o ambiente internacional apresentou pioras, fruto da crise argentina e dos atentados terroristas. Além disso, o Brasil sofreu grande turbulência no ano de 2002, relativa à incerteza sobre a eleição presidencial. Assim, as novas bases de política econômica não foram capazes de amenizar os riscos de juros e câmbio. Como resultado, os indicadores dessa fase são ainda piores do que a anterior.

Por fim, a partir de 2004, a dinâmica da economia mundial permitiu ao Brasil melhorias substanciais nos termos de troca e no volume de seus produtos exportados. A balança comercial obteve grandes superávits, as reservas internacionais se elevaram e o

câmbio apresentou valorização. Esse movimento do câmbio teve impacto benéfico no controle da inflação e permitiu a diminuição dos juros, muito embora de forma tímida.

Como resultado, indentificou-se que o comportamento dos bancos deu-se no sentido proposto pela teoria pós-keyensiana da firma bancária. No período de 1994-98, logo após uma pequena fase de euforia, no qual, os bancos expandiram sua alocação em ativos mais rentáveis e menos líquidos, a crise do México reverteu às expectativas e reorientou a alocação dos ativos e passivos bancários mais seguros, como o caso da dívida pública.

O período de 1999-2003 foi marcado por uma agudização das incertezas no ambiente internacional. Dessa forma, não se logrou, com as mudanças articuladas, amenizar os riscos de crédito, câmbio e juros. Como resultado os bancos mantiveram sua preferência pela liquidez elevada e manteve-se a queda da relação crédito/PIB.

Por fim, o período de melhora no ambiente macroeconômico (2004-08) apresentou a inflexão esperada considerando a teoria utilizada. Nesse sentido, os bancos aumentaram seu grau de alavancagem e promoveram a ampliação, no lado do ativo, das operações de crédito. Houve também uma melhora, ainda que pequena, na qualidade desse crédito, com um aumento de prazo e a retomada financiamento imobiliário para pessoa jurídica.

**BIBLIOGRAFIA**

BALTENSPERGER, E. (1980). **Alternative approaches to the theory of the banking firm**. Journal of Monetary Economics

BOGDANSKI, Joel; TOMBINI, Alexandre Antonio; WERLANG, Sergio Ribeiro da Costa. **Implementing Inflation Targeting in Brazil** . BCB. Working paper, 29 p, jul. 2000.

CARVALHO, F. J. C. (2003). **Sistema Financeiro, Crescimento e Inclusão**. Série Brasil em Desenvolvimento. Seminário Financiamento do Desenvolvimento.

CARVALHO, F. J. C. (2005) **Investimento, poupança e financiamento. Financiando o crescimento com inclusão social**. em B. Cavalcanti, M. A . Ruediger e R. Sobreira (orgs), Desenvolvimento e Construção Nacional: Uma Agenda para o Crescimento Econômico e Inclusão Social no Brasil, Rio de Janeiro: Editora da FGV, pp. 11/37.

CARVALHO, F. J. C. (2007). **Sobre a preferência pela liquidez dos bancos**. In: PAULA, Luis Fernando; OREIRO, José Luís. Sistema financeiro; uma análise do setor bancário brasileiro. Rio de Janeiro, Elsevier Ed. P. 2 – 21.

CARVALHO, F. J. C.. **Economia monetária financeira: teoria e política**. Rio de Janeiro, Campos, 2001. 454 p.

GIAMBIAGI, Fábio. Estabilização, reformas e desequilíbrios macroeconômicos: os anos F H C (1995-2002), In A. Villela, F. Giambiagi, J. Hermann e L.B. de Castro (orgs), **Economia Brasileira Contemporânea : 1945/2004**. Rio de Janeiro, Campos, 2005. p.166-195,2005.

HERMANN, Jennifer. O processo multiplicador: Uma versão alternativa. In **Encontro Nacional de Economia**, XVI, 1988, Belo Horizonte, ANPEC, 1988. p. 49-66.

HERMANN, Jennifer, (2002). **Liberalização e Crises Financeiras: o debate teórico e a experiência brasileira nos anos 1990**. Tese de Doutorado, Rio de Janeiro: IEUFRRJ

HERMANN, Jennifer, Liberalização e Desenvolvimento Financeiro: lições da experiência brasileira no período 1990-2006. Revista Economia e Sociedade, 2009 (no prelo).

KEYNES, J. M. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. Trad Mário R da Cruz. São Paulo: Atlas. 1982. 328p

KEYNES, J. M (1937). **The “ex ante” theory of the rate of interest**. The Economic Journal, December 1937.

LLEWELLYN, David T. The new economics of banking. Amesterdam. 1999. 96 p.

LOPES, F. notes on the Brazilian Crisis of 1997-99. **Revista Brasileira de Econômica Política**, v.23, n.3,jul/set, p. 35 – 62, 2003.

MACHADO, P.C. (1995). **Uma crítica pós-keynesiana à concepção ortodoxa de firma bancária**, Dissertação de mestrado, Rio de Janeiro: IEI-UFRJ

MINSKY, H (1982). **The financial-instability hypothesis**: capitalist processes and the behavior of the economy, in Kindleberger e Laffargye (orgs), financial crises. Cambridge University Press.

MINSKY, H. (1986). **Stabilizing an unstable economy**. New Haven: Yale University Press

MODENESI, Andre de Melo. **Regimes Monetários : Teoria e Experiência do Real**. Barueri. Manole, 2005.438 p.

PAULA, L. F. R. de. (1999). **Teoria da firma bancária**. In : LIMA, Gilberto Tadeu; Sicsu, João ; PAULA, Luiz Fernando. Org. Macroeconomia Moderna; Keynes e a economia contemporânea. Rio de Janeiro, Campus. P. 171 – 189.

PAULA, L. F; OREIRO, J. L. (2007) **Sistema financeiro**; uma análise do setor bancário brasileiro. Rio de Janeiro, Elsevier Ed. P. 2 – 21.

PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de; ALVES JUNIOR, Antonio José; MARQUES, Maria Beatriz Leme. Ajuste Patrimonial e Padrão de Rentabilidade dos Bancos Privados no Brasil durante o Plano Real (1994/1998). **Estudos Econômicos**. São Paulo, v.31, n.2, p.285-319, abr.jun.2001.

PUGA, Fernando P. **Sistema Financeiro Brasileiro: Reestruturação Recente, Comparações Internacionais e Vulnerabilidade a Crise Cambial**. Rio de Janeiro: BNDES, mar.1999. (texto para Discursão BNDES, n. 68).

SANT'ANNA, Andre Albuquerque. **Mercado de Capitais: Evolução recente e financiamento das empresas brasileiras**. In: Ferreira, Francisco Marcelo Rocha; Meirelles, Beatriz Barbosa (orgs). **Ensaio sobre economia financeira**. Rio de Janeiro, BNDES. 2009.p.187-198.2009.

SANTOMERO, A.M. (1984). **Modelling the banking firm: a survey**, Journal of Money Credit and Banking 16 (4): 576-602

SOARES, Ricardo Pereira. **Evolução de Crédito de 1994 – 1999: uma explicação**. Brasília, IPEA. Jun.2001.(texto para Discussão, IPEA, n.808).

STUDART, R (1999). **O Sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana a visão convencional**. In : LIMA, Gilberto Tadeu; Sicsu, João ; PAULA, Luiz Fernando. Org. **Macroeconomia Moderna; Keynes e a economia contemporânea**. Rio de Janeiro, Campus.

**Sistema Financeiro**; uma análise a partir das contas nacionais 1990 – 1995. IBGE, 1997. 164 p.

STUDART, Rogerio. **Investment Finance in Economic development**. London and New York. Routledge. 1995.

# Livros Grátis

( <http://www.livrosgratis.com.br> )

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)  
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)  
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)  
[Baixar livros de Matemática](#)  
[Baixar livros de Medicina](#)  
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)  
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)  
[Baixar livros de Meteorologia](#)  
[Baixar Monografias e TCC](#)  
[Baixar livros Multidisciplinar](#)  
[Baixar livros de Música](#)  
[Baixar livros de Psicologia](#)  
[Baixar livros de Química](#)  
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)  
[Baixar livros de Serviço Social](#)  
[Baixar livros de Sociologia](#)  
[Baixar livros de Teologia](#)  
[Baixar livros de Trabalho](#)  
[Baixar livros de Turismo](#)