



Unesp - Universidade Estadual Paulista
“JÚLIO DE MESQUITA FILHO”
Faculdade de Ciências e Letras
Campus Araraquara

Programa de Pós-Graduação em Economia

Perfil do Crédito à pessoa Jurídica no Brasil
entre 1994 e 2007

Discente: Rinaldo Percin Calheiros

Orientador: Adílson Marques Gennari

Araraquara – SP
Novembro de 2009

Rinaldo Percin Calheiros

**Perfil do Crédito à pessoa Jurídica no Brasil
entre 1994 e 2007**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita Filho” – UNESP, como parte dos requisitos para obtenção do título de Mestre.

Orientador: Prof. Adílson Marques Gennari

**Araraquara – SP
Novembro de 2009**

Rinaldo Percin Calheiros

**Perfil do Crédito à pessoa Jurídica no Brasil
entre 1994 e 2007**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita Filho” – UNESP, como parte dos requisitos para obtenção do título de Mestre.

Orientador: Prof. Adílson Marques Gennari

Data da Defesa: 16/09/2009

MEMBROS COMPONENTES DA BANCA EXAMINADORA:

Presidente e Orientador: Prof. Dr. Prof. Adílson Marques Gennari
Departamento de Economia – UNESP / FCLAR

Membro Titular: Prof. Dr. Elton Eustaquio Casagrande
Departamento de Economia – UNESP / FCLAR

Membro Titular: Prof. Dr. Rogério Naques Faleiros
Departamento de Economia – UFES / CCJE

Local:

Universidade Estadual Paulista
Faculdade de Ciências e Letras
UNESP – Campus de Araraquara

À minha Selma

AGRADECIMENTOS

Agradeço ao meu amigo e Orientador, Prof. Gennari. Por sua admirável e enorme paciência ao longo desses quase três anos de convívio alegre e harmonioso. Por ensinar a dar liberdade e responsabilidade, por questionar, por ajudar e cobrar. Enfim, por saber criar asas. É um exemplo para mim. Companheirismo e amizade sempre!

Ao meu querido pai, Rinaldo, exemplo de esforço, amor e pesquisador que é. Por estar sempre por perto nos momentos mais difíceis, por fazer meu sonho tornar-se possível.

Ao meu irmão, Renato, por ser meu grande e maior amigo, pela ajuda, companhia, e apoio.

À minha querida Selminha, por não caber nessa página o tanto que quero te agradecer.

À minha família, Ivone, Herculano, Helena, Ângela, Sérgio, Lucila, Gláucia, Wilson, Jurandir, Eliana, Toufic, Neuza, meus primos e cunhados e Bruce, meu companheiro quadrúpede... Enfim, agradeço a todos por dar todo o suporte e alegria.

Ao Prof. Elton, pela atenção ao longo desses anos todos, e pelo entusiasmo que transmite em cada aula, em cada sugestão valiosa. É um exemplo para mim.

Ao Prof. Rogério, pelas sugestões valiosas e simpatia.

Ao Prof. Eduardo, pelas sugestões na qualificação e firmeza exemplar.

Ao competente e admirável Sabino, pelas informações valiosas.

Aos funcionários da secretaria, sempre prestativos.

Por fim, à minha mãe e avô falecidos. Pois todas as evidências sugerem que vocês foram implacáveis nessa jornada!

À Deus, pela ajuda por me deixar realizar esse sonho.

RESUMO

O presente trabalho buscou delinear o perfil do crédito à pessoa jurídica no Brasil após o Plano Real até 2007, assim como analisar o comportamento da estrutura ofertante de crédito no período pela perspectiva Pós-Keynesiana. Utilizando-se dados de volume, juros, prazos entre outros e usufruindo de vários níveis de desagregação dos dados fornecidos, principalmente, pelo Banco Central do Brasil, foi possível definir os agentes credores mais importantes das empresas, destacando-se o papel dos dez maiores bancos múltiplos, do BNDES e do mercado de capitais nesse aspecto. Concluiu-se que houve uma “divisão de tarefas” entre os agentes credores: os bancos múltiplos e comerciais concederam recursos estritamente de curto prazo, nas modalidades de Capital de Giro e de adiantamentos de receitas. O BNDES sustentou a demanda por crédito para a finalidade de investimentos, além de servir de agente anti-cíclico em momentos de retração no crédito. Já o mercado de capitais serviu mais como uma oportunidade exclusivamente para empresas de grande porte do que uma alternativa ao BNDES e ao crédito bancário, já que mostrou-se consistente apenas em períodos de estabilidade econômica. Além da divisão de tarefas concluiu-se que o crédito foi influenciado pela preferência pela liquidez por parte dos agentes credores, já que os mesmos pareceram realizar o trade-off liquidez/rentabilidade, restringindo o crédito em momentos de aversão ao risco, e aumentando a participação do crédito em momentos de maior estabilidade econômica.

Palavras-Chave: crédito, preferência pela liquidez, pessoa jurídica, bancos, Plano Real, escola Pós-Keynesiana.

ABSTRACT

The present work aims at delineate the credit profile to the firms in Brazil after Plano Real up to 2007, as well as analyzing the behavior of the supply credit structure in the period in the Post Keynesian Approach. We analyzed fluctuations of the stock of credit, levels of interests, and using several levels of disaggregation of the data, mainly, for the Central Bank of Brazil, it was possible to define the more important suppliers agents of the firms, standing out the role of the ten larger multiple banks, of BNDES and of the stock markets in that aspect. It concludes that there was a "division of tasks" among the suppliers agents: the multiple and commercial banks granted resources strictly of short period. BNDES sustained the demand for credit for the purpose of investments, besides emerging as an anti-cyclical agent in moments of retraction in the credit. Already the stock market were used more as an opportunity exclusively for strong companies of than an alternative to BNDES and the bank credit, since it was shown solid just in periods of economical stability. Besides the division of tasks it concluded that the credit was influenced by the liquidity preference on the part of the suppliers' agents, since the same ones seemed to were driving by liquidity/return trade-off, restricting the credit in moments of aversion to of risk, and increasing the participation of the credit in moments of larger economical stability.

Key words: credit, liquidity preference, Brazil, banks, Plano Real, Post Keynesian Approach.

LISTAS DE FIGURAS

Página

Figura 1: Crédito e Investimento no Brasil em percentuais do PIB: 1991-2007.....	15
Figura 2: Crédito total e à pessoa jurídica em valores nominais e reais do Sistema Financeiro (R\$ milhões de 1994).....	49
Figura 3: Operações de crédito por origem de capital. Em Reais de 1994. (Jul/1994-Mar/1999).....	58
Figura 4: Crédito total e à pessoa jurídica e crédito total por fonte credora. Em Reais de 1994. (Jul/1994-Abr/2003).....	69
Figura 5: Participação dos Sistemas Financeiros Público, Privado Nacional e Estrangeiro no total do estoque de crédito e percentual de suas carteiras à pessoa jurídica. (Jul/1994-Dez/2007).....	73
Figura 6: Distribuição percentual e saldo das operações de crédito real entre setores econômicos (1994-2007).....	76
Figura 7: Produção Industrial, Taxa Selic e Crédito à Pessoa Jurídica (Jan/1997 – Abr/2003).....	77
Figura 8: Taxa de juros, BNDES e saldo das modalidades de crédito com Recursos Livres. (Jan/1997 – Jun/2003).....	78
Figura 9: Crédito real à pessoa jurídica, incluindo o mercado de capitais e produção da indústria em geral (Jul/1994-Dez/2007).....	83
Figura 10: Crédito total e à pessoa jurídica por origem de capital. (Jul/1994-Dez/2007).....	84
Figura 11: Taxas de juros consolidadas e <i>spread</i> à pessoa física e jurídica. Percentual ao ano. (Jul/2000-Dez/07).....	87
Figura 12: Modalidades de crédito à pessoa jurídica, BNDES e taxa de juros. (Jan/0997-Dez/2007).....	88
Figura 13: Emissões de Ações, Debêntures e Notas Promissórias. Valores Nominais.(1995-2007).....	92
Figura 14: Poder de mercado dos bancos: maiores conglomerados/instituições financeiras. Participação no crédito do Consolidado Bancário I.....	95
Figura 15: Principais modalidades de crédito à pessoa jurídica – meses selecionados. Em milhões de Reais de 1994.....	97
Figura 16: Modalidades de crédito com recursos livres por finalidade empresarial. Meses selecionados. (Em Reais de 1994).....	99
Figura 17: Volume (em R\$ milhões) de concessões do BNDES por modalidades selecionadas. (1997-2003).....	100
Figura 18: Desembolsos do BNDES, taxa Selic e crédito do sistema privado nacional. Em Reais de 1994. (Out/1995 – Jan-1999).....	106
Figura 19: Desembolsos do BNDES e crédito do sistema privado nacional. Em Reais de 1994. (Out/1995 – Jan-1999).....	107
Figura 20: Relação Crédito/Ativos defensivos, Ibovespa e C-Bond. (Jun/00-Set/05).....	111
Figura 21: Evolução horizontal e vertical do ativo bancário: Banco Bradesco. (Dez/1995-Dez/2007). Balanços Trimestrais.....	112
Figura 22: Evolução horizontal e vertical do ativo bancário: Banco Itaú. (Dez/1995-Dez/2007). Balanços Trimestrais.....	114
Figura 23: Evolução horizontal e vertical do ativo bancário: Banco do Brasil. (Dez/1995-Dez/2007). Balanços Trimestrais.....	115
Figura 24: Total do saldo de recursos em atraso e de novas concessões de crédito, com recursos livres oferecidos pelo sistema privado nacional. (Jun/2000 – Jun/06).....	120
Figura 25: Percentual de atrasos no crédito, concessões, <i>spread</i> do C-Bond e taxa Selic. (Jun/2000 – Abr/2003).....	121

LISTAS DE TABELAS**Página**

Tabela 1: Volume total de crédito por origem de capital (valores nominais, reais e percentuais) em meses selecionados. Em bilhões de Reais.....	52
Tabela 2: Distribuição do crédito entre os setores em períodos específicos (em milhões de Reais de 1994 e percentual sobre o total).....	61
Tabela 3: Créditos para a modernização – recursos livres, mercado de capitais e BNDES. Em Milhões de Reais de 1994.....	67
Tabela 4: Credores da Pessoa Jurídica (Bancos, Mercado de Capitais e demais instituições) em Meses selecionados. Em Milhões de Reais de 1994 e participação no Total.....	91
Tabela 5: Instituições bancárias no total do crédito: participação, valores nominais e reais (1994) – (2004 - 2007).....	94
Tabela 6: Participação da pessoa jurídica no total do crédito, por consolidado bancário (Meses selecionados).....	96
Tabela 7: Volume de crédito com recursos livres por modalidade em meses selecionados. (Em Reais de 1994).....	98
Tabela 8: Prazo médio das operações de crédito com recursos livres referenciais para taxa de juros – por modalidade. (média entre Maio/2000-Dez/2007).....	105
Tabela 9: Percentual do volume em atrasos e taxas de juros à pessoa Física e Jurídica. (Dez/2000-Dez/2007).....	124

INDICE	Página
Introdução.....	11
CAPÍTULO 1 – DEBATE SOBRE AS INFLUÊNCIAS DO SISTEMA FINANCEIRO E DO CRÉDITO NA ATIVIDADE ECONÔMICA AGREGADA E O COMPORTAMENTO DA FIRMA BANCÁRIA.....	17
1.1. Ponto de Partida: Keynes, preferência pela liquidez e o “ <i>finance</i> ”.....	17
1.2. Síntese Neoclássica, revolução metodológica e as teorias da intermediação...	22
1.3. Bancos e os sistemas de intermediação Novo e Pós-Keynesiano.....	27
CAPÍTULO 2 – EVOLUÇÃO DO CRÉDITO À PESSOA JURÍDICA NO BRASIL.....	39
2.1. Notas iniciais: dados acerca do crédito no Brasil.....	39
2.2. Panorama Geral do Crédito no Brasil.....	46
2.2.1. Período 1995-1999: a entrada do capital creditício de origem externa.....	55
2.2.1.1. Condições de demanda e o crédito à pessoa jurídica.....	61
2.2.2. Período 1999-2003: câmbio flutuante, crises e a retração do crédito.....	68
2.2.2.1. Condições de demanda e o crédito à pessoa jurídica.....	75
2.2.3. Período 2003-2007: consolidação dos bancos privados nacionais e a grande expansão de crédito.....	82
2.2.3.1. Destino do crédito e o perfil do financiamento às empresas após 2003.....	86
2.3. Principais instituições credoras.....	89
2.3.1. O mercado de capitais no período 1994-2007.....	91
2.3.2. O papel dos bancos no crédito.....	93
2.4. Notas do final do capítulo.....	101
CAPÍTULO 3 – PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ E O CRÉDITO À PESSOA FÍSICA COMO ENTRAVES PARA O FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO À PESSOA JURÍDICA.....	103
3.1. Divisão de tarefas.....	104
3.2. Exogeneidades, estado de expectativas e preferência pela liquidez.....	108
3.3. A expansão do crédito ao consumidor como fator restritivo.....	123
3.4. Notas sobre o padrão de financiamento das empresas, sobre o crédito e desenvolvimento e sobre questão distributiva do crédito.....	125
Considerações Finais.....	128
Bibliografia.....	133

INTRODUÇÃO

A questão acerca dos determinantes do investimento é vasta, e não menos vasta do que controvertida. Menos controvertido seria afirmar que ramificações primordiais das teorias de investimento, assim como o acirramento dos debates sobre o tema, originaram-se com a “Teoria Geral do Emprego do Juro e da Moeda” de Keynes em 1936, obra publicada enquanto vigoravam os efeitos da Grande Depressão da década de 1930.

A partir dos conceitos de propensão a consumir, eficiência marginal do capital, preferência pela liquidez e a utilização de uma metodologia analítica que levasse em conta a irreversibilidade temporal¹, Keynes deu contornos mais reais à teoria econômica e maior volatilidade ao investimento agregado do que o proposto pelos Clássicos. Incorpora-se então o papel das expectativas e da incerteza na economia, tornando as decisões de investimento dependentes do “estado de confiança”.

Embora Keynes não tenha explicitado mais detidamente o papel do sistema financeiro no investimento em sua obra de 1936, enfatizando a importância do estado de confiança do empresário investidor, em alguns de seus trabalhos posteriores o autor aprofunda tal aspecto. Gertler (1988, p. 562) aponta que Keynes “*was careful to distinguish two basic determinants of this state [of confidence]*”: primeiramente, tal estado depende do nível de confiança que os potenciais devedores de recursos – os empresários – possuem acerca dos rendimentos futuros de um dado investimento. Em segundo lugar, o estado de confiança depende do estado do crédito (“*state of credit*”), que indica o nível de confiança ou segurança que os credores – intermediários ou poupadores individuais – possuem em financiar os devedores. O estado de crédito é determinado pela qualidade das contrapartidas (*liabilities*) que os devedores oferecem aos credores por um determinado financiamento e, além disso, também depende “*of how well borrowers’ incentives were aligned with their own*”.

Na economia “real”, apesar de haver espaço para o financiamento direto entre poupadores e devedores (na forma de aquisição primária de ações e debêntures, por exemplo), parte significativa do crédito no sistema é alocada por decisões dos intermediários financeiros, atividades em que se destacam os bancos comerciais e múltiplos. Assim, Keynes (1937b) afirma:

the transition from a lower to a higher scale of activity involves an increased demand for liquid resources which cannot be met without a rise in the rate of interest, unless the banks are ready to lend more cash or the rest of the public to release more cash at the existing rate of interest. (KEYNES, 1937b, p. 668).

¹ Uma análise apurada sobre a metodologia de Keynes (1936) pode ser obtida em Kregel (1976).

Como consequência, as instituições financeiras estão no epicentro do mecanismo de transição entre as fases expansiva e depressiva dos ciclos econômicos e entre o baixo e o alto nível de atividade econômica agregada. Como consequência, se inicialmente Keynes não aprofundou a importância do sistema financeiro nas decisões de investimento, posteriormente o autor assume que, como assinala Gertler (1988, p. 562), “*it was, however, an integral part of the broad picture*”. O estado de confiança de credores e devedores é parte integrante da teoria do investimento, e o investimento é um fator-chave na teoria da determinação do produto.

O aumento na taxa de investimento agregado foi o objetivo final das mudanças na política econômica brasileira ao longo dos anos noventa. O equacionamento do déficit fiscal, a abertura comercial e financeira e, principalmente, a estabilidade inflacionária foram consideradas como condições necessárias para que o país abandonasse o quadro de estagnação econômica perene desde a década de 1980.

O aparato teórico que conferiu subsídios às políticas de liberalização econômica dos anos noventa tem seus alicerces na escola clássica de pensamento, e o argumento central dessa “nova estratégia” seria que o reduzido papel do estado (agora como regulador), a abertura e a estabilidade econômica seriam as condições necessárias e suficientes para que o novo padrão de acumulação de capital se estabelecesse.

Em “A inserção externa e o desenvolvimento”, escrito em 1996, Gustavo Franco apresenta o diagnóstico dos problemas brasileiros e, aponta a solução:

Para demonstrar que a SI [modelo de crescimento baseado na substituição de Importações] leva à concentração de renda é preciso demonstrar que ela leva necessariamente à estagnação da taxa de crescimento da produtividade. Nessas condições um projeto consequente (portanto livre de charlatanismo populista) de crescimento com redução da pobreza e da concentração de renda, haverá de ter como elemento central a aceleração da taxa de crescimento da produtividade. (FRANCO; 1998, P. 127).

De acordo com o pensamento liberal, o setor privado (nacional e estrangeiro), atuando sob as livres-forças de mercado, tomaria o papel antes vanguardado pelo estado, de agente promotor e indutor do crescimento e do desenvolvimento econômico. Assim, conforme Franco (1998), a aceleração da taxa de crescimento da produtividade da base produtiva interna (como resposta a um padrão concorrencial mais acirrado) – propiciada pelo aumento no nível de investimentos e pela modernização industrial – e os investimentos externos diretos levariam a economia brasileira ao desenvolvimento econômico que o Brasil esperava desde a crise da dívida.

À parte o período 1994-1998, marcado pela reestruturação produtiva, âncora cambial e crises, a partir de janeiro de 1999 a política econômica manteve-se semelhante até 2007, assim

como a estrutura produtiva foi circundada por um ambiente institucional mais sólido, com regras mais claras e estáveis do que as reversões provocadas por sucessivos planos de estabilização das duas décadas anteriores ao Real. Em suma, as condições necessárias de estabilidade e abertura, conforme sugeria a estratégia de desenvolvimento seguida desde 1990, haviam sido alcançadas.

Entre 1999 e 2007, tinham sido quase dez anos de metas de inflação, superávits primários e câmbio flutuante, e os agentes econômicos brasileiros lidando com a abertura financeira e comercial e com os humores da economia internacional. Com esses dez anos de relativa estabilidade institucional, de regras estáveis, é possível aumentar a confiança nas projeções acerca do futuro. Com regras e preços estáveis, por exemplo, as decisões de investimentos podem se basear em probabilidades mais objetivas. Tal raciocínio, de relacionar estabilidade, investimento e desenvolvimento, é central à proposta neoliberal: “é natural que a agenda da estabilização se confunda com a agenda do desenvolvimento” (FRANCO, 1998, p. 28).

Todavia, justamente o nível de investimentos, a variável determinante do crescimento e desenvolvimento econômico para as diversas escolas de pensamento econômico, foi a questão-chave da economia brasileira nos últimos anos. Desde 2002, com a aceleração da expansão chinesa e indiana, foram recorrentes as afirmações que o país estaria perdendo oportunidades de crescimento mais robusto, como o dos países supracitados, em virtude do crescimento da economia mundial.

A Figura 1 mostra que após a estabilização inflacionária em 1994 houve uma queda importante na taxa de investimento em relação ao PIB e que essa se manteve em nível estagnado nos anos subsequentes. A média anual da relação Investimento/PIB entre 1991 e 1994 foi de 19,17%; para o período 1995-1999 foi de 17,08%, entre 2000 e 2003 foi de 16,41% e, por último, entre 2004 e 2007 foi de 16,53%.

Enfim, temos que a economia brasileira logo após obter as condições necessárias para que ocorresse um vigoroso desenvolvimento econômico, seguindo o argumento neoliberal, apresentou redução na taxa de investimento nominal e que essa se manteve abaixo do esperado. Surge-nos então a questão do por que desse comportamento e das causas do baixo nível do investimento.

Conforme fora apresentado acima, para Keynes, o investimento é dependente do estado de confiança geral da economia: da confiança de devedores e empresários, ou seja, dos que querem realizar investimentos, e; da confiança dos credores, que concedem recursos para projetos de investimento. Enfim, sugeriu-se acima que o crédito tem importância para a acumulação de capital. O presente trabalho se propôs a transitar pela questão do investimento no Brasil, mas de

forma indireta. Buscou-se compreender melhor o papel e as características dos agentes credores, principalmente das instituições bancárias, na dinâmica de acumulação de capital do país após o Plano Real. Procuramos apresentar quais foram as características do crédito após a estabilização inflacionária; como as instituições credoras se comportaram desde então, oferecendo que tipo de crédito e o quanto; apresentamos qual foi a reação das mesmas após a flutuação cambial e após as diversas crises internas e externas. Qualificamos a estrutura ofertante de recursos, apontando os principais agentes e as mudanças no marco regulatório. Contudo, enfatizamos o aspecto comportamental dessas instituições e de como esse, juntamente com os outros citados, contribuiriam para que a taxa de investimentos ficasse abaixo do desejado após o Plano Real.

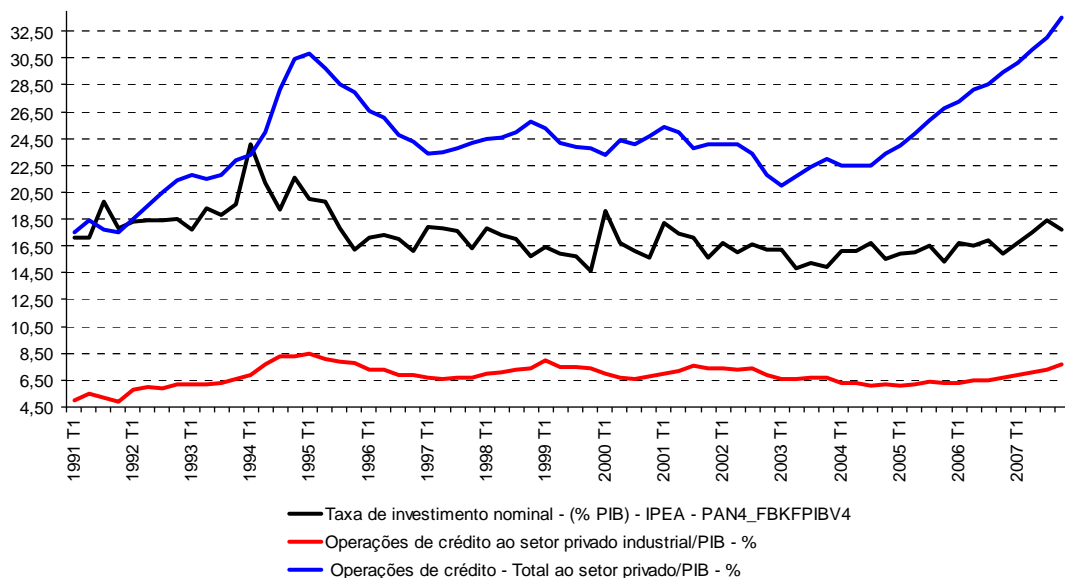
Como apresentamos no Capítulo 1, nem todas as escolas de pensamento econômico atribuem relevância ao sistema financeiro nas decisões de investimento e nas flutuações da atividade agregada. Alternativamente, no presente trabalho assume-se que a importância do sistema financeiro ultrapassa a visão da teoria macroeconômica tradicional de que sua estrutura e seu comportamento são irrelevantes na determinação do desenvolvimento econômico e das flutuações do produto, conforme sugerem Novos Keynesianos e Pós Keynesianos. O crédito, portanto, teria seu papel na determinação dos mesmos. Adicionalmente, concebemos que em países em desenvolvimento torna-se ainda mais necessário um sistema financeiro eficiente e estruturado. Em tais países, como o Brasil, e para as empresas residentes neles, existem gargalos produtivos que interferem no desenvolvimento das firmas e da economia como um todo, o que poderia implicar, por exemplo, na necessidade de maiores volumes de recursos para a superação dessas restrições estruturais.

Mas, assumindo a hipótese de que a estrutura financeira interfere no investimento, existem evidências de que tal proposição é verdadeira no caso específico brasileiro? Existem evidências de que o perfil do crédito no Brasil após a estabilidade inflacionária contribuiu para a redução das taxas médias de investimento? Afinal, como se pode observar na Figura 1, as relações entre crédito à indústria/PIB e investimento/PIB apresentaram comportamentos negativos semelhantes desde 1991. Qual a participação do governo e das instituições financeiras privadas no crédito ou, dito de outra forma, qual o papel do BNDES e dos principais bancos privados na oferta de crédito à pessoa jurídica? Assim, as questões acerca do crédito são adjacentes à debatida questão do investimento no Brasil em sua nova estratégia de desenvolvimento iniciada em 1990, e foram motivadoras para a elaboração da presente tese.

Trabalhos como os da CNI (2003), por exemplo, mostram que o crédito do sistema bancário privado foi, entre 2001 e 2002, preponderantemente de curto prazo e de baixo volume

em comparação com o de outros países em desenvolvimento, sugerindo que a elevada taxa real de juros e a política econômica contracionista contribuíram para esse quadro. O período analisado foi entre o Plano Real e o ano de 2003, marcado por crises importantes, de elevado impacto. A partir de 2003 o cenário internacional foi distinto, mais ameno, o que permitiu um longo período de acomodação da política monetária sem a necessidade de políticas de estabilização para se controlar a inflação e o câmbio. Analisamos o comportamento do setor bancário privado nesse interregno de estabilidade, entre 2003 e 2007, e sugerimos que o perfil do crédito às empresas se manteve, mas que um novo aspecto surgiu a partir de então: o crescimento sem paralelos do crédito ao consumidor, partindo dos grandes bancos nacionais, como alternativa ao crédito empresarial na estrutura de *portfólio* dos bancos.

Figura 1: Crédito e Investimento no Brasil em percentuais do PIB: 1991-2007



Nota: para as relações crédito/PIB, foram reduzidos os dados mensais à médias trimestrais.

Fonte: Ipeadata e Banco Central do Brasil

Foram analisadas também quais as modalidades de crédito disponíveis e oferecidas por fonte, o prazo e a evolução das mesmas ao longo do período estudado. Os dados sugerem que houve um aumento tímido no prazo médio dos empréstimos a partir de 2004, suave aumento em créditos para reposição ou ampliação de capital e ligeira diversificação das modalidades.

Por último, procurou-se delinear o comportamento dos principais bancos privados, de acordo com a perspectiva Pós Keynesiana, nos períodos de quedas consecutivas na taxa SELIC – nos quais, por suposição, são momentos de menor preferência pela liquidez – e em períodos de políticas contracionistas (como a crise cambial em 1999, os atentados de 11 de setembro de 2001,

da crise Argentina e no fim de 2002, durante as eleições) quando, também por hipótese, foram períodos marcados por aumento da preferência pela liquidez no sistema econômico. Nesse aspecto propomos que a preferência pela liquidez é vital para a compreensão do comportamento bancário (principalmente privado), principalmente em momentos de expectativas de ruptura na ordem conjuntural e/ou estrutural do sistema econômico.

O trabalho é dividido da seguinte forma: o Capítulo 1 apresenta o referencial teórico que permeia o tema da pesquisa, além de tornar explícito o motivo da adoção do referencial Pós-Keynesiano. Tal capítulo apresenta também a visão das escolas Novo e Pós-Keynesiana acerca do comportamento da firma bancária, o que foi importante para nos dar subsídios para a análise realizada no Capítulo 3.

No Capítulo 2, o levantamento realizado permitiu a apresentação dos principais ofertantes de crédito no Brasil recente, além de um panorama geral acerca do crédito no Brasil. Para cada ofertante, apresentamos suas particularidades e modalidades oferecidas, assim como mudanças nas legislações pertinentes ao tema. Analisa-se, portanto, de forma agregada e individual, utilizando a base de dados levantada, as características do crédito empresarial.

No Capítulo 3, fez-se a análise do comportamento bancário, além de outras reflexões gerais acerca do crédito à pessoa jurídica, analisando-se as variações na estrutura patrimonial dos bancos e variáveis que tipicamente influenciam o crédito. Tal análise foi realizada valendo-se de sugestões de comportamento típicos do referencial Pós-Keynesiano, apresentados no Capítulo 1.

Por fim, apresentam-se as notas conclusivas do trabalho.

CAPÍTULO 1 – DEBATE SOBRE AS INFLUÊNCIAS DO SISTEMA FINANCEIRO E DO CRÉDITO NA ATIVIDADE ECONÔMICA AGREGADA E O COMPORTAMENTO DA FIRMA BANCÁRIA

Elevar a evolução do crédito à pessoa jurídica e o comportamento das instituições credoras à objetos de estudo implica em assumir que o sistema financeiro, sua estrutura e comportamento, são relevantes nas flutuações do produto e da renda de uma economia. É para sustentar essa concepção que dedicamos o início do presente capítulo, onde apresentamos os desenvolvimentos teóricos dentro do debate sobre a importância do sistema financeiro na atividade econômica agregada. Assim, buscamos apresentar pontos-de-vista de autores diferentes para, depois, acenar os motivos que nos levaram a atribuir essa relevância ao sistema financeiro e, portanto, ao papel do crédito para o desenvolvimento do Brasil.

O enfoque que o trabalho dá ao comportamento e ao perfil do crédito emitido à pessoa jurídica por parte do setor bancário privado também exige que se faça uma revisão teórica que destaque as diversas distinções das escolas de pensamento econômico quanto ao comportamento e importância da instituição bancária no sistema monetário-financeiro. Assim, apresentamos as Firmas Bancárias Novo-Keynesiana e Pós-Keynesiana na seção 1.3. A partir de então apontamos quais os motivos que nos levou a conceber que Firma Bancária Pós-Keynesiana é a que melhor ilustra o comportamento dos bancos brasileiros quanto ao crédito à pessoa jurídica.

1.1. Ponto de Partida: Keynes, preferência pela liquidez e o “*finance*”.

A emergência do debate acerca da importância da estrutura financeira nas flutuações do produto e da renda se deu, conforme sugere Gertler (1988), a partir dos estudos de economistas contemporâneos à Grande Depressão de 1930, quando surgiram evidências de que o colapso financeiro, emoldurado por diversas crises bancárias – como as de novembro/dezembro de 1930, de 1931 e o “feriado” bancário de 1933 –, coincidiu com o fraco desempenho do “lado real” da economia norte americana e mundial. Fisher (1933) e Keynes (1996), por exemplo, interligaram essas duas esferas. Conforme sintetiza Gertler (1988), Fisher (1933) atribui à forte expansão do crédito na economia norte-americana ao longo da década de 1920 à sua vulnerabilidade. Tal processo culminou na “deflação de débitos” e na Grande Depressão.

A crise ocorrida no início do século XX foi tão inspiradora que na década de oitenta o debate ainda permanecia. Segundo Bernanke (1983), por exemplo, as crises bancárias e os decréscimos do PIB nos EUA, assim como as recuperações de curto prazo no produto agregado e

as incipientes reabilitações dos bancos foram quase sincrônicas no período. O autor sugere que o desempenho do sistema financeiro afetava o produto e não o contrário, conforme seria proposto por alguns economistas contemporâneos à Grande Depressão e, posteriormente, por Friedman e Schwartz (1963), que realizaram um trabalho de referência sobre a influência das relações entre os agregados monetários e as variáveis reais.

Por outro lado Keynes (1996), outro contemporâneo da Grande Crise, apesar de não tornar explícito o papel do sistema financeiro em sua teoria, tornou evidente a sua importância para a viabilização do investimento e, portanto, torna-o importante na explicação das flutuações do produto. Conforme aponta Gertler (1988), é na teoria do investimento de Keynes onde o sistema financeiro tem sua importância revelada.

Keynes (1937a) assume que os agentes estão inseridos num ambiente de incerteza e não num ambiente ergódico, como assumiam os Clássicos². Em tais circunstâncias os “homens práticos”, na necessidade de agir e de decidir, fazem o melhor que podem para buscar inferências sobre o futuro, mas reconhecendo que o mesmo é sujeito a fatos não previstos que inoculam qualquer esforço de previsão probabilística. Além disso, Keynes trabalha com a noção de equilíbrio parcial, em que as decisões dos agentes interferem no curso dos eventos, condicionando as decisões dos outros agentes. Desta forma, diante da ausência de informações relevantes como as tais, não é possível que as decisões de investimento sejam apoiadas apenas em bases probabilísticas, abrindo espaço para que componentes subjetivos, como o “*animal spirit*” e a preferência pela liquidez³, atuem em processos decisórios

Assim, conforme explica Zendron (2006, p. 55):

[a] fragilidade de decisões baseadas em expectativas nesse contexto naturalmente é percebida pelos agentes. Eles sabem que o universo considerado é potencialmente incompleto e que o futuro pode se revelar diferente do esperado. A forma que Keynes utilizou para introduzir esses elementos na análise foi admitir que os agentes associam um determinado grau de confiança a cada expectativa.

Diante da incerteza fundamental, Keynes (1937a, p. 216) concentra esforços em analisar o papel da moeda numa economia monetária da produção⁴. Segundo o autor, “*partly on reasonable and partly on instinctive grounds, our desire to hold Money as a store of wealth is a barometer of the degree of our distrust of our own calculations and conventions concerning the future*”.

² Para uma discussão sobre a metodologia analítica utilizada por Keynes, enfatizando a importância da incerteza para a teoria de Keynes, ver Kregel (1976).

³ Para uma discussão sobre o conceito, debate e implicações sobre a incerteza fundamental ver, por exemplo, Davidson (1978) e Dequech (1999). Casagrande (2002) também tece comentários envolvendo a questão temporal, incerteza e moeda na teoria keynesiana.

⁴ A elaboração teórica do que o autor chama de Economia Monetária da Produção está em Keynes (1933a).

Assim, Keynes relaciona a posse de tal ativo com a segurança diante de acontecimentos futuros ou, mais precisamente, relaciona a incerteza acerca do futuro, o grau confiança do agente em suas expectativas e a posse de moeda.

O autor desenvolve o argumento de que além do motivo de precaução e/ou reserva de valor os contratos são firmados tendo a moeda como unidade de conta. Essa particularidade implica que a mesma é aceita em qualquer período de tempo para a execução desses contratos e para liquidar seus débitos ou obrigações. A moeda é, também, uma forma de obter flexibilidade nas atividades cotidianas e extraordinárias em uma Economia Monetária da Produção, ganhando contornos distintos de qualquer outro ativo financeiro ou real. É o ativo com a liquidez mais elevada, num sistema econômico em que decisões precisam ser tomadas diariamente, diante da incerteza fundamental, sem a possibilidade de reversão dessas decisões. Autores como Wray (2006), Minsky (1980a), Kregel (1976), Fontana (2003), entre outros, apresentam essa abordagem.

Ter a posse da moeda, tendo essa o nível mais elevado de liquidez, é a forma mais segura de se proteger e de ter flexibilidade diante do futuro incerto. E, diante desse futuro incerto, os agentes têm seu comportamento baseado na preferência pela liquidez, observando que, a cada decisão de investimento, os agentes valorizam o tempo e o custo que um determinado ativo exige no caso de ser re-convertido em moeda⁵. (DAVIDSON, 1978).

Dessa forma, conforme sintetiza Zendron (2006, p. 56) “[o] ativo é tanto mais líquido quanto mais favorável a expectativa de convertê-lo em moeda no curto prazo e sem perdas”. O nível de liquidez esperado é incorporado ao valor do ativo, chamado de prêmio de liquidez, gerando um rendimento implícito ao mesmo sem contrapartida monetária.

É devido a essas particularidades da moeda que Keynes (1937, p. 216) afirma que o seu papel não seria devidamente considerado pelos Clássicos: “[t]he significance of this characteristic of money has usually been overlooked”. Os Clássicos enfatizavam o papel da quantidade da moeda provisionada (“*money hoarded*”) durante a Grande Depressão – quando havia queda nos preços e no produto –, supondo que o volume provisionado em “*inactive balances*” tinha efeitos diretos e proporcionais na velocidade de circulação de moeda e, portanto, no nível de preços.

É com base nas características da moeda que Keynes (1937a, p. 216) elabora sua teoria dos juros: “[t]he rate of interest obviously measures [...] the premium which has to be offered to

⁵ Ver Davidson (1978) para uma elaboração do conceito de liquidez a partir de Keynes.

induce people to hold their wealth in some form other than hoarded money". Se o grau de confiança nas projeções futuras é reduzido por qualquer que seja o motivo, então, conforme sugere Keynes, aumenta-se a preferência pela liquidez e/ou a propensão a ficar com moeda e, como consequência, eleva-se a taxa de juros⁶.

Com base nisso, para que ocorra o investimento, o indivíduo que decida não permanecer com moeda para preservar sua riqueza teria duas alternativas: a) alocá-la na forma de empréstimos à taxa de juros corrente, e; b) adquirir algum ativo de capital (*capital-asset*). Enquanto a expectativa de retorno dos ativos de capital for menor do que a taxa de juros corrente, o preço desses ativos cai, até atingir o equilíbrio. Assim, Keynes afirma que “[t]his, then, is the first repercussion of the rate of interest, as fixed by the quantity of money and the propensity to hoard, namely, on the prices of capital assets”. (KEYNES, 1937a, p. 217).

O investimento é afetado, portanto, por “two sets of judgments about the future, neither of which rests on adequate or secure foundation”: i) pela preferência pela liquidez, e; pelas projeções (e o grau de confiança nelas) de retorno dos ativos de capital. È devido a essas questões psicológicas que o volume de investimentos é tão volátil numa economia monetária da produção, em que a incerteza fundamental tem influência decisiva. (KEYNES, 1937a, p. 217).

Em seu artigo de 1937, Keynes não torna explícito o papel do sistema financeiro nas flutuações do produto. De fato, em tal artigo há simplificações. Como exemplo, não é mencionado se um determinado indivíduo, ao optar por emprestar sua riqueza à taxa de juros corrente, delega ao banco a tarefa de decidir a quem emprestar, ou mesmo se o recurso é intermediado ou se é concedido diretamente mediante títulos. Também, não fazem parte do quadro analítico as diversas modalidades de alocação dos fundos emprestados que o poupador pode recorrer à taxa de juros corrente. Todavia entram em cena componentes psicológicos e esses fazem parte das bases nas quais as decisões são tomadas não apenas para os poupadores que almejam emprestar recursos, mas também para as instituições financeiras no sistema de intermediação. Em “*The ‘Ex-Ante’ Theory of the Rate of Interest*”, Keynes (1937b) relaxa algumas dessas simplificações, tornando evidente a importância do sistema financeiro no sistema econômico.

Quando algum empresário deseja investir, dois pontos deverão ser satisfeitos: a) precisa ter recursos suficientes de curto-prazo (*finance*) para dar andamento ao investimento, e; b) ter a

⁶ Há uma divergência entre Keynes e os Clássicos acerca da teoria quantitativa da moeda que não será posta em discussão devido ao escopo do trabalho.

possibilidade de financiar/quitar as necessidades de curto-prazo mediante emissões de longo prazo, com condições satisfatórias.

Zendron (2006, p. 1) resume muito bem, explicando que existem duas etapas no processo de financiamento do investimento: a primeira, chamada de “*finance*”, que seria quando se viabiliza o investimento, e que “para isso basta possuir moeda a fim de comprar os ativos necessários na preparação e início do processo produtivo”; e a segunda etapa é a de “*funding*”, que:

consiste em canalizar uma parcela da poupança agregada para novos ativos financeiros de longo prazo, compatibilizando o perfil e os prazos dos compromissos financeiros com as características peculiares do fluxo de caixa do investimento realizado.

Devido ao fato de que o efeito multiplicador do investimento é suficiente para gerar recursos necessários – “poupança” – para o “*funding*”, a questão do investimento se concentra na etapa de “*finance*”, já que, segundo Keynes (1937b, p. 669), *[t]he investment market can become congested through shortage of cash. It can never become congested through shortage of saving. This is the most fundamental of my conclusions within this field*”.

Desta forma, considerando que os indivíduos decidem de acordo com a sua preferência pela liquidez, a oferta de “*finance*” é condicionada pelo grau de preferência pela liquidez corrente juntamente com a oferta monetária proveniente dos bancos (“*by the policy of the banking system*”). (KEYNES, 1937b, p. 664-665).

Assim, Keynes (1937b, p. 666) sentencia:

In a simplified schematism, [...] one would assume that ‘finance’ is wholly supplied during the interregnum by the banks; and this is the explanation of why their policy is so important in determining the pace at which new investment can proceed.

Em decorrência da posição dos bancos de provedores de liquidez e de crédito, tais instituições estão no epicentro do mecanismo de transição entre a fase expansiva e depressiva dos ciclos econômicos. Na fase expansiva afirma-se que:

the transition from a lower to a higher scale of activity involves an increased demand for liquid resources which cannot be met without a rise in the rate of interest, unless the banks are ready to lend more cash or the rest of the public to release more cash at the existing rate of interest. (KEYNES, 1937b, p. 668).

Já na parte recessiva do ciclo, segundo Keynes (1937b), o papel dos bancos é de amplificar os efeitos da crise. Os bancos, assim como o público em geral e os investidores, tomam suas decisões baseados na preferência pela liquidez e, conforme apresentado acima, o nível de preferência pela liquidez de um agente depende do grau de confiança acerca das

projeções que fez sobre o futuro. Na fase negativa do ciclo, a incerteza sobre o futuro aumenta, e os reflexos disso recaem no aumento da preferência pela liquidez e da aversão ao risco. Em conclusão, para que ocorra o *“finance”*, é necessário que o estado de confiança favoreça a operação.

Gertler (1988, p. 562), em consonância com Minsky (1975), aponta que Keynes *“was careful to distinguish two basic determinants of this state [of confidence]”* e do crédito: primeiramente, tal estado depende do nível de confiança que os potenciais devedores de recursos possuem acerca dos rendimentos futuros de um dado investimento. Além disso, o estado de confiança depende do estado do crédito (*“state of credit”*), que indica o nível de confiança ou segurança que os credores possuem em financiar os devedores. O estado de crédito é determinado pela qualidade das contrapartidas (*liabilities*) que os devedores oferecem aos credores por um determinado financiamento e, além disso, também depende *“of how well borrowers’ incentives were aligned with their own”*.

Como conclusão, uma deterioração no estado de confiança de uma das partes resulta em certa restrição no crédito e, portanto, no nível de atividade econômica. Por outro lado, se o estado de confiança é positivo o crédito para que ocorra o investimento é facilitado. Vale ter em mente, para a próxima seção, que o conceito de preferência pela liquidez – conceito que é parte fundamental da teoria Keynesiana – nasce da análise do papel da moeda numa economia monetária da produção, onde os agentes lidam com incertezas.

Uma das formas de se lidar com a incerteza é, segundo Keynes (1937a, p. 214), *“[k]nowing that our own individual judgment is worthless, we endeavor to fall back on the judgment of the rest of the world which is perhaps better informed”*. Assim, a preferência pela liquidez de um agente pode mudar ao longo do tempo, assim como pode “contaminar” a de outros agentes em decorrência de fatos não previstos. Enfim, entra em cena a psicologia de massas, o estado de confiança agregado, componentes extremamente instáveis permeando as decisões. Independente do nível de sofisticação das técnicas de previsão e dos modelos de gestão de riscos, devido aos fatores subjetivos, *“[a]ll these pretty, polite techniques, made for a well-panelled Board Room and a nicely regulated market, are liable to collapse”* (Keynes; 1937a, p. 215).

1.2. Síntese Neoclássica, revolução metodológica e as teorias da intermediação.

As repercussões na teoria econômica após a publicação da Teoria Geral (1936) de Keynes, foram de elevada magnitude. Todavia, conforme explica Gertler (1988), embora Keynes

sugerisse um importante papel do sistema financeiro nas flutuações do produto (por meio de concessão de crédito e liquidez para os agentes), o Keynesianismo ortodoxo se estabeleceu enfatizando o papel da moeda, e não do crédito ou de outros aspectos do sistema financeiro, como a variável financeira mais relevante para a atividade econômica agregada. Hicks (1937) e Modigliani (1944), por exemplo, elaboraram modelos relacionando a oferta e demanda real por moeda e a determinação da taxa de juros real, supondo rigidez de preços.

Toda a discussão anterior à respeito da incerteza, grau de confiança nas expectativas, do papel da moeda em tais condições segundo Keynes, Hicks (1937), Modigliani (1944) e outros desenvolveram a teoria Clássica na tentativa de incorporar alguns conceitos que a revolução teórica que Keynes apresentou. Todavia, ocorreram simplificações, principalmente no tratamento da importância das questões psicológicas levantadas por esse último autor, simplificações essas que levaram a “Síntese Neoclássica” a considerar as proposições de Keynes como um caso especial dentro da teoria econômica.

Modigliani (1944, p. 88), por exemplo, enxerta elementos de Keynes dentro da estrutura analítica Clássica e desenvolve o debate sobre a “*Theory of Interest and Money*”. Trabalho esse que deu alicerce para a “Síntese” é concluído com a seguinte afirmação que ilustra a interpretação dada às idéias de Keynes (1996):

Finally our theory of the rate of interest becomes even less uniform when we take into account the ‘Keynesian Case’. In this case clearly the long run equilibrium rate of interest is the rate which makes the demand for money to hold infinitely elastic. The economic theorist here is forced to recognize that under certain conditions the rate of interest is determined exclusively by institutional factors.

Essas e outras simplificações, como a de Hicks (1937) e o Modelo IS-LM, tiveram grande aceitação na teoria econômica, contribuindo para a constituição da “Síntese Neoclássica” e, junto a isso, a importância do crédito e de seus determinantes no sistema foi relativizada, enquanto a quantidade de moeda tornava-se o foco principal de estudo. Para a “Síntese” o investimento agregado antes volátil, tornou-se uma variável controlada pela taxa de juros. Afinal, segundo Hicks (1937, p. 159) “*The General Theory of Employment is a useful book; but is neither the beginning nor the end of Dynamic Economics*”.

Se o keynesianismo ortodoxo não se ateu a elaborar profundamente o papel do crédito ou dos aspectos não monetários do sistema financeiro nas flutuações do produto, Modigliani e Miller (MM) (1958) concluíram que a estrutura do sistema financeiro não interfere nas decisões econômicas reais e, portanto seria irrelevante. Allen e Santomero (1996) comentam que os autores ao assumirem mercados perfeitos e completos, sugeriram que as famílias (“*households*”)

podem agir de forma a construir *portfolios* que torna irrelevante a presença de intermediários financeiros e, portanto, o processo de intermediação de recursos seria desprezível no sistema econômico.

MM, ao sugerirem que o valor da firma é independente de sua estrutura de capital (capital próprio ou de terceiros) e que o retorno esperado do capital próprio é influenciado negativamente pelo nível de endividamento, aumentando o seu risco, deram subsídios teóricos e empíricos para muitos economistas serem atraídos para o referencial utilizado. As conclusões do teorema, em última instância, apontam para a irrelevância da estrutura e comportamento do sistema financeiro no atendimento de dois dos objetivos mais importantes dos acionistas e proprietários das empresas: maximização de lucros e do valor das firmas. Assim, a sinalização formalizada da irrelevância do aspecto das finanças no sistema econômico, deu margem ainda maior para o abandono das relações entre a esfera real e financeira. Conforme afirma Gertler (1988, p. 565), Hall e Jorgenson (1967), por exemplo, que desenvolveram a teoria de investimento neoclássica, utilizaram o teorema MM *“for abstracting from the complications induced by financial considerations”*, contribuindo para que *“financial variables started disappearing from empirical investment equations”*.

Tobin (1981, p.12) sinaliza que a abstração das questões financeiras da teoria econômica foi generalizada. Todavia afirma que tais abstrações e formalizações restringiram a utilidade da “Síntese” na explicação do real funcionamento do sistema econômico. Segundo o autor:

Seeking definite relationships of economic outcomes to policies and other exogenous variables, qualitative and quantitative, these models sacrifice detail and generality, limiting the number of variables and equations by aggregations over agents, commodities, assets, and time.

Friedman e Schwartz (1963) foram outros que relativizaram as questões financeiras no processo econômico. Os autores tiveram a intenção de levantar a importância de aspectos quantitativos da moeda para a inflação e para a determinação do produto. Para isso fizeram um estudo empírico explorando a relação quantidade de moeda e a evolução de variáveis reais nos EUA até os anos 60. As conclusões dos autores, principalmente acerca da questão monetária durante a Grande Depressão deslocou ainda mais a questão do crédito do escopo de estudos econômicos.

Durante a década de 1970 o problema inflacionário definitivamente se estabeleceu na economia mundial, dando credibilidade a economistas que alertavam para condução ambiciosa dos governos em suas políticas fiscais tipicamente keynesianas. Snowdon e Vane (2005, p. 219) afirmam que a incapacidade dos modelos econômicos keynesianos em explicar o comportamento

inflacionista nos anos 70 deu margem ao surgimento de um grupo de economistas, entre eles Robert E. Lucas Jr., a criticarem ferozmente a validade dos fundamentos econômicos do keynesianismo. Argumentava-se que Keynes e o Keynesianismo Ortodoxo “*failed to explore the full implications of endogenously formed expectations on the behavior of economic agents*” (grifo do autor). Além disso, afirmavam que a única forma de se incorporar expectativas na macroeconomia seria produzir alguma variante da “Hipótese das Expectativas Racionais” de John Muth (1961).

Dessa forma, na incapacidade dos modelos keynesianos de explicar o comportamento da inflação durante a década de 1970, houve a emergência da escola Novo-Clássica que recuperou a forma de se analisar a economia partindo-se das teorias de equilíbrio walrasiano, das suposições de mercados competitivos e “*continuous market clearing*”, com preços e salários perfeitamente flexíveis. O sistema econômico voltava a ser visto como o resultado de ações individuais, em que famílias e empresas têm bem definidas suas escalas de preferências, maximizando lucros e utilidade. Todavia, adicionado à esse arcabouço analítico de origem Clássica, os agentes seriam dotados de “Expectativas Racionais”, implicando que os mesmos otimizam suas escolhas a partir do melhor uso das informações disponíveis, à não ser que ocorram eventos que não poderiam ser previstos anteriormente. Em suma, o resultado macroeconômico seria o resultado do equilíbrio geral microeconômico, “*the euthanasia of macroeconomics*” (SNOWDON e VANE, 2005, p. 219-220).

Diante de tal revolução metodológica, pouco espaço houve para a exploração de outros mecanismos de transmissão da política monetária e para teorizar acerca da importância do sistema financeiro na economia. Afinal, a adoção da suposição que os agentes importam-se apenas com valores reais e que são dotados de expectativas racionais, tendo conhecimento de todos os aspectos relevantes para as suas decisões, não só torna a moeda neutra como desqualifica a importância da estrutura de intermediação financeira.

O retorno do keynesianismo após 1970 como sugere Tobin (1989) e Arestis e Sawyer (1998) *apud* Snowdon e Vane (2005) está relacionado com o nível elevado de desemprego na Europa durante a década de 1990, fenômeno que suscitou questionamentos acerca da plausibilidade de encarar a economia como um sistema em equilíbrio a partir do comportamento maximizador de pessoas e de empresas.

A Escola Novo-Keynesiana, que reafirmou algumas proposições da síntese neoclássica – como a refutação da lei de Say, o retorno do foco sobre a demanda agregada, da não-neutralidade da moeda e da importância do governo no sistema – aceitou o desafio imposto pelos Novos-

Clássicos de teorizar o comportamento macroeconômico a partir de microfundamentos bem-definidos e de compor seus modelos dentro do contexto de equilíbrio geral. Embora o quadro analítico Novo Keynesiano fosse semelhante ao dos Novos Clássicos, a escola trabalha com outros axiomas. Os microfundamentos são incorporados num ambiente com informação imperfeita, assimétrica, com custos de informação, assumindo que há heterogeneidade entre os agentes, mercados incompletos e imperfeitos. Como sintetiza Stiglitz (2000), a essência da escola Novo-Keynesiana é reconhecer a importância das imperfeições no sistema econômico a partir da adoção de microfundamentos e do contexto de equilíbrio geral.

A incorporação de imperfeições do lado da oferta e da demanda por ativos financeiros resgatou aspectos levantados anteriormente por Gurley e Shawn (1955), como a existência de custos de transação, dando fôlego para o desenvolvimento das teorias de intermediação. A emergência dos conceitos de informação assimétrica, risco moral e a concepção de que o papel dos intermediários financeiros é importante por serem gestores de risco e por exercerem um monitoramento intensivo dos devedores apóia-se nessa concepção de imperfeições de mercado tipicamente Novo-Keynesianas.

Dessa forma, com o advento da escola Novo-Keynesiana, a importância do sistema de intermediação é deflagrada. Em uma economia com focos de rigidez, custos de transação e com problemas informacionais os intermediários financeiros são mais eficientes no processo de alocação de recursos com maior rentabilidade e menores riscos. Ao aceitar a proposta de formalização e de microfundamentos a escola assume as noções de equilíbrio geral e trabalha a incerteza como risco (incerteza probabilística). É a partir das indefinições sobre os acontecimentos futuros que surge a figura do intermediário financeiro, que se dedica a adquirir informações sobre os proponentes de crédito, a melhorar e a facilitar os contratos de dívida, e a melhorar a fluidez da alocação dos recursos poupados. (LEVINE, 2004).

Enfim, com a ascensão do Novo-Keynesianismo a agenda de pesquisa sobre a importância do sistema financeiro novamente entrou em pauta no debate econômico. Paralelamente, a escola Pós-Keynesiana também contribuía com o debate. Ambas as escolas, porém, trabalham com quadros analíticos e conceitos distintos para atribuir relevância aos aspectos não-monetários. A primeira assume, por exemplo, que as imperfeições na demanda, na oferta e no vetor de informações podem restringir o crédito; a segunda escola assume que o crédito pode ser restrito pelo fato de que os indivíduos agem de acordo com a sua preferência por liquidez. Outra distinção é que os Novos-Keynesianos tratam a incerteza sobre o futuro como probabilística, assumindo, inclusive, o conceito de expectativas racionais; já os Pós-Keynesianos

trabalham com o conceito de incerteza não-probabilística, ou incerteza fundamental. Além disso, os primeiros não exploram agudamente a questão da endogeneidade da moeda – reflexo de um comportamento dos agentes baseado na preferência pela liquidez e de especificidades da posição dos bancos no sistema econômico – como o fazem os últimos. A questão da irreversibilidade temporal também é aspecto distinto entre as escolas.

Adiantamos que no presente trabalho adota-se a concepção de que a estrutura de oferta de crédito à pessoa jurídica no Brasil pós-Real não é atomizada nem perfeitamente competitiva. Além disso, supomos que os agentes não tomam decisões baseadas em probabilidades objetivas apenas, pois é perene a mutabilidade no sistema. Acreditamos também que a indefinição acerca dos eventos futuros faz com que os agentes nem sempre possam agir de forma maximizadora de lucros, nem do valor da firma. Sugere-se que não há, portanto, informação perfeitamente disponível, nem que ela seja perfeitamente processada. Também trabalhamos com a concepção de que o tempo é irreversível.

Com essas concepções, nos aproximamos dos arcabouços analíticos das escolas Pós e Novo-Keynesianas, assim como nos distanciamos das proposições Clássicas, Novo-Clássicas e derivadas porque aquelas assumem a relevância do sistema financeiro nas flutuações da demanda agregada e para o desenvolvimento econômico. Além disso, alinhamo-nos à primeira porque essa desenvolve mais os conceitos de incerteza, irreversibilidade temporal e os desdobramentos dessas premissas, como a preferência pela liquidez, de uma forma mais próxima à sugerida por Keynes. Alinhamo-nos à segunda porque trata também da importância dos intermediários financeiros em suas tarefas de melhorar a informação, a alocação dos recursos, o monitoramento, entre outros aspectos que aumentam a relevância da estrutura financeira para a atividade econômica agregada. A seguir tratamos de aprofundar mais as concepções de cada escola quanto ao funcionamento da firma bancária.

1.3. Bancos e os sistemas de intermediação Novo e Pós-Keynesiano.

A literatura tradicional Novo-Keynesiana que desenvolve o estudo da importância do sistema financeiro na economia aponta que o papel desse seria em fazer o deslocamento dos recursos excedentes dos agentes superavitários – que não precisam de um dado volume de recursos financeiros num certo momento – para os agentes deficitários – que precisam desses recursos. Em outras palavras, o sistema financeiro seria o “agente” intermediador no processo de alocação da riqueza monetária dentro da economia. (Gurley e Shaw, 1955).

Levine (2004, p. 5) elenca cinco das mais importantes funções dos intermediários financeiros (e, portanto, do sistema financeiro) entre inúmeras levantadas por diversos trabalhos que tratam do tema. São elas:

- Produção de informações *ex ante* acerca dos investimentos possíveis e das possibilidades de alocação de capital;
- Monitoramento de investimentos e dos devedores após a concessão de recursos;
- Facilitar a troca, diversificação e gestão de riscos;
- Mobilizar e distribuir com eficiência os recursos poupados;
- Facilitar a troca de bens e serviços;

Com essas atividades, Levine (2004) afirma que o sistema de intermediação, em última instância, facilita a formação e distribuição de poupança, a implementação do investimento e, portanto, é importante para explicar o crescimento e desenvolvimento econômico.

Em Allen e Santomero (1996), também está presente uma excelente discussão, dentro do *framework* Novo-Keynesiano, acerca do papel e comportamento dos intermediários na economia. Os autores reafirmam o ponto-de-vista da escola de que o papel dos mesmos refere-se, principalmente, às vantagens de manejo de risco e de monitoramento frente a credores individuais. Todavia sugere que os custos de transação e as assimetrias de informação estão diminuindo nos últimos anos, e que as instituições financeiras (IF) exploram novas oportunidades nesse novo contexto.

Vários outros trabalhos desenvolvem os argumentos Novo-Keynesianos. De modo geral, é destacado que existem fricções nos mercados que acabam por justificar a introdução do sistema de intermediação de recursos líquidos. Como exemplo, Akerlof (1969), Mankiw (1986), Jafee e Russel (1976), Rothschild e Stiglitz (1984), Townsend (1979), Williamson (1987), Bernanke e Gertler (1987) e outros exploram diversas possibilidades de rigidez e falhas de mercado – como o risco moral, seleção adversa, entre outras que geram restrições no crédito e comportamentos diversos por parte de superavitários e deficitários – que acabam por explicar a importância dos agentes intermediários.

A literatura Novo-Keynesiana, conforme apontam Gorton e Winton (2002) e Levine (2004), por exemplo, explora ainda outros aspectos acerca dos sistemas de intermediação. Vasta literatura está disponível na órbita da discussão sobre qual dos sistemas seria o mais eficiente: o baseado em bancos ou o baseado no mercado de capitais?

A ramificação a favor do sistema baseado em bancos (*bank-based*) enfatiza que em tal sistema os bancos são mais eficientes na prospecção empresas com boas estratégias de investimento e, portanto, melhoram a eficiência na distribuição de recursos. Nesse aspecto, Stiglitz (1985) sugere que os sistemas baseados em mercado (*market-based*) desencorajam investidores individuais na pesquisa por oportunidades, já que em tal arranjo institucional, quando bastante desenvolvido, as informações são disseminadas de forma muito rápida, o que leva à acomodação da busca por prospecções de projetos com elevado potencial de retorno. O sistema baseado em bancos concentraria informações e induziria a desenvolvimentos de melhorias nas formas de obtenção de informações. Outro argumento à favor do *bank-based*, é que os bancos, quando poderosos, são mais eficientes na cobrança de débitos atrasados. Além disso, os conflitos entre propriedade e gestão causam dificuldades para a eficiência de alocação pelo *market-based*, pois nesse último sistema, aumenta-se muito o poder dos gestores das empresas frente aos acionistas e ao mercado de capitais⁷.

Já a ramificação à favor dos sistemas *market-based*, em que a estrutura distributiva de recursos é mais atomizada, explora as deficiências potenciais do outro sistema para atribuir sua maior eficiência. Bancos poderosos podem não alocar de forma maximizada os recursos disponíveis devido à vários motivos, entre eles: a) podem cobrar pelo acesso maior e/ou mais facilidade para obter crédito; b) podem aumentar a apropriação de recursos futuros em projetos de investimento, e portanto, reduzir o lucro das empresas, já que possuem elevadíssimo nível de informação sobre as empresas; c) em virtude da proximidade com os devedores, os bancos podem desestimular investimentos “mais arrojados” e, portanto, de maiores riscos, das empresas, já que são os financiadores do projeto; d) não necessariamente o interesse dos bancos são os mesmos das firmas e da sociedade em geral. Isso implica que, quando há a presença de bancos muito poderosos os mesmos podem, em seu objetivo de maximizar lucros, agir de forma não benéfica para o desenvolvimento econômico. Os gestores de tais instituições podem influenciar acionistas a tomarem decisões que lhes convém, já que podem ter os direitos de voto de um grande número de pequenos acionistas de outras empresas, disciplinando a conduta dos gestores das firmas devedoras; e) bancos, quando grandes, podem obter os benefícios típicos de sistemas oligopolistas, como a formação de cartéis, e pouco aumento de produtividade, além de possuírem influências políticas. (LEVINE; 2004).

⁷ Ver Stiglitz (1985) para uma abordagem mais aprofundada em tal discussão.

Todavia, em ambos os sistemas de intermediação (*market-based* ou *bank-based*), em maior ou menor grau, os bancos são os intermediários mais importantes. Mesmo no *market-based*, em que a estrutura distributiva é mais diversificada, a firma bancária ainda tem seu papel. Tobin (1982, p.495) explica o porquê dos bancos serem o tipo de intermediário mais importante e ainda esclarece os motivos do interesse das escolas modernas, como a Novo-Keynesiana, em aterem-se ao estudo de tais instituições. Segundo o autor “[g]overnment monetary and credit policy operates mainly through the commercial banking system, and this is the main reason today to give special attention to commercial banks”.

O destaque dado pela escola Novo-Keynesiana em relação à importância dos intermediários suscitam ainda outros questionamentos acerca do papel dos bancos e do de outras instituições integrantes do sistema financeiro na intermediação de recursos excedentes. Se o sistema financeiro é um intermediário no processo de alocação ótima de recursos e existem várias formas e tipos de instituições não-bancárias que podem realizar o mesmo processo de intermediação, como poder-se-ia explicar o predomínio dos bancos na estrutura ofertante do sistema?

Conforme apontam Gorton e Winton (2002) e Allen e Santomero (1996), por exemplo, a eficiência relativa maior dos bancos na alocação de recursos seria oriunda das vantagens de escala, escopo e conhecimento que os mesmos possuem se comparados a outros agentes intermediários. Os bancos, sendo instituições que recebem os depósitos do público e que concedem empréstimos, possuem volumes significativos de recursos, o que lhes possibilitam aceitarem melhor os elevados custos de sistemas de informação, de gerenciamento de riscos e de monitoramento dos empréstimos.

Muito esforço de pesquisa foi realizado pela escola Novo-Keynesiana na questão da posição privilegiada dos bancos em termos de obtenção e gestão de informações. O problema central na concessão de empréstimos seria a existência de informação assimétrica entre concessionários de crédito e tomadores de empréstimos. Dito de outra forma, os primeiros não sabem de forma precisa o quão bom é o projeto em que serão gastos os recursos emprestados e também têm dificuldades de projetar a capacidade financeira que o devedor terá para liquidar o empréstimo no futuro. Como consequência, a firma bancária busca resolver o problema de informação assimétrica e acaba por se especializar na coleta e gestão de informações relevantes nas operações de crédito, tanto para selecionar os tomadores quanto para monitorar as ações dos mesmos. Devido à escala de operações da firma bancária tal instituição suporta arcar com os

elevados custos fixos necessários para a obtenção e gestão de informações dos credores e, com tal potencial, acabam por ser predominantes no sistema de intermediação. (STIGLITZ; 1994).

Mas qual seria em linhas gerais, o modelo de comportamento da firma bancária para a escola Novo-Keynesiana? Tobin (1982) estabelece um modelo simples, porém muito útil, para entendermos o funcionamento, objetivos, comportamento e dilemas da firma bancária.

Bancos são intermediários financeiros que buscam a maximização de lucros manejando seus ativos a partir da estrutura e do volume do seu passivo, sendo que esse último é sujeito a alterações que podem ser trabalhadas com cálculos de probabilidade. Em outras palavras, Segundo Tobin (1982, p. 500): “*The bank will seek to maximize the total net revenue on its portfolio [...] subject to the balance sheet constraint [...]*”. Santomero (1984, p. 580) concorda, já que a firma bancária, assim como outras instituições financeiras, “*is viewed in the literature as a microeconomic firm that attempts to maximize an objective function in terminal wealth [...]. Indeed, regulatory constraints may [...] restrict domain of the solution for one or more of endogenous variables [...]*”.

Santomero (1984) sugere ainda que em alguns trabalhos, como o de Parking (1970), de Pyle (1971), Haart e Jaffee (1974) e outros, tal firma pode ser vista também como um investidor avesso ao risco, em que o objetivo é escolher o melhor portfólio de acordo com um certo nível de risco que queira assumir. Contudo, ainda seria uma firma que busca, em última instância, maximizar lucros.

As restrições são definidas pelas imposições institucionais, como exemplo, as necessidades de encaixe, as reservas obrigatórias/compulsórias, graus de alavancagem, custos dos depósitos e das atividades em geral, e, principalmente pelo volume de depósitos e do patrimônio, conforme é levantado por diversos trabalhos como Bhattacharya, Boot, Thakor (1998), Kim e Santomero (1988), e vários outros. Assim, em termos gerais, temos que o marco regulatório tem uma posição central nas funções de restrição, assim como o volume e comportamento dos depósitos. Dado o marco institucional, quanto maior for o volume de depósitos, e do patrimônio do banco, maior a capacidade que o mesmo tem em obter ativos e obter volume maior de lucro.

A capacidade do banco de aumentar seu volume de depósitos (à vista e à prazo), conforme Tobin (1982), varia de acordo com alguns aspectos como a credibilidade que o mesmo possui no mercado; a capacidade da firma em gerar empréstimos – já que a cada emissão de crédito boa parcela do mesmo é depositada no próprio banco imediatamente após a concessão, mesmo que ao longo do tempo os devedores possam sacar recursos e depositá-los em outros

bancos. Outro fator que aumenta o volume de depósitos é o tamanho relativo do banco frente à outros bancos concorrentes.

O volume de depósitos à vista é o componente mais importante do passivo. Todavia o mesmo possui particularidades, já que “[t]he volume of deposits in a bank is partly within and partly outside its control”. Como fora já citado, a parte controlada dos mesmos se refere aos empréstimos, que se transformam, ao menos imediatamente, em passivo do banco. Outro aspecto “controlável” se refere à posição geográfica e econômica do banco, já que podem ser depositários naturais de clientes em uma região em que ele é forte em presença. A manipulação dos juros também é uma forma de controle, já que o banco pode aumentar os juros pagos pelos depósitos no intuito de atrair recursos, desde que o aparato institucional o permita. (TOBIN, 1982; p. 498)

A parte fora de controle da firma bancária envolve, principalmente, o comportamento de seus clientes depositários, ou seja, a fonte de recursos mais importante fora o capital dos sócios. Esses podem sacar parte ou totalmente os seus recursos, provocando uma redução no passivo. Vários fatores podem causar os saques bancários, como exemplo, a contração no volume de empréstimos de outros bancos, o volume de transação dos devedores em certo momento, a competição entre as firmas e até o medo de insolvência do banco por parte dos depositários que confiaram à instituição os seus recursos. A evasão de depósitos, em termos de ocorrência e de volume, é incorporada pelo banco na forma de expectativas. O banco estabelece funções de distribuição de probabilidades de ocorrer afluxos de depósitos, sendo que “[t]he relevant probabilities of future deposits are not objective ones, if indeed this exist, but probabilities estimated by the bank in the light of its past experience”. (TOBIN, 1982; p. 509)

Santomero (1984, pp. 584-586) também apresenta o tratamento geral que a escola Novo-Keynesiana dá a essa particularidade do nível de depósitos esperado pela firma. O nível esperado desses, o volume em estoque das linhas de crédito, e o volume de pagamento de saldos atrasados são sujeitos a flutuações que obedecem às funções de densidade de probabilidade. Em modelos como o de Baltensperger (1972; 1974) e de Baltensperger e Hellmuth (1976) os bancos procuram se informarem quanto aos costumes e preferências de seus depositários e mostram que, com isso, a firma “may reduce the variance of the underlying subjective distribution of stochastic withdrawals”.

Dessa forma, é importante ressaltar o tratamento que os trabalhos dentro do framework Novo-Keynesiano dão à incerteza no comportamento bancário. Incerteza é tratada como probabilística, ou seja, podendo ser traduzida em probabilidades. Assim, mesmo que os agentes não possam prever os acontecimentos futuros perfeitamente, o comportamento presente é

baseado num futuro razoavelmente previsível. Há um risco, mas calculável, o que é diferente do conceito de incerteza que Keynes (1996), por exemplo, contempla. A incerteza Novo-Keynesiana, assim como a informação imperfeita, seleção adversa e risco moral, implicam que, ao contrário que sugerem os Novo-Clássicos, pode haver restrição de crédito

Stiglitz e Weiss (1981) dão excelente exemplo das concepções e da metodologia Novo-Keynesiana no tratamento das fricções do sistema financeiro. Mostraram que pode haver racionamento de crédito em condições de equilíbrio devido às assimetrias de informação acerca dos riscos dos projetos. Trata-se de um trabalho motivado a apresentar que o comportamento das instituições bancárias atuando num sistema com assimetrias de informação, mesmo assumindo o pano-de-fundo equilibrista das teorias Clássicas, gera ineficiências na alocação de recursos.

Com base nas funções de densidade de probabilidade acerca dos depósitos futuros os bancos conformam seu portfólio assumindo mais ou menos risco. Há dois tipos gerais de ativos: os “*loans and investments*” (empréstimos e financiamentos diversos por exemplo) e os “*defensive assets*” (reservas compulsórias e secundárias, encaixes técnicos e títulos do governo). Os primeiros conferem ao banco maiores retornos, menor liquidez e, portanto, maiores riscos. Em tal categoria de ativos, em que predominam os empréstimos, os retornos são elevados, mas a maturação é de longo prazo, o que impossibilita a transformação dos mesmos em moeda de forma imediata. A outra categoria de ativos tem como característica a elevada liquidez ou seja, podem ser convertidos em moeda sem perdas ou atrasos, o que lhes confere um menor risco. Porém, tais aplicações possuem uma rentabilidade menor, normalmente atrelada aos rendimentos oferecidos pelos títulos do governo utilizados nas operações de mercado aberto e financiamentos de longo prazo da dívida pública. (TOBIN, 1982).

Devido à incerteza probabilística que envolve o volume esperado de depósitos, o banco estrutura seu portfólio explorando diferentes combinações de risco, retorno e liquidez em sua função objetiva de maximização. A maximização de lucros se dá quando a receita marginal esperada dos empréstimos é igual à receita marginal das aplicações em ativos defensivos mais os custos financeiros, de credibilidade e de oportunidade. Os dois primeiros tipos de custos são oriundos da possibilidade do banco não possuir liquidez frente a uma evasão inesperada nos depósitos, o que exigiria que o banco emprestasse recursos de outros bancos ou a recorrer ao banco central nas operações de redesconto. Tais alternativas têm o ônus de juros e de credibilidade, o que implica em custos para o banco. Além disso, os ativos líquidos também refletem o custo de oportunidade de lucros e de segurança em se optar por mais empréstimos. Custos, portanto, têm papel importante já que impõem limites às decisões dos bancos a favor de

ativos de maior rentabilidade. Assim, a firma bancária aceita alocar parcela importante de seu ativo em aplicações de menor lucro numa situação, assim como podem possuir, num dado momento, ativos defensivos num volume negativo. (TOBIN, 1982)⁸.

O que fora exposto acima é em linhas gerais a concepção Novo-Keynesiana do comportamento e funcionamento da firma bancária, que pode ser resumida da seguinte forma: com base nas noções de risco e incerteza probabilística, dados fatores estruturais da firma e institucionais, os bancos são intermediários financeiros que recebem depósitos e distribuem recursos na expectativa de maximizar lucros. Os depósitos são exógenos e a possibilidade de evasão dos mesmos exige que a firma bancária possua ativos de baixa rentabilidade, baixo risco e alta liquidez. A outra parte do ativo é composta por empréstimos, que são ilíquidos, de maior risco, mas com maior rentabilidade. *Coeteris paribus*, a firma bancária concederá empréstimos até o ponto em que a receita marginal (líquida) desses é igual à soma da receita marginal (líquida, sem custos) dos ativos defensivos e do custo esperado de uma eventual necessidade de redesconto, de empréstimo em outras instituições ou de liquidar outros ativos financeiros caso necessário.

Todavia a escola Pós-Keynesiana além de também conceber que a firma bancária (e demais instituições financeiras) é importante no sistema econômico, como assumem os Novo-Keynesianos, a tratam como uma instituição mais ativa, tanto no manejo de passivos como no de ativos. Para a primeira escola os bancos, devido às características especiais que possuem no sistema de intermediação, são agentes criadores de moeda e provedores de liquidez. Assim, para os Pós-Keynesianos, tais instituições não são enfatizadas por serem intermediadoras de recursos que lidam com diversas formas de rigidez no sistema, mas principalmente por serem agentes que ocupam um papel central na ascensão e queda dos ciclos econômicos. A importância da firma bancária para tal escola é semelhante à que Keynes (1937a) atribui ao afirmar que “*banks hold a key position in the shift of economic system from a lower to a higher level of economic activity*”.

Conforme aponta Paula e Alves (2003), para a escola Pós-Keynesiana o comportamento bancário, assim como para as outras firmas capitalistas, é fundamentalmente influenciado pela “preferência pela liquidez”, pelas expectativas de lucro e pelas especificidades do contexto econômico em que as empresas atuam. Os bancos, além disso, conduzem suas atividades e tomam suas decisões permeadas de incertezas quanto ao que ocorrerá no futuro.

⁸ Ver Tobin (1982) para a situação de ativos defensivos negativos.

Tanto a preferência pela liquidez como as expectativas de lucros seriam, conforme o enfoque Pós Keynesiano, determinadas sobre condições de incerteza não-probabilística, ou seja, *“there is no scientific basis on which to form any calculable probability whatever. We simply do not know”*. É lidando com esse grau de incerteza acerca do futuro que os bancos fazem suas estratégias de balanço, ou seja, estruturando seu ativo e passivo. (Keynes, 1937, p. 114) *apud* Paula e Alves (2003). Desta forma, o enfoque Pós-Keynesiano distingue-se do enfoque tradicional Novo-Keynesiano e de outras escolas já nas hipóteses iniciais.

Conforme vimos anteriormente, a escola Novo-Keynesiana dá um tratamento diferente à incerteza, já que assume que o nível esperado de depósitos, assim como as taxas de retorno esperadas dos diferentes ativos financeiros estão sujeitos a probabilidades, ou seja, pode-se calcular o risco das diferentes aplicações de recursos. A incerteza, portanto, seria calculável. Em tais modelos assume-se a existência de informação assimétrica, risco moral e custos na obtenção e gestão de informações. Com a existência dessas imperfeições, os bancos começam a ter um papel importante na gestão de informações e de riscos, mas os modelos continuam a assumir que as firmas trabalham com probabilidades calculáveis, o que é diferente da incerteza fundamental.

Alternativamente, no caso dos Novo-Clássicos, os modelos desenvolvidos a partir do *framework* walrasiano, como o modelo de alocação de recursos de Arrow-Debreu e o teorema de Modigliani-Miller, por exemplo, supõem que existe informação perfeita, ou seja: os agentes possuem acesso e têm conhecimento de todas as informações disponíveis e que essas informações não possuem custos. Portanto, o ambiente em que os bancos atuam e tomam decisões é ergódico (inteiramente sujeito à probabilidades) em que as informações são disponíveis, conforme afirma Brennan (1994).

Valendo-se de modelos de probabilidades, os bancos recebem os depósitos à vista e aplicam os recursos. Devido às características do passivo bancário, resta ao banco escolher o balanço entre os diferentes tipos de ativos líquidos e ilíquidos que maximize sua utilidade.

Assim, conforme sugere Oureiro (2003), para a teoria ortodoxa o comportamento dos bancos, em se tratando da composição dos ativos, é de fazer um balanço entre ativos rentáveis, mas com baixa liquidez e ativos com menor rentabilidade, mas com elevada liquidez. Tal teoria supõe que o passivo bancário (em particular, os depósitos à vista) é aleatório ou exógeno.

Há probabilidade de evasão dos depósitos bancários (principal conta do passivo) e, assim, torna-se necessário o banco alocar significativa parcela de recursos em ativos pouco rentáveis, mas líquidos, com a finalidade de provisão contra perdas inesperadas de recursos. Embora existam opções alternativas – como recorrer ao redesconto do Banco Central – de se obter

recursos para saldar as demandas inesperadas, por questões de reputação os bancos preferem manter tais ativos em detrimento de maiores lucros⁹. Dividindo-se o ativo dessa forma, o banco teria ativos que garantiriam a liquidez e ativos orientados para se obter maior rentabilidade.

Para a escola Pós-Keynesiana tal concepção do lado do ativo bancário é inadequada, pois existem instrumentos financeiros com diferentes graus de liquidez e rentabilidade. Segundo Carvalho (1999), dada a diversidade de opções de alocação de recursos, o estado de expectativas e o nível de preferência pela liquidez, os bancos compõem seu perfil de ativo. Num ambiente incerto, para cada tipo de aplicação é feito um balanço entre a taxa de retorno esperada e a sua correspondente perda de liquidez. Assim, conforme sintetiza Paula *et all* (2001, p. 286), os bancos estruturam seus ativos “conformando seu portfólio de acordo com o *trade-off* percebido entre liquidez e rentabilidade”.

Já do lado do passivo, a escola Pós-Keynesiana assume que ao invés do banco meramente “aceitar” as preferências dos depositantes frente às diferentes opções de investimentos que as instituições financeiras proporcionam, as instituições bancárias agem de maneira pró-ativa, induzindo os depositantes a alocarem seus recursos em instrumentos que propiciem aos bancos uma maior alavancagem no lado do ativo. (OUREIRO; 2003).

Assim, estrutura do passivo, também é parte integrante da estratégia bancária: a firma busca compor o seu passivo de modo a possuírem uma maior alavancagem financeira, o que é possível aumentando a participação relativa dos depósitos no total do passivo. Diferentemente do que propõe a teoria ortodoxa da firma bancária, os bancos agem ativamente no “mercado de depósitos”, criando inovações financeiras e manejando suas reservas, o que os permite ampliar o volume e flexibilidade dos seus ativos. (PAULA *et all*; 2001).

Com tais traços os bancos, na visão Pós-Keynesiana, são agentes amplificadores do ciclo econômico: em períodos de expansão econômica, os bancos atendem de forma otimista a maior demanda por créditos, reduzindo o grau de liquidez de seu ativo e impulsionando a atividade econômica real. Em períodos recessivos, o comportamento bancário amplifica a crise. As expectativas de rentabilidade das firmas não são mais tão otimistas quanto antes, assim como os retornos dos empréstimos. Os riscos dos devedores são reavaliados e as taxas de juros aumentam, recrudescendo as dificuldades de rolagem de dívidas. Amplia-se o racionamento de crédito em geral num momento de aumento da preferência pela liquidez no sistema como um todo. Assim, o

⁹ Ver Oureiro (2003).

comportamento bancário afeta negativamente a economia real e torna ainda mais profundos os ajustes, a recessão ou a depressão.

Outra questão bastante enfatizada pelos Pós-Keynesianos é que o comportamento bancário é profundamente influenciado pelas características institucionais (num sentido mais amplo) do sistema onde atua. Conforme explica Minsky *apud* Paula e Alves (2003)

a capitalist economy with sophisticated financial institutions is capable of a number of modes of behaviour and the mode that actually rules at any time depends upon institutional relations, the structure of financial linkages and the history of economy. Minsky (1985, p. 26-7) apud Paula e Alves (2003, p. 2).

Em suma, o comportamento da firma bancaria para a escola Pós-Keynesiana é distinto do assumido pelos modelos tradicionais. Ao invés dos bancos “aceitarem” as preferências dos consumidores nas escolhas das instituições em que irão delegar os seus depósitos, os bancos buscam implementar inovações financeiras e estruturar seu passivo. O manejo do passivo torna-se importante, pois possibilita a instituição a estruturar seu ativo de uma forma em que os lucros sejam maiores, regidos pelo princípio de preferência pela liquidez. Agindo num ambiente de incerteza fundamental e plenamente adaptado às singularidades do ambiente em que estão inseridos, os bancos criam moeda na fase de ascensão do ciclo econômico e racionam crédito e aumentam sua preferência pela liquidez na fase depressiva do ciclo. Tais comportamentos dos bancos podem ser observados analisando sua estrutura de ativos e passivos. (OUREIRO; 2003).

O tratamento distinto dado à incerteza entre Pós e Novos Keynesianos está relacionado intimamente com os pressupostos pelos quais ambas as escolas analisam o comportamento dos agentes. A escola Novo-Keynesiana parte da estrutura analítica de equilíbrio geral Walrasiano, enquanto que a segunda usa o equilíbrio parcial Marshalliano. No primeiro, os agentes atingem o equilíbrio nos mercados de forma simultânea, o que implica que a questão temporal é abstraída. Já o equilíbrio Marshalliano, conforme Minsky (1980b, p. 22) “*emphasizes time-dependent linkages among markets*” o que o torna

more powerful and ore useful than the Walrasian analytical perspective, which focuses on the existence of a simultaneous equilibrium in a multimarket system and uses highly artificial recontracting assumptions in explaining how the equilibrium is attained.

Considerando o arcabouço teórico Pós-Keynesiano e a teoria de comportamento bancário proposto por tal escola, acredita-se que tal *framework* é o mais interessante de ser adotado no trabalho em questão. Devido à carência de um crescimento e desenvolvimento robusto do Brasil após a abertura econômica as propriedades de criação de moeda e de preferência pela liquidez

nessas instituições tão cruciais para o funcionamento do sistema econômico as põe em papel de destaque no paradigma atual do país.

Torna-se importante analisar a estrutura dos passivos e ativos das referidas instituições e suas alterações ao longo do tempo, atribuindo graus diferentes de liquidez para as diferentes contas do balanço patrimonial. Existe uma série de trabalhos que tratam do assunto com tal metodologia no caso específico do Brasil. Existem inúmeros indicadores utilizados nesses trabalhos que inferem a preferência pela liquidez de tais instituições.

CAPÍTULO 2 – EVOLUÇÃO DO CRÉDITO À PESSOA JURÍDICA NO BRASIL

Nesse capítulo, primeiramente, faz-se o delineamento da estrutura do Sistema Financeiro Nacional (SFN) assim como apresenta-se as principais fontes de dados e os conceitos utilizados para analisar o crédito à pessoa jurídica no país. Na segunda seção, faz-se um levantamento da evolução do volume de crédito à pessoa jurídica em conjunto com a apreciação da evolução do crédito total em três fases, cada uma compondo uma subseção: entre 1994 e 1999, entre 1999 e 2003 e, por fim, entre 2003 e 2007.

Em cada subseção delineamos o contexto político-econômico de cada período, assim como descrevemos quais foram as principais mudanças do lado da estrutura ofertante de crédito, subdividindo essa estrutura entre sistema financeiro privado nacional, público e estrangeiro. Além disso, apresentamos também para onde o crédito se destinou, assim como as principais dificuldades das empresas em cada período, para melhor compreender as flutuações do crédito. Para cada fase procuramos apresentar, portanto, o contexto institucional, o comportamento do lado da oferta e também pontuamos aspectos relacionados à demanda por crédito.

É importante ressaltar que na seção 2.2 principalmente, e na seção 2.3, as considerações sobre o crédito têm como foco aos dados de volume. Tal restrição é intencional, pois, como princípio metodológico, optou-se por analisar primeiramente o volume e identificar seus pontos de inflexões para, posteriormente, analisarmos as suas causas. É também pela análise das causas que apresentamos os principais aspectos conjunturais de cada período, contextualizando, assim, os momentos em que ocorreram as inflexões no crédito

Na seção 3 procuramos destacar quais foram as principais instituições credoras das empresas, levantando seus aspectos particulares. Aprofunda-se, portanto, a análise da estrutura ofertante, a fim de se atribuir a real importância das instituições bancárias, do BNDES e do mercado de capitais no financiamento empresarial com base no que foi apresentado na seção anterior. O presente capítulo tem como finalidade apresentar e analisar o material histórico sob investigação no presente trabalho, dando base de sustentação para as reflexões do Capítulo 3.

2.1. Notas iniciais: dados acerca do crédito no Brasil

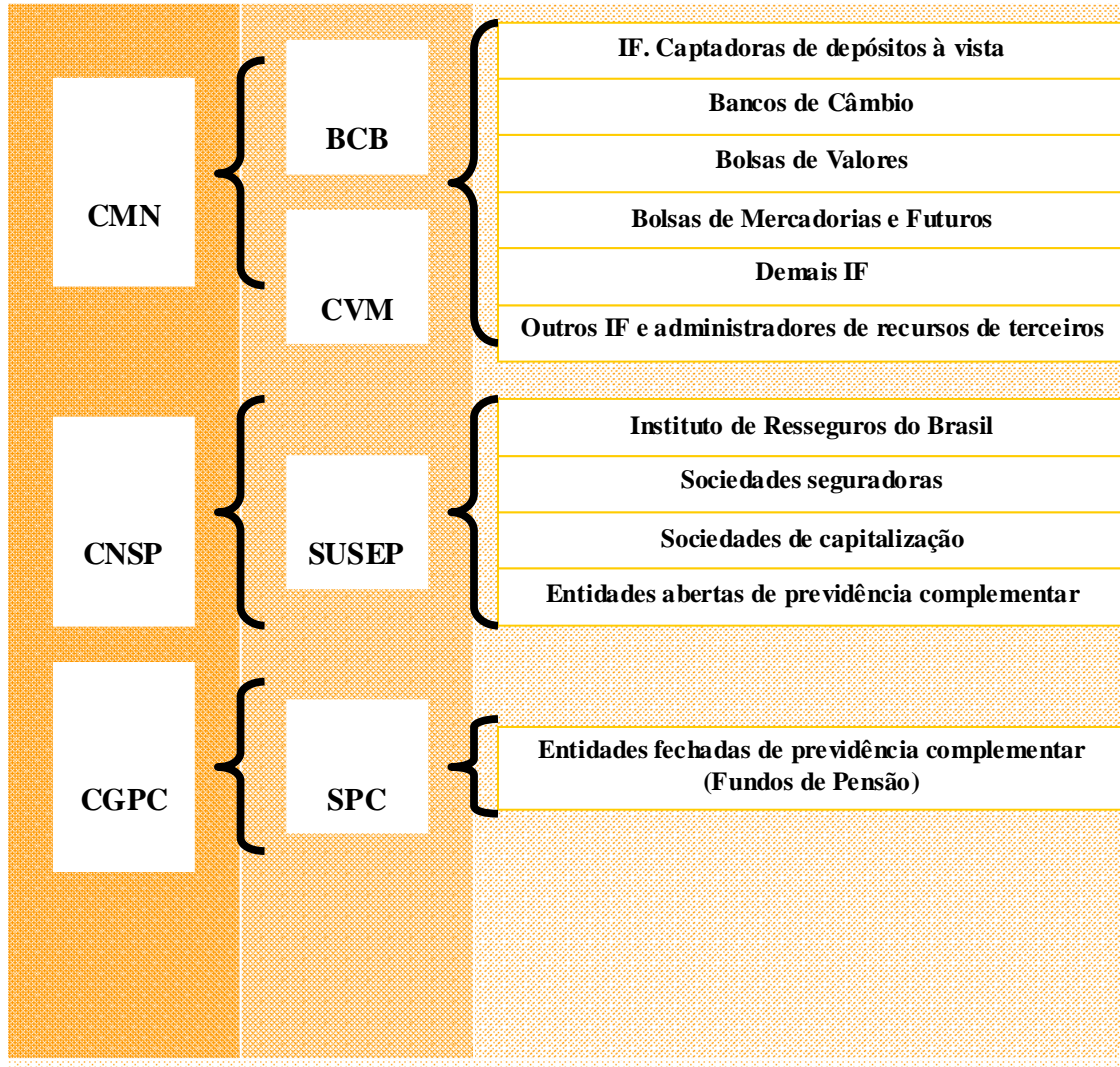
i) Estrutura do Sistema Financeiro Nacional

Conforme é apresentado pelo Banco Central do Brasil¹⁰, a estrutura do Sistema Financeiro Nacional é dividida em órgãos normativos, entidades supervisoras e operadoras no sistema

¹⁰ Ver o sítio <http://www.bcb.gov.br/?SFNCOMP>.

financeiro. O Quadro 1 apresenta um esquema da composição do sistema. As entidades e seus respectivos grupos pertinentes ao presente trabalho são apresentadas abaixo.

Quadro 1: Composição do Sistema Financeiro Nacional.



Notas: CMN: Conselho Monetário Nacional; CNSP: Conselho Nacional de Seguros Privados; CGPC: Conselho de Gestão da Previdência Complementar; BCB: Banco Central do Brasil; CVM: Comissão de Valores Mobiliários; SUSEP: Superintendência de Seguros Privados; SPC: Secretaria da Previdência Complementar; IF: abreviação de Instituições Financeiras.

Fonte: Banco Central do Brasil

-Instituições financeiras captadoras de depósitos à vista¹¹:

Essa subdivisão é composta pelos seguintes tipos de instituições:

a) **Bancos Múltiplos com carteira comercial.** Segundo o Banco Central, “[o]s bancos múltiplos são instituições financeiras privadas ou públicas que realizam as operações ativas,

¹¹ Ver sítio do Banco Central para mais informações: www.bcb.gov.br/pre/composicao/coopcred.asp.

passivas e acessórias das diversas instituições financeiras, por intermédio das seguintes carteiras: comercial, de investimento e/ou de desenvolvimento, de crédito imobiliário, de arrendamento mercantil e de crédito, financiamento e investimento”. Todavia é importante fazer a ressalva de que a carteira de desenvolvimento só pode ser incorporada se a instituição for um banco público.

b) **Bancos comerciais.** Segundo o Banco Central, “[o]s bancos comerciais são instituições financeiras privadas ou públicas que têm como objetivo principal proporcionar suprimento de recursos necessários para financiar, a curto e a médio prazos, o comércio, a indústria, as empresas prestadoras de serviços, as pessoas físicas e terceiros em geral”. A captação de depósitos à vista, que são de livre movimento, e a de depósitos a prazo, são atividades típicas do banco comercial. Vale dizer que com a resolução nº 1.524 de 21/09/1998 e a de nº 2.099 de 17/08/1994 houve certa liberalização das atividades bancárias, liberação essa que mudou a estrutura do lado da oferta bancária, pois permitiu que os bancos comerciais (que antes dessas resoluções eram predominantes no SF brasileiro) se tornassem bancos múltiplos, desde que respeitassem o modelo de exigência de capital do “Acordo da Basileia”.

c) **Caixa Econômica Federal.** Conforme explica o Banco Central, a Caixa Econômica Federal é considerada uma empresa pública vinculada ao Ministério da Fazenda. Tal instituição pode operar como um banco comercial, “podendo captar depósitos à vista, realizar operações ativas e efetuar prestação de serviços”. Todavia é uma instituição voltada para priorizar empréstimos e financiamentos “à programas e projetos nas áreas de assistência social, saúde, educação, trabalho, transportes urbanos e esporte. Pode operar com crédito direto ao consumidor, financiando bens de consumo duráveis, emprestar sob garantia de penhor industrial e caução de títulos, bem como tem o monopólio do empréstimo sob penhor de bens pessoais e sob consignação e tem o monopólio da venda de bilhetes de loteria federal.”

d) **Cooperativas de Crédito.** São entidades formadas por grupos de pessoas com características comuns (trabalhando na mesma empresa, por exemplo) atuando como captadoras de depósitos dos associados e concedendo empréstimos aos mesmos. Todavia, seu funcionamento é muito mais restrito do que o de um banco comercial. Desto dessas instituições financeiras captadoras de depósitos à vista, os maiores concessionários de crédito especificamente à pessoa jurídica são os bancos múltiplos, já que a CEF dedica-se à financiamentos fora desse escopo, as sociedades de crédito dedicam-se a conceder recursos às pessoas físicas (cooperados) e porque os bancos comerciais mais importantes tornaram-se múltiplos com a flexibilização da legislação.

-Bolsas de Valores.

As bolsas de valores, segundo o Banco Central, são “sociedades anônimas ou associações civis, com o objetivo de manter local ou sistema adequado ao encontro de seus membros e à realização entre eles de transações de compra e venda de títulos e valores mobiliários, em mercado livre e aberto”. Assim, a Bovespa (principal bolsa de valores do Brasil), por exemplo, é o *locus* onde as empresas podem fazer o lançamento primário de ações, debêntures e notas promissórias. Tais títulos são as principais formas de financiamento via-mercado, ou seja é um meio de se obter de recursos fora do crédito do setor bancário privado.

-Demais Instituições Financeiras

Nesse grupo enquadram-se, segundo o Banco Central, as agências de fomento, associações de poupança e empréstimo, os bancos de câmbio, de desenvolvimento, investimento, o BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social), as companhias hipotecárias, as cooperativas centrais de crédito, as sociedades de crédito, financiamento, investimento mobiliário e imobiliário e as sociedades de crédito ao microempreendedor.

Todavia, para o presente trabalho, a instituição que mais se destaca nesse grupo é o BNDES que, historicamente, é o principal instrumento do governo na atividade de financiamento à pessoa jurídica no Brasil.

ii) Conceitos, séries de dados e níveis de agregação utilizados para a análise do crédito.

É importante informar, primeiramente, que o presente projeto não tem como foco as fontes externas de crédito e financiamentos (seja por meio de lançamentos de participações e títulos no mercado externo ou de aquisição ou repasses de recursos dos não-residentes à empresas residentes). Embora fosse pertinente analisar tal fonte, o esforço de pesquisa tem o intuito de focar na oferta interna de crédito e assume, portanto, que tal aspecto poderia ser aprofundando, mas que também não debilita o esforço do trabalho realizado.

Tendo em vista a estrutura do SFN acima apresentada destacam-se como fontes de crédito à pessoa jurídica os Bancos Comerciais, Múltiplos, de Investimento e de Desenvolvimento (principalmente o BNDES), além do Mercado de Capitais (bolsas de valores). Entretanto, dentro das séries históricas localizadas com o esforço de pesquisa, existem algumas limitações para se estimar, ao mesmo tempo, o volume e o tipo de crédito de cada fonte ao longo de todo o período de pesquisa e com frequência satisfatória.

Por exemplo, o Banco Central disponibiliza inúmeras séries de dados relativos ao crédito com frequências diária e mensal. Mas os dados relativos aos bancos múltiplos, comerciais e sociedades de crédito, por exemplo, não podem ser dissociados entre si dependendo da periodicidade. Tal restrição, se na análise da evolução do crédito (Capítulo 2), pode ser relevada, já para se analisar o comportamento de bancos específicos, assunto do Capítulo 3, a mesma se torna relevante. Assim recorreu-se aos balanços patrimoniais e demonstrativos de resultados das instituições bancárias, dados que podem ser obtidos no *site* do Banco Central (série dos 50 maiores bancos) e no da Bovespa, para a construção do Capítulo 3. Todavia, balanços e demonstrativos não tem frequência mensal, apenas trimestral – para períodos posteriores ao ano 2000 – e semestral, o que impede análises para períodos mais curtos e específicos.

Outra restrição é quanto ao início das séries temporais. Enquanto mais recente a série, maior o nível de agregação permitido. Contudo, para dados anteriores a 2000 o nível de desagregação é significativamente restringido.

Feitas tais constatações, para apresentar e analisar o perfil do crédito à pessoa jurídica no Brasil, utilizou-se, principalmente, a base de dados do Banco Central do Brasil a partir do Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS). Além do SGS, existem séries disponíveis no *site* do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipeadata), do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), CVM, Andima e, por fim, os balanços patrimoniais, demonstrativos de resultados e relatórios dos bancos. Materiais importantes para o Capítulo 3 foram obtidos na seção “Os 50 Maiores Bancos” disponível no sítio do Banco Central.

Em geral, o crédito à pessoa jurídica pode ser oriundo de três grandes fontes: a) o crédito oferecido pelas instituições financeiras privadas nacionais e estrangeiras (principalmente pelos bancos); b) o oferecido pelo sistema financeiro de controle de capital público, e; c) o mercado de capitais. Apresentamos, à seguir, as formas de desagregação utilizadas no presente trabalho.

a) Crédito das instituições financeiras privadas (Bancos) e BNDES

O crédito dentro do Sistema financeiro Nacional é disponibilizado pelas seguintes instituições financeiras, classificação utilizada pelo Banco Central (BC): bancos múltiplos, comerciais, de investimento e desenvolvimento, sociedades de arrendamento mercantil, sociedades de crédito, financiamento e investimento, agências de fomento e desenvolvimento, sociedades de crédito imobiliário, associação de poupança e empréstimo, caixas econômicas, companhias hipotecárias, sociedades de crédito ao micro-empendedor e cooperativas de crédito. O departamento responsável pelas séries históricas relativas ao crédito é o Departamento

Econômico (Depec)/Divisão Monetária e Bancária (Dimob) do Banco Central. Na maioria das séries pesquisadas, tal departamento é o provedor dos dados, o que pode ser verificado nos Metadados (informações explicativas) anexados às séries disponíveis no BC.

Dessa forma, o agregado do volume de crédito disponibilizado pelas instituições supracitadas será chamado, nesse trabalho (assim como pelo próprio Banco Central), de “Operações de créditos totais do sistema financeiro”. Tal agregação permite uma inferência do volume total de crédito no Brasil (excetuando as captações no mercado de capitais e as captações externas).

Pode-se desagregar tal série de várias formas diferentes, tanto pelo lado dos devedores como dos credores. Uma das formas de desagregação por parte dos devedores é segmentar o crédito por **atividade econômica**, como é feito na seção 2.2: operações de crédito ao setor privado industrial, habitacionais, rural, comercial, pessoas físicas, e ao setor privado de outros serviços (abrangendo, nesse último, as áreas de transporte, serviços postais e de telecomunicações, educação e cultura, assistência médico-hospitalar, conservação e reparação, diversões, jornais, rádio e televisão, publicidade e propaganda, informática, segurança, mão de obra, assessoria e consultoria, filantropia etc.). Utilizamos frequentemente ao longo do trabalho a soma dos créditos destinados à indústria, comércio e serviços para uma razoável inferência sobre o volume de crédito à pessoa jurídica. Tal aproximação não é a ideal, pois alguns dos créditos rurais podem estar ligados aos financiamentos ao setor agro-industrial, evidentemente ligado à diversos ramos industriais. Abriu-se mão desse rigor porque a desagregação do crédito rural exigiria enorme esforço, mesmo se houvesse dados disponíveis para todo o período abordado no presente trabalho. Mas tal procedimento permite uma boa aproximação do objeto de estudo e, por isso, é usado frequentemente na literatura.

Outra forma de desagregação, agora pelo lado da oferta de recursos, é em operações de crédito concedidas pelo **sistema financeiro privado, sendo esse de controle nacional e estrangeiro, e pelo setor público** (desagregação que é, também, utilizada na Seção 2.2).

O sistema bancário pode ser subdividido em três subgrupos: o conglomerado bancário I, o conglomerado bancário II e as instituições bancárias independentes. O crédito concedido por essas fontes é divulgado pelo BACEN (Banco Central do Brasil) na forma de consolidados, ou posições contábeis.

O consolidado bancário I é o agrupamento das posições contábeis de conglomerados de empresas que possuem ao menos uma do tipo banco comercial ou múltiplo com carteira

comercial¹² e instituições bancárias independentes¹³. Tal consolidado engloba os maiores bancos varejistas, ou comerciais, do país tanto de propriedade pública como privada. Como exemplos de bancos inclusos nesse grupo estão: Banco do Brasil, Bradesco, Itaú, Caixa Econômica Federal, Santander, entre outros.

Já o consolidado bancário II é composto por conglomerados em que se encontra pelo menos uma instituição do tipo banco de desenvolvimento e investimento ou bancos múltiplos sem carteira comercial. É onde se enquadra, por exemplo, o BNDES (principal agente), Goldman Sachs, Ford, Honda, IBM, etc. Por último, o consolidado bancário III aglutina as posições contábeis das cooperativas de crédito.

Também pode-se desagregar em operações de crédito de **recursos livres e de direcionados**. Utilizando o critério de divisão dos recursos emitidos entre recursos livres e direcionados obtém-se, no primeiro, o que pode ser considerado o crédito de mercado (de livre arbítrio do sistema financeiro privado) e, no segundo, o crédito do governo, pois esse é influenciado pelo mesmo em termos de prazo e taxas de juros administradas (é o caso de crédito do sistema do BNDES, SFH e crédito rural). Essa distinção também é importante para os objetivos do trabalho, pois torna possível inferir o comportamento dos credores privados (principalmente as instituições bancárias privadas) ao longo do tempo e frente às diferentes condições estruturais e conjunturais da economia. Além disso, analisando os recursos direcionados, tem-se a inferência das intenções e desempenho da política de crédito do governo, encabeçada pelo BNDES, objetivando melhorias do sistema econômico como um todo.

As operações de crédito **com recursos livres** apresentam várias subdivisões: empréstimos realizados por cooperativas, operações de arrendamento mercantil, crédito referencial para taxa de juros e demais créditos com recursos livres. Especificamente a respeito do crédito à pessoa jurídica referencial para taxas de juros, é possível uma série de desagregações adicionais: por volume (saldo), prazo médio, nível de risco e modalidades de crédito.

Avaliar o crédito à pessoa jurídica por modalidade de operação merecerá a atenção especial do presente trabalho, pois cada modalidade possui características distintas quanto à finalidade (dependente da demanda), liquidez e risco (o *trade-off* segundo o referencial pós-keynesiano). São as seguintes modalidades de crédito com recursos livres referencial para taxa de juros para pessoas jurídicas: *hot money*, capital de giro, conta garantida, desconto de duplicatas e

¹² Conforme conceituação adotada pelo Banco Central.

¹³ Instituições financeiras dos tipos banco comercial, banco múltiplo com carteira comercial ou caixa econômica, contanto que não integrem conglomerados.

notas promissórias, *vendor*, aquisição de bens, adiantamento sobre contratos de câmbio, repasse de recursos externos e *export notes*.

Fora a fonte SGS/BCB foram localizados dados no sistema BNDES em termos de volume de crédito, setores beneficiados, volume de crédito por programa (FINAME, FINEM, e outros). Por último, a Bovespa disponibiliza inúmeras informações à respeito de bancos, desde o balanço, os demonstrativos de resultado, até os relatórios dessas instituições, onde constam outras informações relevantes.

Com essas desagregações, torna-se possível inferir o perfil do crédito das instituições financeiras à pessoa jurídica no Brasil em termos de fontes, modalidades de financiamento, prazo e liquidez. Por conveniência e pela própria dominância de mercado de crédito por parte dos bancos, no Capítulo 2, podem ser chamados nesse trabalho de “recursos provenientes do setor bancário” todos os oriundos das fontes de crédito do sistema financeiro, à exceção dos oriundos do sistema BNDES, que serão os “créditos e financiamentos do BNDES”, e da captação pelo mercado de capitais.

b) recursos captados pelo mercado de capitais

A captação de recursos pelo mercado de capitais é outra forma de absorver recursos de terceiros. É parte integrante desses recursos o lançamento primário de ações em bolsas de valores e nos mercados de balcão organizado. O lançamento de debêntures e notas promissórias, que são títulos de dívida e não de propriedade como as ações, também integra o volume captado pelo mercado de capitais.

Assim sendo, torna-se uma forma alternativa de obtenção de recursos fora do setor bancário (conforme conceituado acima) e fora do sistema BNDES. Por conveniência. Tal alternativa será conceituada nesse trabalho como “captação pelo mercado de capitais”, ou crédito de mercado.

2.2. Panorama Geral do Crédito no Brasil

Para melhor compreendermos o comportamento do crédito à pessoa jurídica é importante que tenhamos em vista também as condições e a evolução do crédito total em circulação, contemplando, portanto, não só o volume de crédito ao segmento jurídico, mas também o direcionado à pessoa física, por exemplo, e a outros segmentos. Isso porque, embora existam instituições especializadas no financiamento à pessoa jurídica (como no caso do BNDES), boa parte do volume de recursos ofertados é oriunda de bancos múltiplos, que os distribui aos

variados segmentos. Consideramos válida tal concepção mesmo com a ressalva de que a concessão de recursos para os segmentos rurais e habitacionais seja, em parte, restringida pelo lado da oferta, pois o aparato institucional estabelece normas específicas para tanto¹⁴.

Conforme vimos no Capítulo I, dentro da perspectiva Pós-Keynesiana, as instituições financeiras fazem escolhas de *portfólio*, no intuito de obterem lucros, optando entre ativos com diferentes níveis de risco, rentabilidade e liquidez. As operações de crédito são, de modo geral, mais rentáveis do que as aplicações em ativos defensivos. Contudo, após ter decidido o volume e/ou percentual de recursos que direcionará a ativos defensivos e às operações de crédito, a firma necessitará definir outros pontos subseqüentes, como exemplo, quais modalidades de crédito oferecerá, para quais empresas e/ou segmentos o crédito será ofertado, qual será o nível de juros dos contratos, etc. Para tanto, é natural que a firma também leve em conta, em suas decisões de concessão ou não de crédito, as diferentes características dos proponentes, dos devedores em potencial.

Assim, para analisarmos a decisão primária dos credores para a estruturação de seu portfólio, ou seja, a escolha de qual parcela do ativo os mesmos destinarão a ativos defensivos e qual destinarão à concessão de crédito, precisamos avaliar a evolução do crédito total, e não somente do volume destinado à pessoa jurídica, já que esse é apenas uma parcela do agregado. Portanto, é justamente para analisarmos a decisão dos ofertantes de conceder ou não volumes marginais de empréstimos que apresentaremos a evolução do crédito total.

Em outras palavras, cremos que a decisão dos ofertantes em financiar a pessoa jurídica é **posterior** à decisão de concessão de volumes incrementais de crédito ou de incrementar a sua posição defensiva. É após a decisão de conceder crédito que será pertinente para os credores decidir para qual segmento e em quais modalidades o volume disponível se distribuirá. Justamente por tal concepção é que nos atemos a consultar a evolução do crédito total, para partirmos para as características específicas e comportamento do crédito à pessoa jurídica.

É importante esclarecer também, antes de nos aprofundarmos nas análises, que nas séries relativas a crédito há cortes drásticos, conforme se nota na Figura 2, por exemplo, e em outras figuras ao longo do trabalho. A queda forte no crédito total que ocorreu entre novembro e dezembro de 1997 é explicada pela transferência da dívida dos estados para a União por meio da Medida Provisória 2.139/97. Houve a securitização (transformação em títulos) das dívidas dos

¹⁴ Como exemplo, a resolução Nº 3.347 / 2006 do CMN regula o direcionamento dos recursos aplicados em poupança. Segundo tal resolução, 65% desses recursos devem ser necessariamente direcionados ao financiamento imobiliário. Ou seja, tais recursos não devem ser usados, por exemplo, para conceder empréstimos à pessoa física.

estados e, assim, o volume de crédito é reduzido. A queda no volume de crédito foi de R\$ 34,3 bilhões de reais em valores da época. O segundo corte nas séries, entre maio e junho de 2001, é causado pela transferência de ativos de crédito do sistema financeiro público (crédito habitacional) para o Tesouro e para a empresa gestora de Ativos (Emgea), obedecendo à MP 2.196-3/2001. A redução no volume de crédito foi de R\$ 15 bilhões de reais da época. Tais cortes, embora afetem as séries, ainda nos permitem visualizar os movimentos tendenciais do crédito. O leitor é convidado a consultar o *site* do Banco Central para maiores informações.

Outro aspecto que pode ser contemplado inicialmente se refere às diferenças das conclusões baseadas na impressionante expansão do crédito nominal entre 1994 e 2007 das baseadas na expansão do crédito em valores reais – para obter os valores reais deflacionamos a série nominal pelo IGP-M, índice elaborado pela FGV para contratos financeiros.

Anteriormente à crise mundial atual (2008/2009), a expansão do crédito no Brasil era muito comemorada principalmente pela imprensa “especializada”. Afinal, em termos nominais, ao longo do período em questão, o volume em circulação aumentou nada menos do que 479,69% entre agosto de 1994 e dezembro de 2007. Naquele último mês o saldo das operações de crédito beirava R\$ 936 milhões de Reais, valor impressionante se comparado aos R\$ 161 milhões em agosto de 1994. Todavia, tal aumento é muito menos impressionante quando apreciado em valores reais, como é feito ao longo de praticamente todo o trabalho.

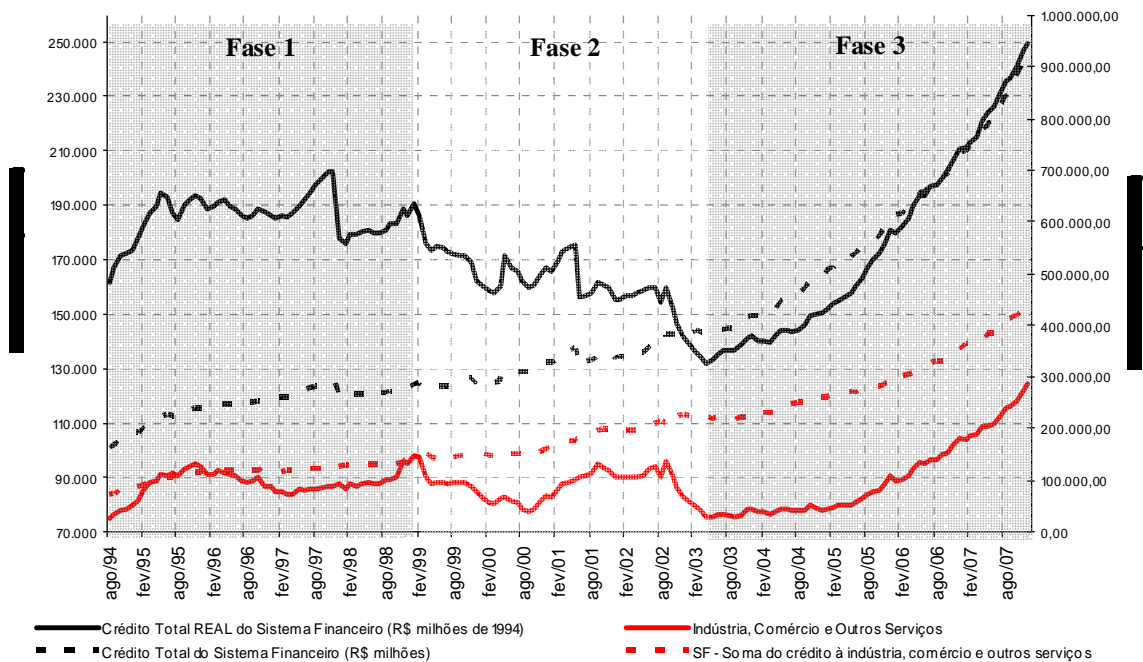
Após essas ressalvas e comentários, podemos partir para o objeto de estudo em questão. Tendo em vista o volume de crédito real em circulação¹⁵ entre o advento do Plano Real e o ano de 2007 sugere-se que houve três fases distintas, tanto em termos de crédito total quanto especificamente ao crédito à pessoa jurídica. Na primeira fase, entre 1994 e 1999, verificou-se imediatamente após o início do Plano Real uma rápida expansão do crédito entre julho de 1994 e os primeiros meses de 1995. Em seguida, ainda na primeira fase, o volume ficou em nível estável até o início de 1997, quando o mesmo começou a apresentar fortes flutuações até 1999. A segunda fase, entre 1999 e 2003 foi um período marcado pela queda forte no volume de crédito, sendo que essa queda foi permeada também por grandes flutuações no saldo de crédito real. Como um todo, nessa segunda fase, o crédito caiu significativos 30,9%. Por último, na terceira fase, período entre 2003 e 2007, o saldo total apresentou uma alta expressiva sem interrupções. Mas, em geral, mesmo com a forte queda no volume entre 1999 e 2003, pode-se dizer que houve

¹⁵ Não consideramos aqui os volumes de crédito captados no mercado de capitais, por meio de emissões primárias de ações, debêntures e notas promissórias, por dois motivos: primeiro porque o volume mensal é pouco expressivo em relação ao crédito total equivalendo por volta de 1% do crédito total; e porque trataremos do mesmo adiante.

uma expansão no total de crédito real à economia, expansão essa em torno de 54,6%. Já o crédito à pessoa jurídica aumentou um pouco mais, 62,18%.

A Figura 2 apresenta as três fases do crédito, assim como outras informações relevantes. Apresenta a evolução do crédito real à pessoa jurídica (soma dos recursos concedidos à indústria, comércio e serviços) e também os volumes totais nominais de crédito. Pode-se perceber que as flutuações no saldo das operações de crédito à pessoa jurídica são similares às do crédito total. Essa constatação favorece à nossa concepção de que as decisões dos ofertantes de conceder ou não volumes marginais de crédito à pessoa jurídica não podem ser dissociadas das decisões de se conceder crédito. Assim, temos que as três fases destacadas no crédito real podem ser aplicadas também à pessoa jurídica, embora existam diferenças nas magnitudes das flutuações.

Figura 2: Crédito total e à pessoa jurídica em valores nominais e reais do Sistema Financeiro (R\$ milhões de 1994)



Fonte: Elaborado com dados do Banco Central do Brasil (SGS).

Na “Fase 1”, a rápida expansão coincidiu com o período inicial do Plano Real, em que o contexto econômico geral foi marcado pelo êxito da política de estabilização inflacionária que, ao contrário das tentativas anteriores, realmente atingiu o objetivo principal da área econômica dos diversos governos que o país teve desde a década de 1980. O fim da inflação trouxe consigo duas conseqüências importantes que se relacionam com o crédito: o “boom” de consumo após estabilização e o fim das receitas inflacionárias por parte dos agentes financeiros. Após essa

expansão, o volume de crédito total no sistema financeiro ficou praticamente estável entre 1995 e 1997, apesar de terem ocorrido pequenos períodos de queda e recuperação como, por exemplo, após a crise mexicana em 1995. Já no ano de 1997 nota-se certa expansão no crédito total, cuja interrupção coincidiu com a mudança no regime cambial em 1999.

O segundo período, compreendido entre 1999 e 2003, foi marcado pela retração do volume de crédito total real no Brasil. Essa queda deveu-se a duas fortes retrações: a ocorrida entre janeiro de 1999 e março de 2000, e a outra entre setembro de 2002 e abril de 2003, já que entre esses dois períodos, apesar de ter ocorrido flutuações importantes no volume, o nível do crédito não aumentou nem diminuiu. Já o crédito à pessoa jurídica, apesar de também ter se retraído no início e no fim desse subperíodo, apresentou um resultado melhor do que o do crédito agregado devido à boa recuperação entre o segundo semestre de 2000 e o de 2001.

Assim como o ocorrido na primeira fase, as alterações no volume de crédito nessa segunda fase coincidiram com eventos importantes de caráter político-econômico. Se na primeira etapa o crédito se expandiu fortemente após o início do Plano Real e depois se estabilizou num nível elevado – o que sugere uma adaptação do crédito ao novo contexto político-econômico – na segunda etapa, a queda no crédito total real coincidiu com a mudança do regime cambial implementada em janeiro de 1999, quando houve o fim da âncora cambial e a adoção do regime de metas de inflação. Assim, o que se observa a partir de então até o início do ano de 2000 foi uma forte queda do volume total de crédito real na economia brasileira.

A mesma relação entre adversidades na esfera político-econômica e flutuações no crédito ocorreu no segundo semestre de 2002. Como se sabe, o pleito eleitoral de 2002 foi acompanhado por movimentos importantes em algumas das variáveis macroeconômicas-chaves, como o câmbio e os juros, causadas, ao menos em parte, pelas expectativas quanto às orientações da política econômica que seriam estabelecidas com o novo presidente. Num cenário de elevação nas taxas de juros e forte depreciação cambial, como ocorreu no segundo semestre de 2002, o volume de crédito foi fortemente reduzido. Enfim, o comportamento do crédito real em termos de volume pareceu estar associado ao contexto político econômico e aos eventos de ruptura, ou de mudança na ordem antes estabelecida.

Por fim, na terceira fase, nota-se uma significativa expansão do nível de crédito total e à pessoa jurídica, de forma cada vez mais acelerada e sem interrupções. Ao se resgatar o plano conjuntural (político e econômico) dessa fase percebe-se que foi um período, ao contrário dos anteriores, sem crises internas e/ou externas significativas. Em suma, o período em que houve, de fato, expansão do crédito real no Brasil foi o qual não houve eventos políticos e econômicos

negativos, mas sim estabilidade e crescimento vigoroso da economia mundial. Mesmo assim, embora tenha ocorrido a virtuosa expansão no crédito real após 2003, o volume só voltou ao nível de 1995 cerca de onze anos depois. Enfim, temos o primeiro traço marcante do período como um todo: o crédito real só voltou ao nível existente ao início da abertura no ano de 2006, sendo esse aumento no volume, portanto, bem menos expressivo do que o que pode parecer à primeira vista ao se analisar valores nominais.

O contraponto entre conjuntura político-econômica, interna e externa, e o volume total de crédito real que fizemos apresentou uma evidência primária e circunstancial sobre o comportamento dos agentes ofertantes de crédito à pessoa jurídica no Brasil quanto ao volume de recursos concedidos. Nessa primeira aproximação ficou evidente a influência de eventos políticos e econômicos nesse volume, eventos esses que trouxeram rupturas na ordem estrutural e conjuntural antes estabelecida. A seguir, trataremos de apresentar mais detalhadamente os diversos cenários de conjuntura e mudanças institucionais importantes que formaram o pano de fundo nos principais períodos de inflexão. Além disso, destacaremos quais foram as mudanças na estrutura e na conduta dos ofertantes a partir dessas mudanças no contexto político, econômico e institucional. Por fim, também apresentaremos o direcionamento do crédito e, em linhas gerais, as condições de demanda por parte da pessoa jurídica em cada uma das fases que sugerimos.

2.2.1. Período 1995-1999: a entrada do capital creditício de origem externa

Na primeira fase a distribuição do crédito quanto à origem de recursos iniciou-se da seguinte forma, observando a Tabela 1: o sistema financeiro público era o maior credor, oferecendo em torno de 57% do total do crédito no início do Plano Real; já o sistema privado nacional provia 35% e; o crédito estrangeiro era fonte de apenas 8%. Mas, a partir da estabilização inflacionária o sistema estrangeiro aumentou significativamente a sua participação oferecendo, já em abril de 2001, 24% do total do crédito ofertado.

Sugerimos na seção anterior que o volume de crédito se expandiu fortemente durante o “boom” de consumo, e que após 1995 o mesmo permaneceu em nível estável até a eclosão de três crises sucessivas a partir de 1997 (crise asiática, russa e brasileira). Desta forma, depreende-se que dado o nível relativamente constante do saldo das operações de crédito após 1995, o sistema financeiro estrangeiro se expandiu em detrimento da retração das fontes internas de recursos havendo, portanto, uma troca de posição entre as origens do capital credor. Nessa primeira fase, o aumento da presença do setor externo no crédito se deu em função da redução progressiva da

participação do sistema privado nacional, enquanto o setor público apresentou certo crescimento também, principalmente após a eclosão da crise asiática e da crise Russa.

Tabela 1: Volume total de crédito por origem de capital (valores nominais, reais e percentuais) em meses selecionados. Em bilhões de Reais.

Mês	OCT SF Privado Nacional (risco Total)			OCT SF Estrangeiro (risco Total)			OCT SF Público (risco Total)			TOTAL	
	R\$ nominal	R\$ (1994)*	%	R\$ nominal	R\$ (1994)*	%	R\$ nominal	R\$ (1994)*	%	R\$ nominal	R\$ (1994)*
jul/94	52.223	56.173	35%	12.195	13.117	8%	86.923	93.497	57%	151.341	162.788
out/97	88.291	61.498	30%	39.402	27.445	14%	162.474	113.169	56%	290.167	202.113
jan/99	86.246	57.677	30%	51.946	34.739	18%	147.449	98.606	52%	285.641	191.022
abr/00	85.299	46.962	29%	60.580	33.353	21%	145.731	80.233	50%	291.610	160.547
abr/01	120.628	60.136	35%	82.754	41.255	24%	146.181	72.875	42%	349.563	174.267
jul/02	141.618	62.098	39%	93.653	41.066	26%	129.205	56.655	35%	364.476	159.818
abr/03	144.641	49.788	38%	90.450	31.135	24%	148.215	51.019	39%	383.306	131.942
abr/05	211.053	62.252	40%	115.657	34.114	22%	203.289	59.962	38%	529.999	156.328
dez/07	410.152	109.428	44%	206.896	55.199	22%	318.925	85.089	34%	935.973	249.716

* Deflacionados pelo IGP-M. Valores de 1994.

Fonte: Elaborado com dados do Banco Central do Brasil (SGS).

A expansão do capital creditício de origem externa¹⁶ é o fator mais importante dessa “Fase 1”, e tem raízes na crise bancária de 1995, quando os impactos indiretos da crise mexicana no sistema financeiro nacional levaram o governo a implementar uma série de medidas que reorganizariam o sistema bancário. Veremos então quais os motivos que ocasionaram a crise bancária brasileira e as mudanças no marco institucional que incentivaram esse aumento da participação dos credores de capital externo.

Segundo ANDIMA (1997, p. 47) a introdução da URV que, posteriormente se transformou em meio de pagamento, o Real, exigiu que o governo sustentasse uma política de juros reais em nível elevado, desde a implantação do indexador. Tal política tornava-se necessária para administrar as expectativas de curto prazo de instituições financeiras, principalmente nacionais, acostumadas em especular com ativos num cenário de inflação indexada. *“Ocorre, entretanto, que o próprio período de transição acabava por criar um clima de indefinição no mercado, dificultando a colocação de títulos públicos”*. Nesse período de transição, o Tesouro, além de oferecer títulos com elevadas taxas de juros, teve que oferecer títulos com maturidade mais curta, como as LTN. Além disso, houve modificação no compulsório, no sentido de restringir a capacidade de aplicação de recursos na forma de crédito. Assim, se a taxa Over/Selic

¹⁶ Tais instituições, estando sediadas no país ou não (na forma de subsidiárias), possuem ao menos parte de seu capital pertencente ao controle estrangeiro.

era de 28,5% em janeiro de 1993, em junho de 1994, mês anterior à sua transformação em meio de pagamento, essa era de 50,6%.

Com tal política monetária de juros internos elevados, de curto prazo, e com a abertura econômica progressiva, houve uma forte entrada de capital externo que buscava maior rentabilidade com as taxas internas, que eram maiores do que as praticadas no exterior, assim como buscavam novas possibilidades de diversificação de carteira. Com a entrada de recursos externos, e com o câmbio administrado, a tendência era de aumento da base monetária, o que poderia implicar no aumento da inflação e pôr em dificuldades o plano de estabilização. O governo buscava esterilizar, portanto, essa entrada de recursos por meio das operações de mercado aberto o que exigia, ainda mais, juros elevados. Enfim, ao buscar balizar as expectativas dos agentes internos e ao enxugar a base monetária para controlar a inflação, a política de juros tinha um caráter vicioso, já que incentivava ainda mais a entrada de capitais externos¹⁷. (ANDIMA; 1997).

Contudo, é válido dizer que a indexação total da economia e sua relação com a queda nos preços mudou significativamente a conjuntura, ou o ambiente econômico, não só para devedores mas também para os credores. Do lado dos devedores, como veremos em seguida, o efeito renda pós-estabilização aumentou a demanda por bens de consumo, assim como a disposição ou propensão ao endividamento da pessoa física, ou dos consumidores em geral. O aumento da demanda teve efeitos positivos para a indústria e, principalmente, para o comércio, o que induziu esses setores a um aumento na demanda por crédito. Esse encadeamento de fatores explica em parte o crescimento total do crédito e o crescimento do financiamento à pessoa jurídica na primeira fase do Plano Real.

Já do lado dos credores a estabilização inflacionária trouxe mudanças ainda mais profundas. Conforme explicam Braga e Prates (1999), as instituições financeiras estavam adaptadas ao regime de inflação elevada. Essas tinham duas fontes principais de ganhos em tal contexto: as receitas inflacionárias e as de *float*. A primeira é oriunda de ganhos com a corrosão dos recursos do passivo dessas instituições, ou seja, são ganhos com os depósitos não-remunerados ou remunerados abaixo da inflação. As receitas de *float*, conforme explica Carvalho (1995), são oriundas de ganhos com a aplicação de capitais de terceiros num período de inflação elevada¹⁸.

¹⁷ Tal política ainda causou reflexos na Dívida Pública. Ver ANDIMA (1997) por exemplo.

¹⁸ Ver Carvalho 1995 para uma análise do período.

As receitas com a inflação eram responsáveis por 38% das receitas bancárias no período 1990-93, conforme IBGE/ANDIMA (1997) e o fim delas exigiu que tais instituições buscassem outras formas de obterem lucros. Dessa forma, houve uma expansão do crédito no Brasil como consequência do fim da inflação devido à mudança das estratégias bancárias nesse novo contexto. Essas expansões no volume de crédito não foram propriamente bem delineadas ou continham avaliações criteriosas dos devedores, já que os departamentos de crédito dos bancos nem sempre estavam preparados para essa expansão das operações. Vários autores analisaram a expansão de crédito após a introdução do Plano Real, como exemplo Braga e Prates (1999), Cintra (2006), Paula *et all* (2001), Carneiro *et all* (1998) entre outros.

O ciclo de crescimento foi acentuado na medida em que os bancos encontravam a demanda por crédito aquecida e a concorrência bancária acirrava-se. Na busca pela manutenção de *market-shares* o aumento nas operações de crédito de um banco incentivava a expansão nessas operações de outros, conforme mostra Freitas (1997). Assim, bancos que num primeiro momento não tinham uma postura tão agressiva tiveram que acompanhar os movimentos de outros, se expondo a riscos cada vez maiores e alimentando o ciclo expansivo.

Se, por um lado, as estratégias de expansão do crédito foram eficientes para aumentar a rentabilidade dos bancos, conforme sugere Carvalho (1995), essa aumentou o nível de endividamento da economia e a eficácia da política monetária. A eclosão da crise mexicana no início de 1995 e a conseqüente fuga de capitais externos levou o governo a aumentos ainda mais fortes nos juros e à políticas creditícias ainda mais restritivas.

Como os credores e devedores estavam mais sensíveis ao aumento nos juros e à liquidez da economia, a política anti-crise fragilizou as posições dos agentes econômicos. Bancos tornaram-se mais restritivos na concessão de crédito e em financiar a rolagem das dívidas das empresas. O aumento da inadimplência dos devedores aumentou a proporção de créditos de liquidação duvidosa na carteira das instituições financeiras. Assim, a aversão ao risco aumentou em conjunto com a redução no nível de atividade econômica causando não só retrações no volume de crédito e impactos nas transações de bens e serviços, mas também contrações no mercado interbancário e problemas de liquidez nas instituições financeiras.

Bancos menores e mais dependentes do mercado interbancário foram os mais afetados pelo “empoçamento” de liquidez nas grandes instituições financeiras. Conforme explica Braga e Prates (1999, p. 174), os primeiros agiram de forma mais agressiva nas estratégias de expansão de crédito a fim de “reduzir ou eliminar os desequilíbrios operacionais que já apresentavam antes do Plano Real os quais, por sua vez, eram encobertos pelos ganhos propiciados com a inflação”.

As dificuldades do Banco Econômico levaram o Governo a intervir em tal instituição em agosto de 1995. Já em novembro, outra instituição necessitava de intervenção: o Banco Nacional. Para o Governo ficaram-se claros dois pontos: a) que o aparato institucional não era adequado para intervenções nas instituições financeiras que apresentavam tais dificuldades, e; b) que o sistema financeiro em geral necessitava de medidas que visavam não só regular as atividades financeiras como aumentar a segurança de credores e devedores.

A partir de então, como descreve Cintra (2006), no intuito de evitar uma crise no sistema bancário como um todo, e de reorganizar o sistema financeiro nacional, o governo foi implementando uma série de medidas que tiveram impactos decisivos na conformação do novo sistema bancário e para a evolução do mesmo até 2007. Foram elas:

- i) a Medida provisória MP 1.179/95 e Resolução do CMN N. 2.208, que criou o Proer (Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional);
- ii) pela Resolução do CMN N. 2.211, foi regulamentado o Fundo Garantidor de Créditos e aumentou-se o capital mínimo para a abertura de novos bancos;
- iii) aumentaram-se os poderes do Banco Central em ocasiões de intervenção em instituições financeiras com problemas de liquidez que, na prática, facilitam fusões, cisões e aquisições entre essas instituições;
- iv) em 1997 aumentou-se o índice de Basileia – capital sobre ativos ponderados pelo risco – de 8% para 11%, pela Resolução do CMN N. 2.399/97;
- v) ainda em 1997, pela Circular do Banco Central N. 2.742, que instituiu o Proes (Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária), facilitou a privatização dos bancos estaduais na medida em que os liberou também a solicitar apoios financeiros nos moldes do Proer;
- vi) estimulou-se, a partir de então, o ingresso de instituições financeiras estrangeiras no setor bancário nacional, usando brechas dos artigos 192 da Constituição Federal de 1988 e do Artigo 52 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias.

Tais medidas e disposições do Governo tiveram impacto importantíssimo na estrutura ofertante de crédito no Brasil até 2007. Algumas delas tiveram impactos mais imediatos. O Banco Nacional foi absorvido pelo Unibanco já em 1995, e o Proer arrefeceu os problemas de

insolvência e conferiu maior estabilidade do sistema¹⁹, já que, segundo Braga e Prates (1999, p. 175), “a falência de outra instituição de grande porte poderia provocar o alastramento da crise para o sistema financeiro como um todo”.

Ainda assim, segundo a ANDIMA (1997, p. 51), 48 instituições financeiras foram liquidadas ou objeto de algum tipo de intervenção em 1995. Boa parte dessas liquidações se deu em bancos privados menores e em bancos estaduais, que tiveram maiores dificuldades com a crise. Além dos problemas das instituições financeiras, a economia como um todo atravessou um período de adversidades: “[c]erca de 1.300 empresas entraram em concordata no primeiro semestre [de 1995], contra 382 em igual período do ano anterior”. Desta forma, tais números também indicam que “[...] a capacidade de endividamento dos agentes econômicos nas operações de crédito havia atingido o seu limite”.

Com a sobreposição de medidas restritivas no lado monetário e financeiro que ocorriam desde o segundo semestre de 1994, o ritmo da economia desacelerou e as operações de crédito foram restringidas. Assim, no final de 1995, promoveu-se a flexibilização da política monetária, como a redução de compulsórios e a maior liberalização das operações de crédito.

Entre o segundo semestre de 1995 até o início do segundo semestre de 1997, a política monetária continuou a mesma, progressivamente menos restritiva – mas mantendo a inflação controlada – assim como alguns de seus reflexos indesejáveis: os juros elevados, ainda que cadentes, mantiveram atraindo o capital externo, e a dívida pública continuou aumentando. Todavia, a partir de 1995, os impactos de longo prazo das medidas de reestruturação bancária foram se tornando cada vez mais evidentes.

Em essência, com o Proer e outras medidas implementadas posteriormente, o Governo promoveu não só a concentração bancária, por meio de facilidades nos processos de fusões e aquisições, mas também incentivou a desnacionalização desse setor, estimulando a entrada de instituições de controle e/ou participação estrangeira, principalmente por meio de compra de ativos já existentes. Justamente após a crise mexicana temos que a participação do crédito de capital externo começou a se expandir de maneira vigorosa.

De fato, entre 1995 e 2001, o número de bancos comerciais e múltiplos com controle estrangeiro aumentou de 21 para 61. Destacam-se as aquisições do Bamerindus pelo HSBC e a do Noroeste pelo Santander, bancos que tinham importante presença no país em número de agências, ativo e nas operações creditícias. A participação dos bancos estrangeiros no total de

¹⁹ Apesar de várias críticas que o programa suscitou. Ver Freitas (1997), Braga e Prates (1999) entre outros.

ativos do setor foi de 7,2% para 29,9% no mesmo período. Além disso, o sistema financeiro estrangeiro possuía 4,6% dos depósitos bancários em 1994, já em 2001 o mesmo possuía 19,8%. Por último, no mesmo período, o capital bancário externo saltou de 5,2% para 29,9% a sua participação nas operações de crédito. (CINTRA; 2006).

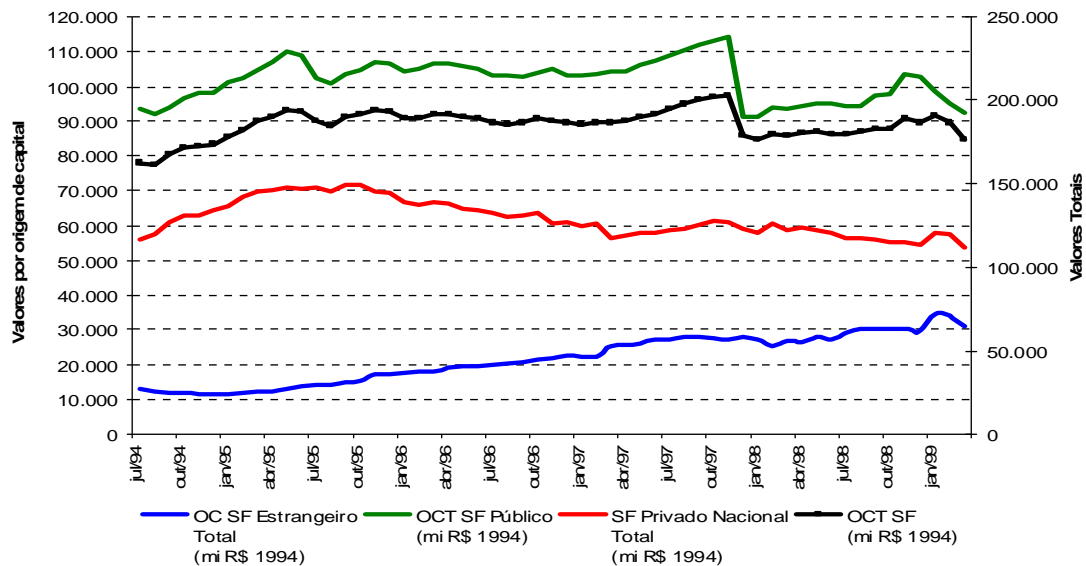
Segundo Cintra (2006, p. 298) “[o] significativo crescimento observado [do crédito de controle estrangeiro], sem dúvida, originou-se na aquisição e/ou incorporação de instituições financeiras nacionais, públicas e privadas”. Tais instituições, em virtude de suas relações com as matrizes e estabelecimento no sistema financeiro internacional, destacaram-se na intermediação de recursos externos captados pelo setor bancário. Em 1995, por exemplo, esses captavam 31% do total de recursos estrangeiros captados. Já em 2000, 55,6%. Além disso dedicaram-se inicialmente em financiar o comércio exterior, via créditos à exportação, e nos serviços de estruturação das emissões de títulos no exterior.

A desnacionalização foi impulsionada, portanto, pelas mudanças no marco regulatório do sistema financeiro nacional após a crise bancária de 1995, sendo desejável e estimulada pelo governo entre 1995 e 2001. Além disso, conforme assinalam Braga e Prates (1999), o mercado brasileiro era uma boa oportunidade não só para a diversificação de ativos por si só, mas também no país ofereciam-se boas perspectivas de rentabilidade: a política de estabilidade do nível de preços redundava em rendas com juros elevados; acreditava-se que o mercado de crédito brasileiro poderia ser melhor explorado; além disso, o setor industrial estava em pleno processo de reestruturação, o que se configurava em oportunidades especiais para as instituições financeiras de controle externo. A partir de então verifica-se uma troca de participações entre o sistema credor público, privado nacional e o estrangeiro, principalmente a partir de 1997.

A Figura 3 nos mostra a evolução do crédito total por fonte credora. Pode-se observar que na Fase 1, a partir de 1995, o sistema financeiro estrangeiro foi absorvendo parcelas crescentes do crédito total. Percebe-se que a expansão do sistema financeiro estrangeiro teve impactos diretos na presença do sistema privado nacional e que o sistema público, apesar da privatização de alguns de seus bancos no período, também expandiu significativamente seus recursos. Entre 1995 e 1997, esse último expandiu seu saldo em 21%. Temos, então, a caracterização da primeira etapa que marca o aumento da presença estrangeira: primeiramente absorveram instituições privadas nacionais menores e incorporaram os créditos das mesmas, ou seja, houve, em certa medida, a desnacionalização parcial do sistema financeiro. Já na segunda etapa, como veremos, a privatização teve seus efeitos, e o aumento da participação e do volume de crédito do sistema

financeiro estrangeiro se deu em detrimento da forte redução dos créditos do sistema financeiro público, havendo, também em certa medida, a privatização parcial do sistema financeiro.

Figura 3: Operações de crédito por origem de capital. Em Reais de 1994. (Jul/1994-Mar/1999)



Fonte: Elaborado com dados do Banco Central do Brasil (SGS).

Em outubro de 1997 a crise asiática mudava o panorama conjuntural sob os quais os ofertantes de crédito tomavam suas decisões de aplicação de recursos. Segundo ANDIMA (1997), os problemas nos déficits em conta corrente de alguns países do sudeste asiático conturbaram o cenário internacional. A instabilidade externa que ocorria desde abril daquele ano, culminou na forte elevação de juros nas economias daqueles países, trazendo adversidades para todas as chamadas “economias emergentes”. Como indicador da aversão ao risco a ANDIMA (1997) cita que “[o]s efeitos de tais medidas se fizeram sentir, sobretudo, nas Bolsas de Valores de todo o mundo, lideradas pela tendência da Bolsa de Nova Iorque”. Internamente o Banco Central praticamente dobrou a taxa de juros básica, entre outras medidas paliativas, para defender o câmbio e manter a inflação estável.

O reflexo da crise asiática no crédito foi curioso: o setor público continuou expandindo o seu volume; o crédito externo, após um breve período de retração, continuou em crescimento conforme o cenário internacional melhorava no ano de 1998; e o setor privado nacional manteve o ritmo de retração no crédito real. É um tanto quanto surpreendente que o setor externo, com a crise de confiança em relação à estabilidade das economias emergentes, tenha continuado a expandir suas operações de crédito no Brasil, principalmente por meio de fusões e aquisições,

enquanto que os credores privados internos, naturalmente mais bem informados das condições internas de solvência dos devedores no mercado brasileiro, e que não operavam com a arbitragem de taxas de juros entre países ao menos de forma significativa, tenham continuado o seu movimento de retração.

A Crise Russa, ocorrida em Agosto de 1998, aprofundou os problemas da política econômica nacional. Tornava-se cada vez mais difícil a manutenção da política cambial frente à fuga de capitais externos e a conseqüente redução no nível de reservas. Além disso, um novo aumento nos juros agravava ainda mais a dívida pública interna e havia, ainda, temores sobre a volta da inflação.

Segundo a ANDIMA (2004), a fuga de recursos com o advento da moratória russa causou uma redução das Reservas Internacionais de US\$ 70,2 bilhões para US\$ 50 bilhões apenas um mês após o estouro da crise. O capital externo tinha importância no Brasil não apenas no crédito, nem também pela posse e negociações de títulos variáveis, mas também era importante para a rolagem da dívida pública federal, usada como instrumento para acomodar o câmbio e a inflação. Não é de se surpreender, portanto, que foram adotadas uma série de medidas para manter o capital estrangeiro no país. Entre elas foram:

- Aumento da colocação primária de papéis atrelados à variação cambial, (NBC-E e NBC-F) para oferecer *hedge* aos investidores e sinalizar a manutenção do regime cambial;
- Redução dos prazos médios e mínimos dos empréstimos externos;
- Aumento do limite de utilização de recursos que eram para ser aplicados à agricultura para aplicações com títulos cambiais;
- Isenção do Imposto de Renda sobre recursos captados para fundos de renda fixa para estrangeiro;

Além dessas medidas de estímulo à permanência de recursos externos, anunciaram-se medidas de cortes de gastos e a adoção de metas de superávit primário. Todavia, tais medidas não foram suficientes, já que a fuga de capitais permaneceu e, com a manutenção da taxa de juros básica em nível elevado desde a crise asiática, a economia real dava sinais de recessão.

Como conseqüência, voltando-se ao crédito, no final de 1998, um dos alicerces de sustentação tinha sido debilitado: o crédito externo. Como o setor privado nacional continuou a reduzir suas operações, o volume total de recursos financiados somente manteve-se estável, em virtude da aceleração do crédito de origem pública. É interessante observar, como é apresentado na Figura 3 que, enquanto o saldo real das operações de crédito do sistema financeiro estrangeiro manteve-se estagnado e os volumes dos credores privados nacionais continuaram a cair no ano de

1998, o setor público aumentou drasticamente o saldo de suas operações, sugerindo uma política anticíclica creditícia.

O BNDES teve um papel importante nessa expansão do crédito de origem pública. Analisando os desembolsos anuais do banco, tem-se a sugestão de que o governo, por meio dessa instituição, agiu de forma anti-cíclica, mantendo, assim, a sustentação do crédito nesse momento adverso. Em 1995 o total de desembolsos foi de R\$ 7,1 bilhões e em 1996 foi para R\$ 9,8 bilhões. Em 1997, ano da crise asiática, o banco praticamente dobrou o volume de desembolsos: R\$ 17,9 bilhões. Já no ano de 1998 o banco manteve o nível (R\$ 18,9 bi) e, em 1999, reduziu levemente (R\$ 18 bilhões). Houve, portanto, uma expansão significativa do banco num período de adversidades para a indústria em que o sistema financeiro privado nacional (maior credor da pessoa jurídica) retraia o crédito.

Diante da impossibilidade de manutenção do regime de bandas cambiais, as metas de política econômica precisaram ser alteradas e, assim, introduz-se o regime de câmbio flutuante e, posteriormente, o de metas de inflação que conjugaram com as metas de superávits primários como aspectos centrais da política econômica.

Após tentativas de introduzir o gradualismo no movimento (preço) do câmbio, a liberação do Real causou o chamado *overshooting* da moeda nacional. O Real chegou a estar próximo de ¼ de Dólar, o que aumentou o temor de repasse dos custos das matérias-primas e intermediárias aos produtos, ou seja, houve um novo temor sobre a volta da inflação. Assim, o nível de juros continuou elevado até o segundo semestre de 1999, estabelecendo quase dois anos de juros em nível exorbitante (desde a crise da Ásia).

A mudança do regime cambial é o primeiro ponto de inflexão evidente no crédito total e, como consequência, no crédito à pessoa jurídica, marcando o fim da “Fase 1” que sugerimos. A curta expansão no crédito entre 1994 e o primeiro semestre de 1995 foi impulsionada, do lado da oferta, pela necessidade de reorientação das estratégias operacionais dos bancos e demais instituições credoras, que não contariam mais com as receitas inflacionárias e que reorientaram seu *portfólio* à favor do crédito. Essa mudança foi absorvida por uma demanda forte por crédito ocasionada pelos efeitos da estabilização nos agentes demandantes. A Crise do México arrefeceu a demanda por consumo e crédito, assim como implicou em restrições de liquidez nos agentes financeiros. Com o Proer e outras medidas ao longo do período, o crédito de controle externo foi aumentando, por meio de apropriação de ativos ocasionada por fusões e aquisições. Assim, houve a redução significativa da participação do crédito de controle privado nacional em detrimento da

outra. O sistema público, apesar do início das privatizações manteve seu volume de crédito e, inclusive, demonstrou um comportamento levemente anticíclico nessa “Fase 1” após 1997.

2.2.1.1. Condições de demanda e o crédito à pessoa jurídica

Ao se analisar a distribuição do crédito ofertado entre setores econômicos, ou seja, o destino do crédito, notamos importantes mudanças no período em questão. Para isso, utilizamos a segregação utilizada pelo Banco Central, que divide os setores econômicos entre o segmento industrial, serviços, comércio, setor público, rural, habitacional e pessoa física. Destacamos que os volumes analisados independem da origem de capital da fonte credora – sistemas financeiros público, privado ou estrangeiro. A análise setorial apresentada abaixo não leva em conta se o crédito é com recursos livres ou direcionados²⁰ e é feita com séries deflacionadas em valores de julho de 1994.

Em agosto de 1994 o setor mais financiado era a indústria, contando com 24% do total de recursos, seguido pela habitação, o setor público, serviços e comércio, com 21%, 17% 12% e 10% respectivamente. O crédito rural absorvia 8% e, por fim, o crédito à pessoa física era o menor, com apenas 7% dos recursos disponibilizados, conforme é apontado na Tabela 2. Esse, portanto, é o retrato do direcionamento do crédito no início do período analisado.

Tabela 2: Distribuição do crédito entre os setores em períodos específicos (em milhões de Reais de 1994 e percentual sobre o total)

Mês	Industrial		Comercial		Serviços		P. Física		Habitação		Rural		Setor Público		Total
	R\$	%	R\$	%	R\$	%	R\$	%	R\$	%	R\$	%	R\$	%	R\$
ago-94	39.294	24%	16.725	10%	18.898	12%	10.975	7%	33.969	21%	13.729	8%	27.938	17%	161.528
jan-99	55.338	29%	18.181	10%	24.706	13%	24.462	13%	36.206	19%	17.599	9%	14.484	8%	190.976
mar-00	42.027	27%	15.165	10%	23.064	15%	24.016	15%	29.614	19%	15.007	10%	8.978	6%	157.871
out-02	47.468	31%	16.199	11%	26.727	18%	35.477	23%	9.747	6%	12.953	8%	3.973	3%	152.544
abr-03	38.474	29%	13.781	10%	22.975	17%	30.642	23%	8.409	6%	13.132	10%	4.529	3%	131.942
dez-07	57.045	23%	26.052	10%	41.690	17%	83.869	34%	12.234	5%	23.801	10%	5.024	2%	249.716

Fonte: Elaborado com dados do Banco Central do Brasil (SGS).

A curta expansão no volume real logo no primeiro ano do Plano Real (entre agosto de 1994 a junho de 1995) se deu em virtude do crescimento do volume destinado ao comércio (aumento de 44%), à pessoa física (33,5%) e ao setor rural (29%). O aumento expressivo do crédito à pessoa física e ao comércio é coerente com o ambiente de euforia da época, quando ocorria o “boom” de consumo após a estabilização monetária. Afinal é natural que com a propensão a consumir maior o segmento físico estivesse apto a enfrentar um aumento no

²⁰ Ver seção 2.1. sobre os conceitos de recursos livres e direcionados.

endividamento. Como conseqüência, com a demanda aquecida, seria natural também que fossem necessários volumes adicionais de caixa e de giro por parte do segmento comercial e, em menor medida, para o setor industrial. Porém, o crédito à indústria cresceu apenas 11,1%, apesar de ser o maior captador de recursos concedido pelo sistema financeiro, recebendo em torno de 22,6% do total em junho de 1995.

Conforme apontam Carneiro *et all* (1998) e Braga e Prates (1999), a estabilidade inflacionária e as boas perspectivas econômicas estimularam o aumento de endividamento principalmente pela maior previsibilidade quanto aos fluxos futuros de renda das famílias. A população de baixa renda, que tinha menores condições de defesa contra a perda de valor da moeda também foi favorecida. Esses fatores explicam o aumento do crédito à pessoa física, indústria e comércio durante o “boom” de consumo. Além disso, as perdas das receitas inflacionárias que as instituições financeiras tinham no período anterior tiveram que ser compensadas na forma de outras receitas. Assim, do lado da oferta, abriu-se a necessidade e oportunidades para novas formas de ganhos. Mudanças, portanto, do lado da demanda e da oferta explicam a expansão do crédito nesse pequeno período.

Após a expansão inicial, o crédito total mudou a tendência até então e manteve-se relativamente estável até 1999. Mas, se em termos de volume houve poucas mudanças entre 1995 e 1999, a distribuição do crédito entre os setores de atividade econômica apresentou alterações. O crédito à pessoa física continuou a expandir, enquanto houve redução dos recursos confiados ao setor público e ao comercial, e houve estagnação do crédito aos demais setores, exceto ao setor industrial. Entre junho de 1996 e setembro de 1998, por exemplo, o volume de recursos destinados à pessoa física cresceu 93,62%, enquanto o comércio e o setor público reduziram, respectivamente, 24,64% e 50,47% os seus recursos em circulação²¹. A exceção foi o pequeno crescimento dos recursos destinados à indústria, que cresceu 10,2% durante o auge do processo de reestruturação industrial.

O pequeno crescimento do crédito à indústria nessa “Fase 1” contrasta com a necessidade que tal setor econômico tinha por recursos. Afinal, a abertura econômica não só mudava o ambiente econômico para os bancos e demais instituições financeiras, mas também causou enorme impacto nos diversos setores empresariais. Frente a um expressivo aumento nos padrões de concorrência, todo o segmento jurídico tornou-se carente de reestruturação organizacional e

²¹ O crédito ao setor público foi reduzido apenas em parte devido à securitização das dívidas dos estados. A partir de então houve uma tendência de longo prazo de queda de recursos destinados a esse segmento.

produtiva, o que implicava em mudanças nos processos gerenciais e, principalmente, em mudanças na base de capital, ou seja, as empresas precisavam realizar investimentos.

Para medir o impacto do aumento da concorrência externa no setor industrial recorreremos às tarifas de proteção do setor antes e depois da abertura e do Plano Real. Segundo Rossi Júnior e Ferreira (1999), por exemplo, a tarifa média **nominal** de proteção comercial era de 34% no período 1989/93. Já a média do período 1994/97 foi em torno de 13,4%. A proteção **efetiva** da indústria, que avalia não só o impacto da abertura nos preços finais dos setores mas também incorpora os incentivos que incidem sobre os insumos, foi de 41,49% no primeiro período e de 20,69% no segundo. Ou seja, tais indicadores ilustram que a indústria passou por um processo de exposição crescente à concorrência externa²² em virtude da redução tarifária. Ver também Kume (1996) para uma excelente análise dos impactos da abertura para as empresas.

A estratégia de combate à inflação do Plano Real contava com a gestão do sistema de tarifas aduaneiras para disciplinar os preços domésticos. Conforme aponta Bonelli *et all* (1997) houve antecipação do cronograma de redução de tarifas à importação e, inclusive, a antecipação dessas à TEC (Tarifa Externa Comum), apressando a convergência do país aos acordos do MERCOSUL. Ainda vale dizer que a manutenção do câmbio fixo à nível sobrevalorizado e à demanda reprimida do período anterior por importações estabelecia um contexto significativamente adverso à base produtiva interna frente à crescente competição com o mercado externo.

Desta forma, restava aos industriais (e para os empresários em geral) duas opções: a venda de ativos, ou seja, sair do mercado, ou iniciar um intenso processo de mudança nos arranjos organizacionais em conjunto com a modernização rápida do capital. Quanto à primeira alternativa vale dizer que estudos como o de Sarti e Laplane (2002) sugerem um forte processo de transferência de propriedade das empresas nacionais para investidores estrangeiros que, nas formas de IDE, orientaram seus recursos principalmente para a compra de ativos já existentes, tendo um impacto menor do que o esperado por alguns economistas²³ na ampliação do capital nacional. Sarti e Laplane (2002) analisaram a importância da participação das empresas estrangeiras num grupo composto pelas 500 maiores empresas brasileiras: em 1989, 30% dessas eram estrangeiras e já no ano 2000, 46% das 500 maiores empresas no Brasil eram de propriedade externa. Além da questão da propriedade, a inserção do capital externo na base

²² Ver Rossi Júnior e Ferreira (1999) para uma avaliação dos impactos da abertura econômica sobre a produtividade industrial nos anos 1990. Ver também Kume (1996) para análises sobre a proteção efetiva da indústria.

²³ Ver, por exemplo, Franco (1998), Mendonça de Barros e Goldenstein (1997), Moreira (1999a e 1999b) entre outros.

produtiva do país resultou que parcelas maiores do faturamento, produção, exportações e importações eram incorporadas por aquelas empresas.²⁴

No caso dos Investimentos Externos Diretos (IDE), como o próprio nome sugere, o *funding* para a realização dos investimentos é oriundo do setor externo e direcionado para empresas de propriedade ou com participação estrangeira. Isso significa que são recursos que afetaram a base produtiva ou de serviços interna (principalmente quando utilizados para ampliação de capital) mas que não se relacionam de forma direta com o crédito à pessoa jurídica da forma em que é analisada no presente trabalho. A relação que há dos IDEs com o crédito às empresas é na ocasião de seu direcionamento ao sistema financeiro, já que, como vimos, houve a desnacionalização de parte da estrutura ofertante de crédito. Assim, pode-se dizer, que a importância dos IDEs para o crédito à pessoa jurídica é pouco significativa e indireta. Pouco significativa porque tratam-se de recursos captados externamente, direcionados às empresas de controle estrangeiro (alheio, portanto, ao sistema credor nacional). E indireta porque parte desses recursos se destinou à compra e, em menor medida, na ampliação das empresas prestadoras de serviços financeiros no Brasil.

Temos que a desnacionalização da propriedade das empresas brasileiras nessa “Fase 1” é particular por vários motivos: a) ilustra que frente às mudanças institucionais, ou, mais precisamente, frente ao aumento da concorrência externa, boa parcela dos empresários nacionais vendeu participações ao capital estrangeiro; b) no âmbito do presente trabalho, o movimento de desnacionalização da indústria tem impactos diretos pouco significativos no crédito, já que os recursos para tanto foram arbitrados e direcionados externamente à economia nacional, e; c) têm relação com o crédito na medida em que parte dos IDEs destinou-se à aquisição de ativos do sistema financeiro nacional.

A segunda opção disponível para os empresários brasileiros seria implementar uma importante mudança organizacional e produtiva para se manterem no mercado. A reestruturação produtiva dos anos 1990, e também a reestruturação organizacional, exigiu que os empresários fizessem investimentos. Desta forma, vale analisar qual a participação dos credores (ou do crédito) da pessoa jurídica nesse processo.

Não faz parte do escopo do presente trabalho discutir e analisar profundamente o processo de reestruturação industrial e modernização produtiva nesse período, embora fosse interessante explorar mais alguns dos aspectos. Restringimos-nos, por escopo de trabalho, a apresentar em

²⁴ Ver Laplane e Sarti (2002) para um estudo dos Investimentos Diretos Externos e da internacionalização da indústria brasileira nos anos 1990.

linhas gerais como se deu os investimentos para essa modernização e qual foi a participação do crédito para tanto.

Segundo Bielschowsky (1999), apesar da heterogeneidade estrutural da base produtiva interna, a reação das indústrias (e das empresas em geral) teve alguns traços marcantes e similares. Utilizando dados da CNI/CEPAL (1997), o autor indica que os investimentos realizados pelo setor industrial no período 1995-1997 foram orientados, principalmente para a redução de custos, ou seja, para a modernização do capital imobilizado. Foi feito, pelo autor, uma “radiografia” dos investimentos no período. Agruparam-se, de um lado, os investimentos para reposição de equipamentos, desobstrução de gargalos e os que visavam a redução de custos – chamados de investimentos em modernização ou para redução de custos. Por outro lado, agrupou-se os investimentos voltados à ampliação de plantas, para formação de novas plantas e para a criação de novos produtos, grupo esse classificado como “investimentos de expansão”.

Os resultados da análise indicaram alguns pontos importantes: a) que os investimentos foram concentrados em projetos para redução de custos; b) esses investimentos, de modo geral, geravam maior capacidade de produção nas linhas de produto existentes; c) os mesmos também foram concentrados nos produtos ou linhas de produtos mais importantes para as empresas; d) que era previsto para os anos subseqüentes um acréscimo da participação dos investimentos em expansão no total de investimentos, mas com a ressalva de que o volume total de investimentos seria reduzido, e, ainda; e) que fatores macroeconômicos aumentavam a incertezas sobre o futuro dos negócios e agiam muito negativamente não só nas decisões de investimentos orientadas para a expansão, mas também nas decisões de modernizar a capacidade produtiva. (BIELSCHOWSKY; 1999).

O autor classifica que os investimentos do período resultaram num “mini-ciclo de modernizações” das empresas, em que os investimentos se destinaram prioritariamente para a redução de custos, compras de máquinas e equipamentos novos e para utilização de insumos melhores (principalmente importados) quando, fundamentalmente, a eficiência marginal do capital compensasse o elevado nível de juros, os riscos e o custo de oportunidade de outras aplicações não produtivas. Desta forma, os investimentos não precisavam ser necessariamente vultuosos, já que em algumas ocasiões, inversões relativamente menores de capital, e até divisíveis ao longo do tempo, aumentavam significativamente a produtividade das operações, do capital e do trabalho²⁵.

²⁵ Diversos trabalhos apontam que no período houve significativo aumento da produtividade da indústria, Por exemplo, Moreira (1999), Rossi Júnior e Ferreira (1999), entre outros.

A análise dos investimentos feita por Bielschowsky (1999) explica e/ou corrobora o as conclusões de várias pesquisas acerca do desempenho da indústria no período. Aponta-se de modo geral, que a indústria apresentou um expressivo aumento da produtividade (principalmente do trabalho), que aumentou de forma importante o coeficiente de abertura comercial de produtos finais e também do comércio de insumos e bens intermediários, e que houve, em alguns setores, a especialização regressiva.

Dado esse comportamento modernizante do setor produtivo e empresarial, onde o crédito poderia se enquadrar nesse processo? Ora, se os investimentos do período foram direcionados a aquisições de máquinas e equipamentos, a oferta de crédito poderia amenizar as restrições de capital próprio, concedendo recursos para as aquisições – sendo essas mediante compras no mercado interno ou importações. Por outro lado, o sistema financeiro poderia fornecer recursos de caixa para as empresas, liberando recursos próprios que poderiam ser utilizados nas aquisições. Vale ressaltar que essa segunda opção, entretanto, gera custos adicionais para as empresas, já que empréstimos de caixa são de curto prazo e implicam em juros maiores, diferentemente das características das modalidades de longo prazo.

A Tabela 3 nos dá alguns subsídios para compreender para qual fonte credora as empresas recorreram para a compra de ativos (modernização) e o quanto que cada fonte credora participou no processo. Os créditos de recursos livres são oriundos principalmente de bancos múltiplos e comerciais de capital privado. Apresentamos algumas das modalidades desse crédito: adiantamentos de receitas, que é a soma do saldo das operações de crédito das modalidades *vendor*, descontos de duplicatas, notas promissórias e conta garantida; empréstimos de caixa, que é a soma das modalidades capital de giro e *Hot Money*; e investimentos, que é a soma das modalidades aquisição de bens e financiamento imobiliário à pessoa jurídica. A coluna total apresenta a soma dessas modalidades e nos dá inferências acerca da participação dos bancos comerciais e múltiplos no total do “crédito para modernização”. A Tabela 3 também apresenta o saldo das operações de crédito do BNDES (totais). Infelizmente não foi possível desagregar o crédito à pessoa jurídica dessa fonte, que concede recursos para a agricultura, para o Estado, assim como para atividades de esporte e cultura. Todavia, a maior parte dos recursos do banco é destinado ao segmento jurídico, já que, por exemplo, a soma dos **desembolsos** das linhas FINAME, FINEM (direta e indireta), BNDES Exim (direta e indireta), BNDES/MERCADO DE CAPITAIS E LEASING, linhas quase exclusivas para o crédito às empresas, no ano de 1998 foi de R\$ 10.983 bilhões, que em Reais de 1994 equivalia a R\$ 7.406, que representou em torno de

20% do saldo, ou “estoque”, de crédito do banco²⁶. Por último apresentamos a soma das captações via debêntures, notas promissórias e ações, obtidas mediante emissões no mercado de capitais.

Com base nos dados apresentados podemos inferir que as empresas recorreram principalmente ao BNDES para o financiamento de máquinas e equipamentos ao longo do esforço de modernização produtiva, já que o banco teria concedido em torno de 49% de todos os recursos creditícios apontados – incluindo, aqui, o volume concedido para empréstimos de caixa e adiantamentos de receitas. O mercado de capitais teve um papel menor porém importante, já que o *funding* fornecido por tal fonte pode ser alocado para adquirir máquinas e equipamentos. Os bancos comerciais e múltiplos concederam recursos num volume importante, mas restrito para empréstimos de curto prazo, contribuindo de forma quase que inexpressiva para a compra de bens e financiamentos imobiliários.

**Tabela 3: Créditos para a modernização – recursos livres, mercado de capitais e BNDES.
Em Milhões de Reais de 1994**

Mês	Recursos Livres				BNDES ⁵	Mercado de Capitais ⁶	Total
	Adiantamentos de Receitas e Conta Garantida ¹	Empréstimos de Caixa ²	Investimentos ³	Total (RL) ⁴			
dez/96	10.797,92	10.567,93	681,93	22.047,79	NC	13.401,09	35.448,88
dez/97	11.715,13	9.922,43	845,60	22.483,16	27.814,00	11.517,55	61.814,71
dez/98	10.618,76	9.629,68	621,68	20.870,12	37.766,00	18.032,10	76.668,22
dez/99	10.561,90	8.878,03	650,63	20.090,56	34.712,00	10.579,09	65.381,65

Nota 1 – Soma das modalidades: *vendor*, descontos de duplicatas, notas promissórias e conta garantida.

Nota 2 – Soma das modalidades: Capital de Giro e *Hot Money*.

Nota 3 – Soma das modalidades: Aquisição de Bens e Financiamento Imobiliário (Pessoa Jurídica)

Nota 4 – Soma das colunas (2), (3) e (4).

Nota 5 – Contas do Balanço patrimonial do BNDES (Consolidado do Banco). Soma das operações de crédito do ativo circulante e do realizável a longo prazo.

Nota 6 – Soma das emissões de Ações, Debêntures e Notas Promissórias no ano.

Fontes: Andima, BNDES e Banco Central do Brasil.

Enfim, podemos sugerir que durante a fase principal de reestruturação industrial as empresas recorreram ao BNDES para obterem recursos que seriam destinados à compra de máquinas e equipamentos; o mercado de capitais foi uma opção importante também para essa finalidade, porém cabe a ressalva que apenas grandes empresas tiveram acesso a tal fonte, por motivos óbvios; e que os bancos múltiplos e comerciais foram praticamente alheios nesse processo. Nota-se, inclusive, que essa última fonte retraiu o volume de crédito destinado à aquisição de bens entre 1997 e 1998, quando as crises da Ásia e da Rússia conturbaram o

²⁶ Se em apenas um ano o banco desembolsou o equivalente a 20% do total de seu saldo e o prazo de maturidade desses empréstimos gira em torno de cinco anos, podemos inferir que a maior parte do crédito do BNDES foi para as empresas (indústria, comércio e serviços) no período em questão.

ambiente macroeconômico. Bancos comerciais e múltiplos, portanto, nessa fase de intensa reestruturação produtiva, ativeram-se a sanar apenas as necessidades de curto prazo das empresas, esquivando-se de conceder recursos de prazos mais longos de maturação.

2.2.2. Período 1999-2003: câmbio flutuante, crises e a retração do crédito.

A Fase 2 foi marcada pela forte retração do volume total de crédito e por fortes flutuações nos recursos concedidos à pessoa jurídica. A retração do crédito nesse período foi caracterizada pelas duas quedas drásticas que ocorreram: uma no início (após a mudança do regime cambial) e a outra no fim do período (concomitantemente ao pleito eleitoral de 2002). Já o total de recursos concedidos à pessoa jurídica, apesar de apresentar similaridade em relação ao comportamento agregado, apresentou resultados menos negativos. Isso porque entre 2000 e 2001, o crédito às empresas apresentou recuperação, enquanto o crédito total permaneceu estagnado.

Foi marcante também o comportamento restritivo das fontes internas de recursos, principalmente pela forte queda nos créditos oriundos do sistema financeiro público, e pelo menor crescimento do saldo das operações de crédito oriundas do sistema financeiro estrangeiro. Os setores privado nacional e público, cada um, reduziram em 20% os recursos ofertados entre janeiro de 1999 e abril de 2000, por exemplo. Por outro lado, o setor externo, no mesmo período, reduziu apenas em 4%. No período como um todo, o crédito total caiu 30,8% e o crédito à pessoa jurídica caiu 24%.

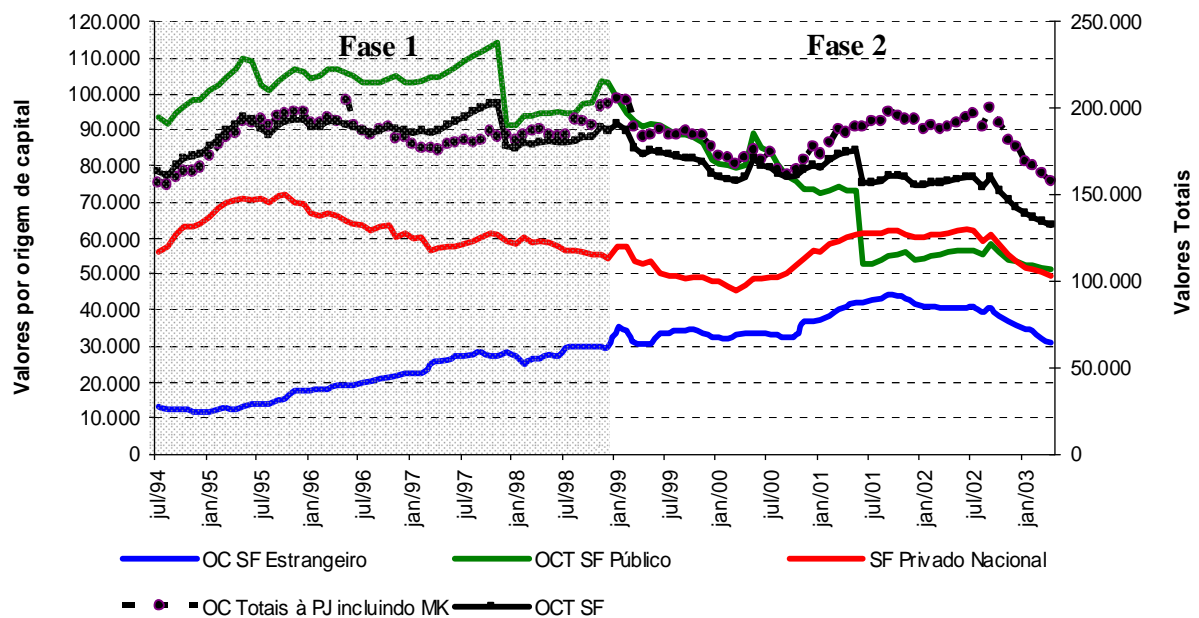
Se durante e após as crises da Ásia e da Rússia o sistema público foi a fonte credora mais estável, que sustentou o nível de crédito nesse período de crises, inclusive de forma anti-cíclica, essa também após 1999 retraiu o crédito. Não obstante, e o que é mais importante, iniciou-se, a partir daquele ano, uma redução progressiva da participação do setor público como fonte credora, em detrimento do aumento da participação do setor externo e, principalmente, das fontes credoras privadas de capital nacional que mudariam sua tendência restritiva após o ano 2000. Embora parte da queda do setor público esteja relacionada com a securitização de créditos direcionados ao setor rural e habitacional, foi justamente a continuação do processo de privatização que determinou a mesma. Assim, entre os anos de 2000 e 2002, os setores privado nacional e público tornaram-se equivalentes em volume e, a partir de 2002, o primeiro tornou-se a maior fonte de recursos do SFN.

A Figura 4 nos mostra a evolução do crédito nesse período e o comportamento pouco melhor do crédito a indústria, comércio e serviços, incluindo os recursos captados no mercado de capitais por meio de emissões primárias. Além disso, mostra também a evolução de cada fonte

credora, tornando evidente a retração importante e persistente do crédito do sistema financeiro público.

A forte queda no crédito entre janeiro de 1999 e março de 2000 se deu de forma não correlacionada com as políticas econômicas adotadas no período, ao contrário do que ocorreu entre a crise asiática e a brasileira de 1999. Entre 1997 e 1998, a retração do crédito de origem privada (nacional e estrangeira) se deu em conjunto com o aumento da taxa de juros e dos compulsórios, e num cenário de expectativas adversas, ou seja, num momento claramente inadequado para o crédito.

Figura 4: Crédito total e à pessoa jurídica e crédito total por fonte credora. Em Reais de 1994. (Jul/1994-Abr/2003).



Fonte: Banco Central do Brasil

Já a queda após 1999, se deu num ambiente de redução forte e persistente dos juros e redução do nível de compulsórios – entre março e outubro de 1999, por exemplo, houve redução os compulsórios sobre depósitos à prazo de 30% para 0%, e sobre depósitos à vista de 75% para 65%. Essas medidas sobre o compulsório tiveram como objetivo forçar que o *spread* bancário caísse em conjunto com a redução da SELIC e, assim, aumentar as operações de financiamento às empresas e população em geral. (ANDIMA; 2004). **Há evidências, portanto, de que algumas das variáveis importantes na determinação do volume de crédito em circulação (compulsórios e juros) tiveram menos efeito no comportamento dos bancos nesse período.**

Outros fatores como o nível de atividade econômica, a aversão ao risco e a preferência pela liquidez, ao que parece, conforme sugerimos no Capítulo 3, surtiram mais efeito na escolha e estruturação dos ativos bancários nesse período do que os movimentos da SELIC e do percentual de compulsórios.

No início do ano de 2000, alguns fatores políticos e econômicos melhoraram o cenário geral para a economia brasileira. Fatores como a melhora no nível de atividade industrial, redução da taxa de desemprego e a entrada de Investimentos Externos Diretos (IEDs) introduziram um viés otimista para os agentes econômicos, conforme sugere a ANDIMA (2004).

Iniciou-se, então, um período curto de recuperação no volume de crédito, principalmente à pessoa jurídica. O sistema financeiro privado nacional expandiu fortemente suas operações de tendo, pela primeira vez em todo o período analisado, mais estoque de crédito do que o sistema público, que retraiu significativamente seu saldo. O setor externo tardou um pouco para expandir o saldo de suas operações, mas também cresceu. Tais tendências permaneceram as mesmas até o ano de 2001, quando surgiram várias crises de diferentes origens, que reverteriam o processo de recuperação do crédito.

Primeiramente, as dificuldades da Argentina na esfera produtiva (recessão da produção) e financeira/cambial (impossibilidade de manter a paridade do câmbio e a falência do estado argentino) tiveram reflexos negativos na economia nacional que estava aquecida, mas com preocupações, por parte da equipe econômica do governo, com o atingimento das metas de inflação estipuladas. A elevação nos preços era alimentada menos pela expansão do nível de atividade do que pelo repasse nos preços da depreciação cambial. Em segundo lugar, no mesmo mês de recrudescimento da Crise Argentina, o país começou a enfrentar a crise de energia, que afetou não só os cidadãos comuns mas também o parque produtivo como um todo. Por último, a atonicidade da comunidade global com os atentados de 11 de Setembro de 2001 completou o pano-de-fundo de um ano de forte elevação da taxa SELIC, forte depreciação cambial e de redução do nível de atividade no Brasil. (ANDIMA; 2004).

As diversas crises do ano de 2001, apesar de terem interrompido a recuperação do crédito não resultaram propriamente numa retração de recursos. Houve, sim, queda no crédito à pessoa jurídica e no crédito agregado no segundo semestre de 2001, mas essas foram pequenas e amenizadas pela tímida recuperação subsequente – ver figura anterior. Vale ainda apontar que o sistema público aumentou seus recursos após essa série de crises, enquanto que o sistema privado nacional manteve seu volume estável e o estrangeiro apresentou redução. O comportamento do crédito público, portanto, contribuiu para a estabilidade do volume de crédito no período, a

exemplo do ocorrido entre 1997 e 1999 sugerindo, novamente, um comportamento anti-cíclico dessa fonte credora.

Assim, é interessante que num curto período com tantas crises e eventos importantes o crédito tenha caído menos do que em outros momentos adversos. Vale lembrar que outro comportamento interessante foi o anterior à flutuação cambial, em que o sistema público aumentou fortemente o crédito enquanto as fontes privadas apresentaram comportamento restritivo. Comparar também as diferenças entre o comportamento do crédito após a flutuação cambial e as reações do crédito após o advento das crises da Ásia e da Rússia também é interessante, pois foram comportamentos de volume de crédito similares, ambas as crises marcadas por tensões e pessimismo nos mercados financeiros, mas com diferentes níveis de juros, compulsórios e orientações de política econômica. Abordaremos pouco mais essas diferenças no Capítulo 3.

O período compreendido entre julho de 2002 e junho de 2003 foi marcado por forte queda no saldo das operações de crédito. O comportamento de tal agregado é condizente com o de outros indicadores importantes quando ocorrem crises sob regime de câmbio flutuante: aumento da inflação, da moeda externa e dos juros. Segundo a ANDIMA (2004), diversos fatores tornaram o segundo semestre de 2002 um período crítico para a economia brasileira, entre eles:

- a) as incertezas quanto aos rumos da política econômica, caso o candidato Luís Inácio Lula da Silva fosse eleito, afetaram negativamente o crédito, o câmbio e as reservas;
- b) o surgimento de indicadores negativos da economia norte-americana aumentou a apreensividade do mercado quanto ao futuro;
- c) a instabilidade no oriente médio, assim como a elevação do preço do barril de petróleo;
- d) mudança na contabilização de ativos de fundos de investimento (marcação mercado-a-mercado) que reduziu subitamente o patrimônio dos mesmos;
- e) a queda dos IEDs desde junho de 2002;
- f) o aumento da inflação pelo IPCA;
- g) a depreciação cambial ao longo do ano de 2002;

Enfim, vários fatores distintos confluíram para que o ano de 2002 fosse adverso e que o volume de crédito caísse por parte de todas as fontes de credores (privado nacional, público e estrangeiro). Todavia, pode-se supor que vários desses aspectos possuem relação entre si e, inclusive, podem ter surtido efeito no crédito porque o contexto econômico era propício para o fizessem, mesmo porque seria improvável a convergência de todos eles num mesmo momento tendo, os mesmos, causas totalmente distintas.

Contudo, esse foi o cenário em que o Banco Central iniciou uma expressiva elevação nos juros no intuito de conter a inflação, e que houve o esforço do novo governo em firmar um novo acordo com o FMI para reabastecer as reservas em moeda estrangeira. Sob tal conjuntura, mesmo com os bons resultados da Balança Comercial e da redução posterior do nível de juros, temos um ano de forte retração no crédito por parte de todas as fontes credoras por tipo de capital. Ainda que a nova equipe econômica tenha seguido as mesmas diretrizes gerais do governo anterior no aspecto econômico, ou ainda de forma mais conservadora²⁷, no intuito de manter estabilidade inflacionária, essa postura demorou a surtir efeito. Mas no final do ano de 2003, o “*mercado trabalhava com um cenário de relativa tranqüilidade*”. (ANDIMA; 2004, pp. 35-39).

Tal período conturbado foi o pano de fundo para profundas mudanças na estrutura ofertante de crédito. O sistema financeiro estrangeiro continuou a sua estratégia de aquisição de ativos, principalmente dos bancos estaduais, estimulado ainda pelas várias medidas de liberalização do setor que se acumularam desde a abertura. Soma-se àquelas a iniciativa do Governo Federal em mudar a forma de atuação dos bancos federais, transformando-os em instituições que possuem o mesmo objetivo das instituições privadas. Com a MP 2.196/2001, foi instituído o Proes (Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais) que orientou os bancos do Estado a seguirem os padrões estabelecidos pelo acordo da Basileia. Assim, com as privatizações, com as extinções de instituições credoras estatais, e dado o interesse do capital estrangeiro a entrar no mercado brasileiro, o sistema financeiro público foi perdendo cada vez mais sua participação no mercado de crédito, em detrimento do aumento da participação privada. (CINTRA; 2006).

O comportamento expansivo do capital externo levou os bancos privados nacionais a implementarem uma estratégia reativa. Primeiramente iniciou-se um processo de incorporação entre as instituições privadas nacionais. Conforme afirma Braga e Prates (1999), o BCN comprou o Banco Credireal e depois foi incorporado pelo Bradesco. Já o Unibanco comprou o Nacional e o Dibens. O Itaú, à semelhança da estratégia estrangeira, adquiriu bancos públicos, como no caso do BANERJ e do Bemge. O processo resultou, inclusive, na compra de bancos estrangeiros recém instalados por parte dos bancos privados nacionais.

Além das aquisições, os bancos privados nacionais desenvolveram inovações financeiras, de forma a fazer frente ao aumento da concorrência. Todavia, conforme sugere Carvalho (2005),

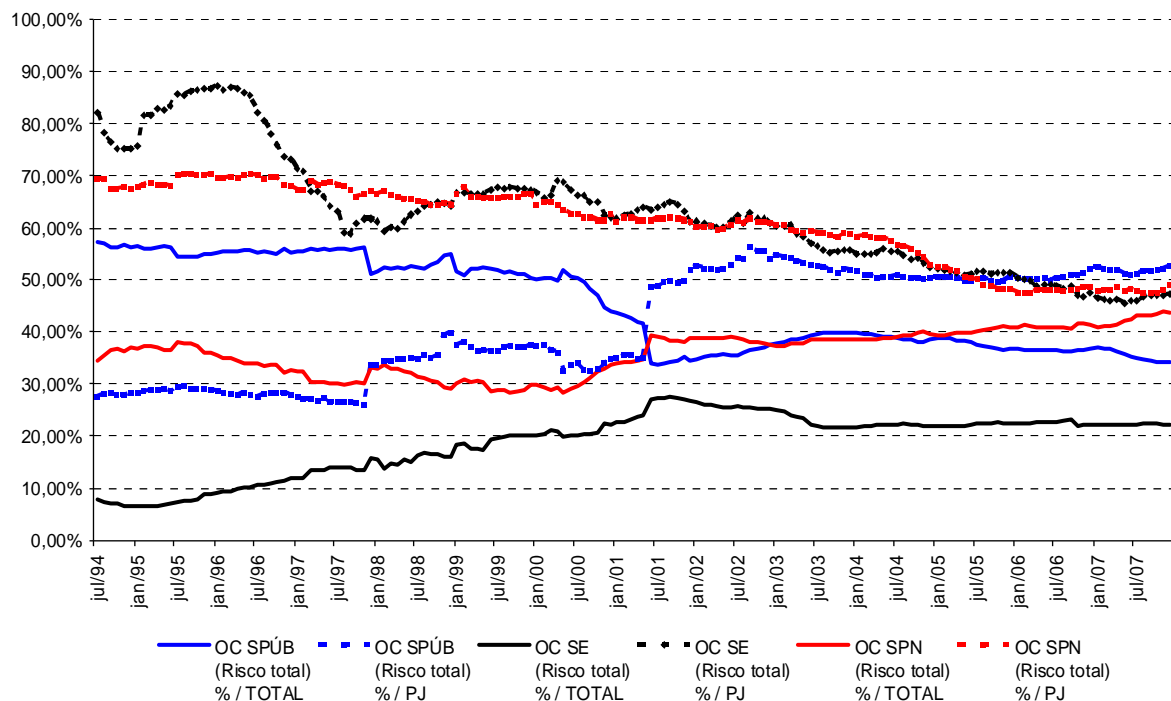
²⁷ Aumentou-se, por exemplo, a meta de superávit primário.

a competição no mercado não teve influência, ao menos significativa, nos preços dos produtos (taxas de juros) e tarifas.

Por último, os bancos privados nacionais começaram a explorar o mercado internacional, a se internacionalizarem. A abertura financeira possibilitou que tais instituições explorassem também ativos estrangeiros, a captar recursos e a vender participações externamente. (CINTRA; 2006).

O resultado de tal processo, é que houve uma forte privatização no setor, um aumento da concorrência entre os bancos públicos (agora com o “perfil” de bancos privados), privados nacionais e estrangeiros e também uma forte concentração na estrutura ofertante. A Figura 5 ilustra as mudanças de longo prazo na estrutura credora. Tal figura deve ser observada da seguinte forma: as linhas contínuas mostram a participação de cada fonte credora, por tipo de capital, no total do crédito. Já as linhas pontilhadas mostram qual a parcela que cada fonte destina seus recursos à indústria, comércio e serviços.

Figura 5: Participação dos Sistemas Financeiros Público, Privado Nacional e Estrangeiro no total do estoque de crédito e percentual de suas carteiras à pessoa jurídica. (Jul/1994-Dez/2007).



Fonte: Elaborado com dados do Banco Central do Brasil (SGS).

A Figura 5 ainda nos mostra que até 2001 o sistema financeiro público foi a maior fonte credora e, a partir de então perdeu a posição para o sistema privado nacional. Mostra-se também

a forte expansão do sistema financeiro estrangeiro até o mesmo ano. Pode-se observar que os credores privados nacionais iniciaram a reação em termos de participação no crédito a partir do ano 2000, justamente no período em que o sistema público apresentou forte retração e, por outro lado, o sistema estrangeiro continuava a expandir.

É possível observar também na Figura 5 que, em movimentos de longo prazo, as fontes privadas de crédito (nacional e estrangeira) destinaram parcelas cada vez menores de sua carteira de crédito às empresas. Os credores de controle de capital externo, em parte devido à mudança automática da composição da carteira quando ocorreram as aquisições, e em parte devido à própria estratégia de crédito, retraíram muito a parcela creditada à pessoa jurídica na primeira fase. A partir de então a redução continuou, mas de maneira menos acelerada. Por sua vez, as fontes privadas nacionais tiveram ao longo de todo período reduções suaves, mas constantes, da parcela destinada ao segmento em questão. Por último, o sistema público manteve praticamente estável a parcela de recursos destinada às empresas, já que devemos ponderar que os aumentos visíveis na Figura 5 foram influenciados pela securitização de créditos habitacionais e rurais.

Temos então dois aspectos importantes quanto ao crédito que ocorreram nessa Fase 2. Primeiramente, o sistema financeiro público delegou ao setor privado (nacional e estrangeiro juntos) a tarefa de conceder crédito, embora não totalmente. Se durante a primeira fase em torno de 58% dos recursos eram de origem pública, no final do período essa fonte era concessora apenas de 35% do saldo desses recursos. Tal mudança é importante, pois trata-se de um país que historicamente contou com a presença do Estado não só como o agente de vanguarda nos ciclos econômicos do “lado real” do sistema, mas também como o grande fomentador do crescimento material do setor privado nacional. Vale dizer que essa fonte, todavia, é a que dedicou a partir de 2005, a maior parcela de sua carteira à indústria, comércio e serviços.

Outro aspecto importante é que para as origens de capital crédito privadas (nacional e estrangeira) o segmento jurídico tornou-se relativamente menos importante do que anteriormente. Se durante a Fase 1 os sistemas privado nacional e estrangeiro alocavam em torno de 70% e 80% respectivamente do seu crédito à pessoa jurídica, no final do período essas parcelas foram em torno de 50%. Ou seja, foi um período de retração no crédito à pessoa jurídica e no crédito total em que as fontes privadas de recursos destinaram parcelas cada vez menores do seu ativo crédito às empresas.

2.2.2.1. Condições de demanda e o crédito à pessoa jurídica

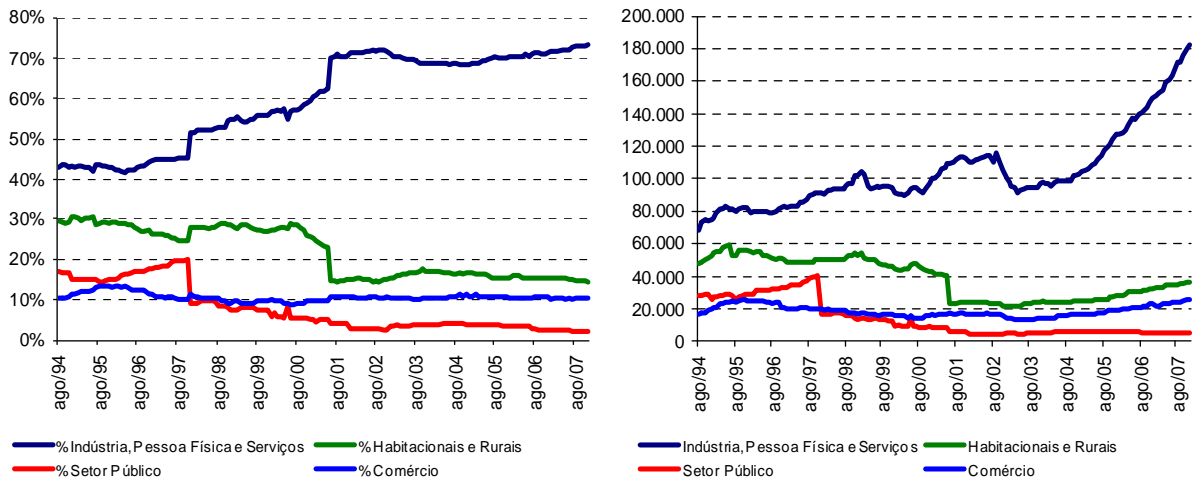
Como vimos, logo após a mudança no regime cambial houve uma fortíssima redução no volume total de crédito. Assim, o crédito destinado a todos os segmentos apresentaram redução, exceto o de pessoa física, que permaneceu com volume praticamente estável – alta de 0,77% entre janeiro de 1999 e abril de 2000. O setor mais afetado foi a indústria, que perdeu 21,63% dos recursos e os outros tiveram quedas entre 15% e 18%.

Ao longo do ano 2000, contudo, tivemos um período particular. Na esfera política e macroeconômica, até o início de 2001, houve certa recuperação do crescimento econômico interno e mundial. A partir de então as diversas crises de período tiveram impactos na economia brasileira, inclusive no volume de crédito total real e do crédito à pessoa jurídica, que contou com momentos de queda e de recuperação. Nesse contexto instável, houve uma forte concentração do crédito entre setores econômicos.

Ao se levar em conta o que foi exposto na seção anterior, depreende-se que o movimento de concentração de recursos ocorreu em conjunto com a forte redução do nível de crédito real, já que em valores de 1994, o saldo das operações creditícias beirava R\$ 161 bilhões em agosto de 1994, e em outubro de 2002 em torno de R\$ 152 bilhões. Enfim, não se trata propriamente de uma situação em que alguns setores expandiram a captação de crédito mais do que os outros, mas sim que houve um movimento negativo, de retração e concentração de recursos em que uns setores absorveram créditos que antes financiavam outros setores. O segmento mais “beneficiado” foi o de pessoa física, que cresceu 47,7% entre março de 2000 e outubro de 2002. Indústria e serviços também aumentaram, mas de forma mais modesta, em volume e em participação no total de recursos disponibilizados. O setor de serviços aumentou 15,9% no período e a indústria em torno de 13%. A Figura 6 nos mostra essa forte concentração na demanda por crédito ao longo de todo o período.

Tendo em vista o direcionamento do crédito entre setores pode-se dizer, portanto, que entre 1999 e o início de 2003 houve a aceleração do movimento de concentração de crédito entre os setores econômicos. Indústria, serviços e pessoa física somavam 55% do volume em janeiro de 1999, quando houve a mudança do regime cambial. Em abril de 2003 somavam 70% e, em dezembro de 2007, em torno de 73% do total de recursos financiados. Assim, observou-se uma importante concentração do volume de crédito naqueles três setores, em detrimento da perda de espaço do comércio, habitação, setor público e do crédito rural. Essa mudança na alocação do crédito ocorreu, principalmente, pela forte expansão, principalmente, do crédito à pessoa física.

Figura 6: Distribuição percentual e saldo das operações de crédito real* entre setores econômicos (1994-2007)



* Em valores de agosto de 1994.

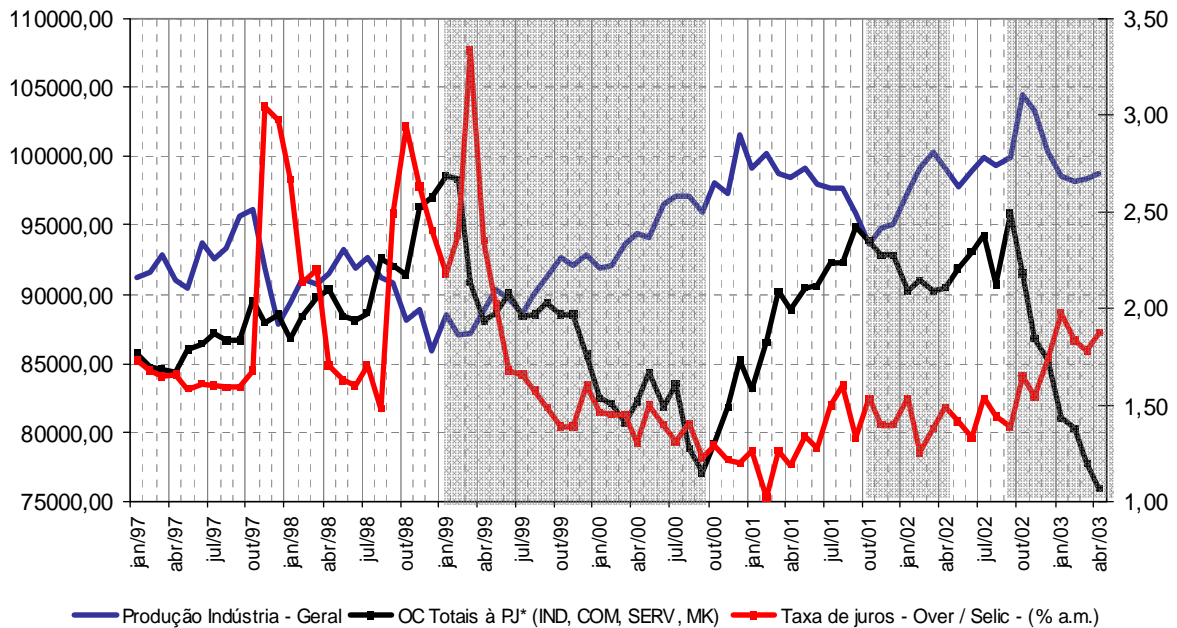
Fonte: Elaborado com dados do Banco Central do Brasil (SGS).

No período em questão as empresas brasileiras já estavam com os projetos de reestruturação em andamento, tratando-se então de uma continuidade do processo iniciado desde a abertura. Todavia, o traço novo era o câmbio depreciado que serviu de impulso às exportações. Logo no início dessa fase, houve um aquecimento da produção industrial, correlacionado com o aumento das vendas externas. Afinal, como explica Laplane e Sarti (2006, p. 227) “[c]om a política monetária freando recorrentemente a demanda doméstica, o principal estímulo para a expansão da produção industrial somente poderia vir do exterior”. Os autores apontam o crescimento dos mercados asiáticos, além do câmbio favorável, como fator importante para essa reação da produção industrial.

Como citado anteriormente o crédito retraiu fortemente no início dessa segunda fase, mesmo com as reduções nos níveis de juros e dos compulsórios. Fato interessante é que essa redução se deu em conjunto com um período de importante recuperação nos níveis de produção da indústria em geral. Não obstante, a relação entre juros, crédito e produção industrial pareceu não seguir à lógica tradicional em alguns momentos: relação negativa entre juros e crédito; relação negativa entre produção e juros; e relação positiva produção/crédito. Ou seja, é de se esperar que quando aumenta o nível de juros o volume de crédito cai, e vice-versa; assim como espera-se que com juros elevados a produção caia e o inverso seja verdadeiro e, por último; espera-se que com um aumento no nível de atividade econômica, o crédito também aumente, e que quando a produção caia o crédito apresente tendência semelhante.

A Figura 7 ilustra a evolução e os movimentos divergentes entre as variáveis: produção industrial (da indústria em geral); taxa de juros Over/Selic, em percentuais ao mês, e; o crédito total à pessoa jurídica, agregando-se, inclusive, os volumes captados no mercado de capitais (MK).

Figura 7: Produção Industrial, Taxa Selic e Crédito à Pessoa Jurídica (Jan/1997 – Abr/2003)



Nota 1: Produção industrial (Produção Industrial Geral): quantum. Índice dessazonalizado. 2002=10.000

Nota 2: Operações de Crédito Totais à Pessoa Jurídica (OC Totais à PJ): Soma do saldo das operações de crédito à Indústria, Comércio e Serviços e das captações no mercado de capitais (Debêntures, Notas Promissórias e Ações).

Nota 3: Taxa de Juros Over/Selic: percentuais ao mês.

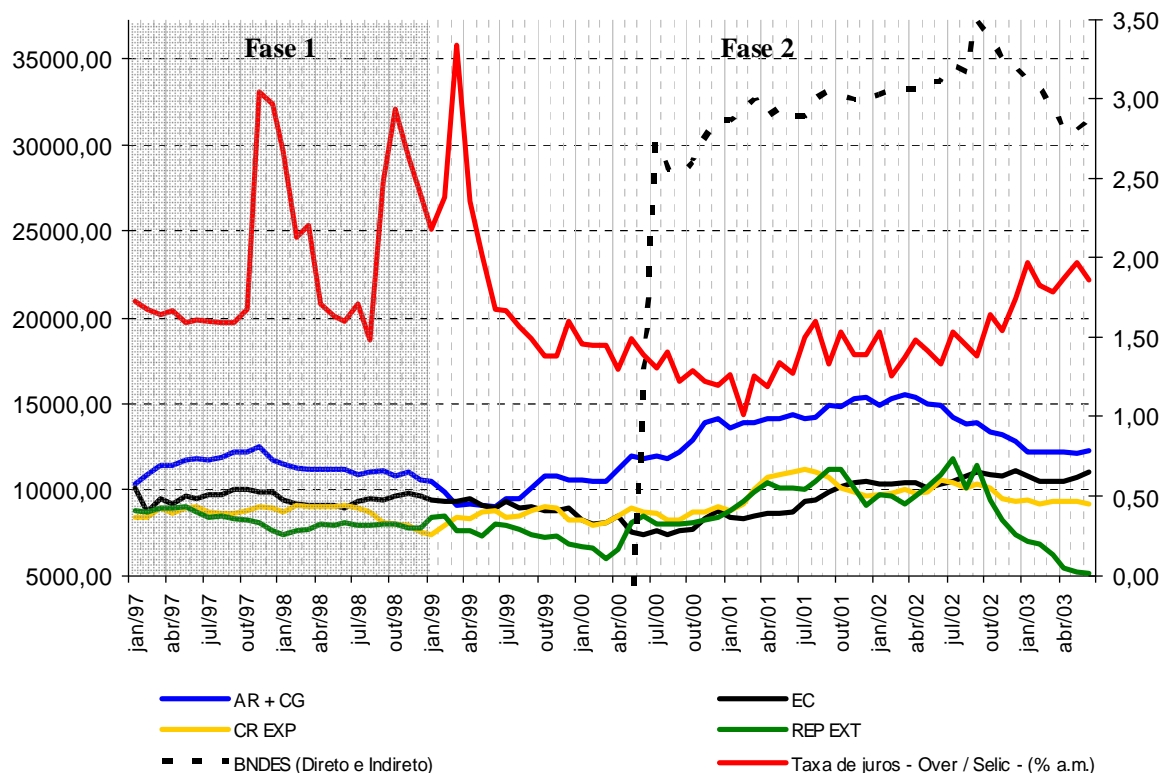
Fonte: Ipeadata e Banco Central do Brasil

Pode se observar na figura em questão que a produção da indústria apresentou forte expansão ao longo de dois anos após a flutuação cambial. Por outro lado, mostra também a queda no crédito à pessoa jurídica, como já foi abordado, e ilustra a forte redução da taxa Selic. Já a Figura 8 nos mostra o saldo das operações de crédito por modalidades, agrupando elas por finalidades do crédito (ver notas da Figura 8). Tais operações são executadas com Recursos Livres, ou seja, de livre arbítrio da parte dos bancos comerciais e múltiplos, concedendo recursos com níveis de juros de mercado e para as modalidades que desejar.

A Figura 8 mostra que houve expansões importantes nos créditos à exportação e nos repasses externos, o primeiro com início em 1999 e o segundo a partir de 2000. Ambos os movimentos, ligado às atividades de exportação, foram persistentes até o segundo período de queda (a partir do segundo semestre de 2002). Assim, pode-se inferir que aumentou a intensidade

da demanda e da oferta por recursos ligados aos créditos à exportação. Como vimos, os bancos nacionais privados passaram por um processo de reorganização com a entrada dos bancos de capital estrangeiro, e começaram a explorar o novo contexto de internacionalização da produção. Por outro lado, a expansão das exportações aumentou a demanda por tais tipos de empréstimos, já que os mesmos adiantam recursos necessários à manufatura dos produtos a serem exportados.

Figura 8: Taxa de juros, BNDES e saldo das modalidades de crédito com Recursos Livres. (Jan/1997 – Jun/2003)



Nota 1: AR + CG – Adiantamentos de receita e Conta Garantida – Soma das modalidades: *vendor*, descontos de duplicatas, notas promissórias e conta garantida.

Nota 2: EC – Empréstimos de Caixa – Soma das modalidades: Capital de Giro e *Hot Money*.

Nota 3: CR EXP – Créditos à Exportação – Soma das modalidades: ACCs e Export Notes.

Nota 4: REP EXT – Saldo das operações de Repasses Externos.

Nota 5: BNDES (direto e indireto) – soma do saldo das operações de crédito do BNDES diretas e indiretas.

Fonte: Banco Central do Brasil e Ipeadata.

Assim, temos que as empresas apesar de obterem menos crédito no período exploraram as modalidades ligadas às exportações. É importante fazer a ressalva acerca do tipo, ou do porte, da empresa que explora tais linhas. Como sugeriu Laplane e Sarti (2006) o crescimento das exportações teve impulso com o crescimento do mercado asiático. Tal mercado é fortemente concentrado no comércio de *commodities*, o que nos leva a crer que o financiamento às

exportações foi utilizado por empresas de grande porte, principalmente pelas privatizadas no período anterior, como no caso da Vale.

Analisando ambas as figuras, podemos visualizar também que as modalidades de crédito com a finalidade de adiantamento de receitas e o uso da conta garantida e, em menor medida os empréstimos de caixa, são correlacionadas positivamente com a produção industrial. Todavia, a segunda finalidade é de prazo mais longo e risco maior, o que parece explicar alguns comportamentos interessantes. Em alguns períodos específicos há divergências entre os comportamentos do crédito à pessoa jurídica, dos créditos com a finalidade de adiantamento de receitas e dos créditos com a finalidade de reforço de caixa. Se ambos são positivamente relacionados com a produção industrial, como explicar que no período entre 1997-1999 houve concomitantemente o aumento dos juros, a queda na produção industrial e aumento dos empréstimos à pessoa jurídica? Também como explicar que entre 1999 e 2000 mesmo com o aumento da produção industrial, a redução na taxa básica de juros e a redução dos compulsórios o crédito caiu fortemente?

Para tentar responder à primeira pergunta, analisemos primeiramente o triênio 1997-1999. Entre 1998 e janeiro de 1999 houve um aumento no crédito à pessoa jurídica concomitantemente com o aumento da taxa Selic (Figura 7). O aumento nos juros está ligado à políticas monetária restritiva que tinha como objetivo frear a saída de capitais e manter a taxa de câmbio (e a inflação). Ao mesmo tempo a produção industrial estava em queda.

Com o nível de produção em queda é natural que ocorra também uma queda nos saldos das operações de crédito nas modalidades de adiantamentos de receita e de conta garantida – já que essas obedeceriam à queda no nível de produção. A queda na produção industrial, que normalmente ocorre em conjunto com a queda na demanda e vendas, sugere uma queda no nível das negociações e nas emissões de notas promissórias e duplicatas.

Mas também seria natural que houvesse quedas nos empréstimos de capital de giro, já que nas condições apresentadas o nível de juros era proibitivo. Mesmo assim, houve um acréscimo importante nos empréstimos de caixa (*hot-money* e Capital de Giro). Ou seja: mesmo com um custo altíssimo, houve uma expansão importante nos empréstimos de caixa, expansão essa que atingiu um nível superior ao dos meses anteriores.

Pode-se interpretar que em tal contexto, dadas as necessidades de curto prazo das empresas (como o pagamento de salários e de contas à vencer), uma queda nas receitas implica em escassez de recursos líquidos nos caixas das empresas, recursos esses que podem ser obtidos

nas instituições bancárias. Assim, como a necessidade de recursos é imediata, não resta outra saída às empresas que não obterem tais recursos com juros mais elevados.

Em outros momentos, embora não seja tão clara a relação entre queda na produção/juros altos/aumento nos empréstimos de caixa, é possível consentir que a sensibilidade da demanda por esses empréstimos aos juros seja menor do que com os recursos de adiantamento de receitas. Entre dezembro de 2000 e outubro de 2001 (período das três crises) é possível ver essa menor sensibilidade, já que o aumento nos empréstimos de caixa (de prazo e volume maior) foi maior do que o da outra finalidade. Entre julho de 2002 a abril de 2003 ambas as finalidades experimentaram reduções em saldo, mas a queda no saldo dos empréstimos de caixa foi menor do que a queda dos adiantamentos de receita.

Podemos sugerir que nesses momentos adversos para as empresas, quando precisaram de mais recursos líquidos, os bancos privados acomodaram a demanda por empréstimos, mas elevando ainda mais o nível de juros, concedendo, inclusive, maior volume do que em períodos menos conturbados. Assim, como o contexto é de aversão ao risco o nível de juros é acrescido em virtude do prêmio de liquidez, além das políticas restritivas do governo, já que o efeito da demanda sobre os juros pode ser descartado pelo baixo nível de atividade do período em questão.

Se houve retração no crédito por parte dos bancos privados entre 1997 e 1999 essa se deu mais pela manipulação dos juros do que pela obstrução de volume. A sugestão é que o crédito de curto prazo pode ser elevado não como uma opção para as empresas, mas como uma necessidade, a última instância para a rolagem de suas obrigações de curto prazo, condição em que os bancos podem ter lucros importantes. Assim, os bancos comerciais e múltiplos se situaram, nesses períodos, como os “emprestadores de última instância” das empresas, com liberdade em estabelecer o nível de juros dos empréstimos: uma situação mais confortável, num período de crise, do que normalmente lhe é atribuída. As possibilidades para alocação de *portfólio* nesses momentos são: títulos públicos, em nível de juros elevados; a concessão de créditos adiáveis da parte do proponente (como rural, habitacional, financiamentos de veículos e, em menor medida, empréstimos à pessoa física, entre outros); e conceder créditos que, por serem inadiáveis da parte do proponente, pode-se cobrar um diferencial de juros acima dos que seriam recebidos com títulos do governo. Esse último, embora tenha um risco maior, é uma opção bastante lucrativa.

Por outro lado, refletiremos sobre a segunda questão levantada: por que o crédito caiu em 1999, mesmo com a redução dos níveis de juros (que deveriam estimular a demanda por recursos de terceiros), compulsórios e com o crescimento da produção industrial? Na Figura 8 pode-se observar que a única modalidade de crédito que expandiu ao longo daquele ano foram as com a

finalidade de adiantamentos de receitas, já que os repasses externos e os créditos de exportação tiveram aumento de fato a partir de 2000. Além disso, os empréstimos de caixa caíram também no período. Conclui-se que as variáveis analisadas novamente evoluíram de maneira oposta ao esperado. Se entre 1997 e 1999 a resposta sugerida é que os agentes ofertantes e demandantes foram menos sensíveis às variáveis de juros, compulsórios e ao nível de atividade do “lado real”, a resposta sugerida para esse segundo período pode ser a mesma: outros fatores, que não os citados, tiveram influência importante para o comportamento do crédito. No próximo capítulo, sugerimos que os agentes ofertantes simplesmente evadiram o mercado de crédito no ano em questão, preferindo financiar o governo ao setor produtivo, comercial e de serviços, mesmo com as aplicações rendendo lucros menores do que os empréstimos e do que renderam no período anterior (devido à queda nos juros), mesmo também com o suposto aumento de demanda por crédito, o que poderia ser deduzido pelo aumento do nível de atividade.

Quanto às outras fontes de crédito além dos bancos comerciais e múltiplos, pode-se dizer que o BNDES, conforme pode se observar ainda na Figura 8, teve um papel importante nessa fase não só pelo volume de recursos que destinou em suas formas diretas e indiretas à pessoa jurídica (em setembro de 2002, por exemplo, 38,8% do crédito às empresas foi oriundo do banco), mas também pela provisão que deu às empresas, novamente, em períodos adversos. A expansão que o sistema público apresentou no período, e que vimos na subseção anterior, se deu, novamente, por intermédio do banco. Entre o ano de 2001 e 2002 o BNDES aumentou em 18,5% o seu saldo de operações, justamente enquanto o crédito externo e o privado nacional se retraíam. Já as captações no mercado de capitais foram tímidas no período – pouco melhores, é verdade, ao longo do ano 2000 – e se deram mediante emissão de debêntures, já que a emissão de ações foram quase que insignificantes no período.

Como balanço, ficam-se as seguintes sugestões para a caracterização do período 1999-2003: o nível de crédito total e à pessoa jurídica foi reduzido com o advento das crises e incertezas que marcaram a Fase 2; a retração dos empréstimos favoreceu o segmento físico, o que mais expandiu a participação nas captações de crédito no período. Ainda quanto ao destino do crédito, vale dizer que houve uma forte concentração de recursos entre pessoa física, indústria e serviços e que, em certos momentos, em virtude da necessidade de liquidez, as empresas pareceram menos elásticas em relação aos juros cobrados nas modalidades de saneamento de caixa e, inclusive, essas e os credores pareceram não se comportar como o que poderia ser previsto a partir das relações entre variáveis que tipicamente explicam o crédito. A condição emergencial das empresas em momentos de retração nas receitas pôde ser lucrativamente

explorada pelos ofertantes de crédito. O período também marca, pelo lado da oferta, a retomada da participação do sistema privado nacional em detrimento da queda da participação do setor público nessa atividade havendo, portanto, a privatização do crédito no Brasil, além da manutenção dos níveis de desnacionalização do setor. Por último, registra-se a ação fundamental do BNDES em alguns momentos, já que o banco arrefeceu a forte queda dos níveis de crédito em estoque disponível para as empresas no período.

2.2.3. Período 2003-2007: consolidação dos bancos privados nacionais e a grande expansão de crédito

A continuidade do regime de metas de inflação e de superávits fiscais, propiciada pelo novo Presidente, e um vigoroso crescimento da economia mundial não só amenizaram as adversidades financeiras do Governo a partir do final de 2003, como também formaram o pano de fundo de um período extremamente favorável para a economia brasileira como um todo. Foi esse o contexto em que iniciou-se um período inédito, desde a abertura, de expansão acelerada do crédito no Brasil.

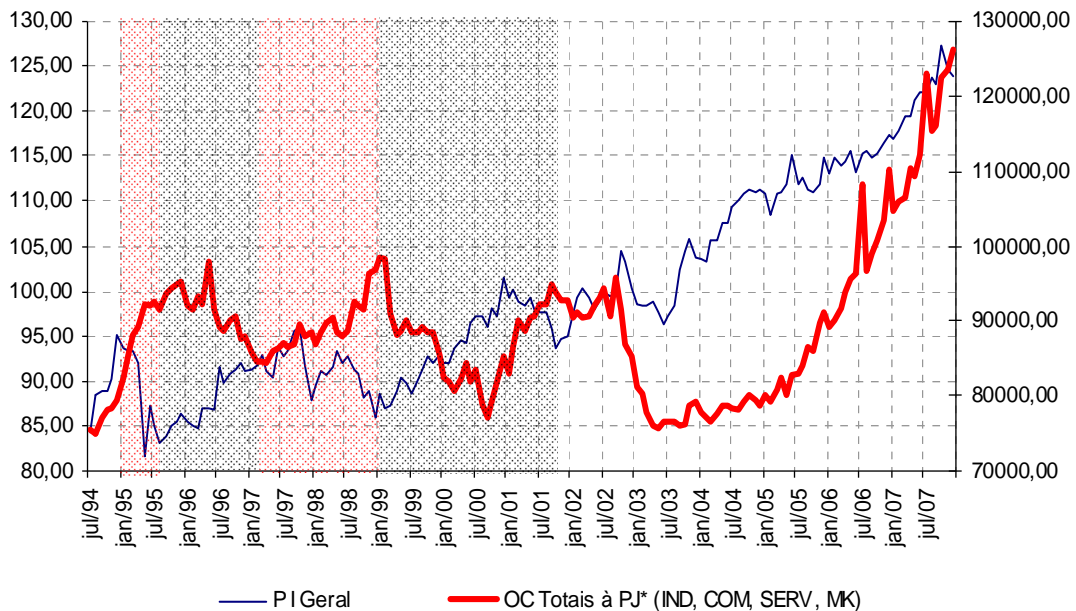
O crédito à pessoa jurídica, incluindo as captações no mercado de capitais aumentou 66%, enquanto o volume total de crédito real aumentou 89% entre abril de 2003 e dezembro de 2007. Essa expansão significou nada menos do que um aumento de mais de 1% ao mês, crescendo a uma taxa média de 13,4% ao ano. Mesmo com esse crescimento vigoroso é válido lembrar que apenas em 2006 o nível de crédito ultrapassou o ofertado em novembro de 1997, que fora o “pico” anterior. Conforme o leitor pode observar na Figura 9 o comportamento do crédito real nesse último período foi totalmente distinto dos outros períodos de crescimento, marcados, esses últimos, por quedas e curtos períodos de recuperação.

Mas um dos aspectos que tornou essa fase distinta das outras não foi propriamente a expansão do crédito, mas a forma constante e acelerada em que se deu tal aumento. Foi uma expansão sem interrupção ou desaceleração alguma. Levando-se em conta o crescimento da economia mundial e, em menor medida, o crescimento interno, após 2003 e a ausência de crises econômicas internacionais e internas, tal comportamento do crédito sugere que o contexto de estabilidade e crescimento foi determinante para essa expansão inédita.

Poder-se-ia perguntar então: a evolução do volume de crédito às empresas foi correlacionada positivamente com o crescimento econômico ao longo do período? Qual teria sido o papel da estabilidade, ou melhor, da ausência de choques, na explicação do crédito?

Podemos dizer que o nível de produção industrial, que nos dá medida do crescimento econômico, não explicou o comportamento do crédito, ao menos até 2003 e 2007. A relação positiva que seria esperada entre crescimento da produção e o crescimento do crédito às empresas não se mostrou evidente e, inclusive, as variáveis pareceram apresentar tendências diametralmente opostas até 2002. A Figura 9 ilustra a evolução do crédito à indústria, comércio e serviços, incluindo as captações no mercado de capitais, e a evolução da produção da indústria. Destacamos em vermelho e em cinza os períodos em que as variáveis apresentaram correlação negativa.

Figura 9: Crédito real à pessoa jurídica, incluindo o mercado de capitais e produção da indústria em geral (Jul/1994-Dez/2007)



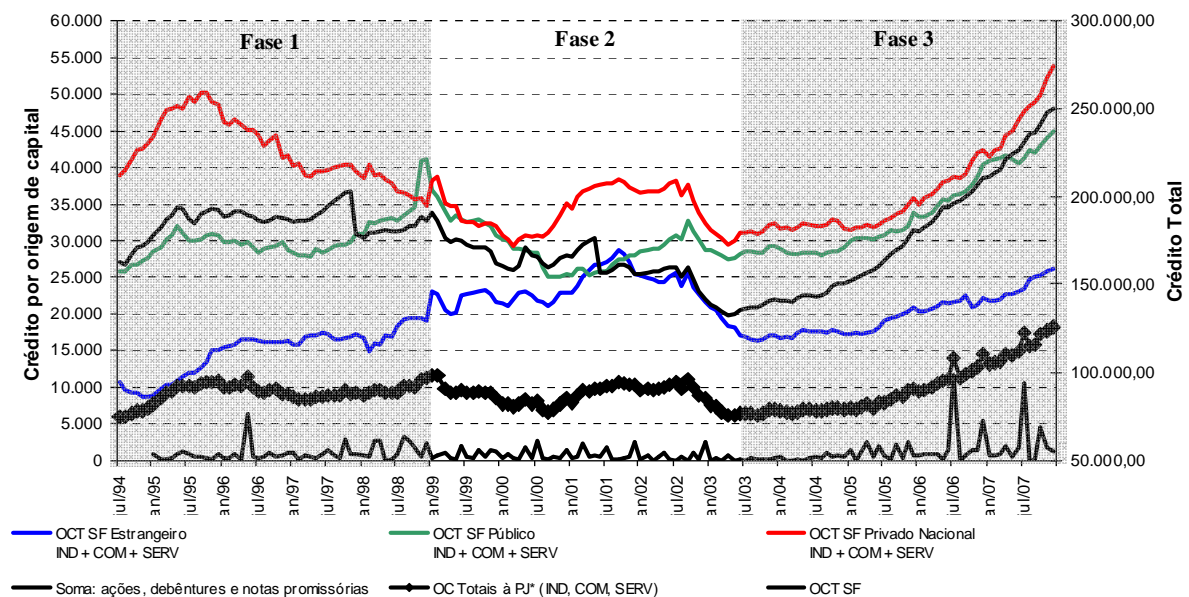
Fontes: Ipeadata e Banco Central do Brasil.

De fato, como se pode observar na Figura 9, até o início de 2002, ambas as variáveis contrastaram seus movimentos tendenciais. Somente a partir do ano citado é que ambas apresentaram correlação positiva. Pode-se sugerir, portanto, que crescimento da produção não pareceu afetar os níveis de crédito na dinâmica *stop-and-go* que marcou a economia brasileira até o Governo Lula. Não se pode também afirmar, todavia, que o aumento da produção industrial em períodos curtos se configure em crescimento econômico, já que em alguns períodos, como entre 1994 e 1997, e entre 1999 e 2000, os períodos foram de recuperação pós-quezas. A questão temporal, ou a variável “tempo”, enfim, pareceu-nos importante, assim como a questão do “estado de expectativas” que aprofundamos no Capítulo 3.

A apreciação da evolução da produção e do crédito nos sugere, portanto, dois aspectos importantes, um ligado ao outro: a) que os impactos dos choques, ou mudanças institucionais, têm efeito dominante no curto e médio prazos na evolução de crédito em detrimento da evolução dos níveis de atividade “corrente”, e; b) que a **continuidade** ou estabilidade das “regras-do-jogo” influenciam positivamente a evolução do crédito. Assim, a simultaneidade de crescimento no nível de produção e estabilidade, e perspectivas de manutenção da mesma, parecem explicar o comportamento virtuoso do crédito nessa Fase 3.

Sugere-se, portanto, que os aspectos institucionais e as medidas de política econômica têm influência decisiva, e maiores até que o crescimento da produção corrente, no comportamento das firmas, sejam elas proponentes de crédito ou conessoras. Vimos até então que as várias mudanças no ambiente político e econômico invariavelmente impactaram o crédito de forma negativa, à exceção do período inicial do Plano Real. No período estudado, a “regra” do comportamento do crédito total e do crédito à pessoa jurídica foi que, com mudanças nas regras ou conjunturas, o volume e o custo do crédito apresentam reações negativas.

**Figura 10: Crédito total e à pessoa jurídica por origem de capital
(Jul/1994-Dez/2007)**



Fonte: Andima e Banco Central do Brasil.

Essa sugestão acerca do comportamento do crédito em termos de volume, embora razoavelmente evidente e primária, implica que os fatores exógenos têm toda a influência no comportamento de credores e devedores, enquanto as relações tradicionalmente atribuídas às variáveis – volume de crédito/juros, prazo e juros, atividade econômica/crédito – também se

mostram presentes, mas ficaram em vários momentos em segundo plano na explicação do comportamento do crédito. A validade de tal argumento é reforçada quando se acumulam sucessivas mudanças institucionais ao longo do tempo, como ocorreram no período estudado pelo presente trabalho.

Desta forma, na Fase 3, como contexto político-econômico não mudou, pois que as diretrizes de política econômica do Governo Lula tinham sido delineadas na fase anterior e não houve crises internas ou externas, o crédito de todas as origens de capital aumentou em termos de volume. O sistema privado nacional foi a fonte credora com maior expansão de recursos totais concedidos: 72% (crescimento médio de 1,84% ao mês entre abril de 2003 e dezembro de 2007), sendo também o principal responsável pelo aumento do crédito à pessoa jurídica. Já o sistema financeiro público apresentou 56% de crescimento entre março de 2003 e novembro de 2007 e o sistema estrangeiro aumentou 32%.

Contudo, nota-se que tais fontes, sem distinção, mantiveram a expansão de seus recursos de forma mais tímida até julho de 2005 quando, a partir de então, começaram a expandir o crédito de forma acelerada. A Figura 10, já apresentada, ilustra as três fases do crédito (total e à indústria, comércio e serviços), e apresenta o saldo das operações de crédito à esses setores por origem de capital.

A expansão mais acentuada do crédito dos sistemas privado nacional e público sugere que ambos recuperaram parcelas de mercado que haviam perdido no período anterior, quando houve forte expansão do capital credor de controle estrangeiro. Essa reação ilustra que foi de certa forma exitosa a reorientação estratégica dessas fontes credoras desde 2002. Cintra (2006, p. 302) afirma que “[n]os três primeiros anos do governo Lula, o movimento de reestruturação patrimonial foi relativamente pouco expressivo, acentuou-se a reação dos bancos varejistas nacionais, reconquistando posições perdidas, exceto nas captações externas”

Outro aspecto importante que pode ser entendido com as informações apresentadas na Figura 10 é que a expansão total do crédito foi mais virtuosa do que a expansão dos recursos destinados à indústria, comércio e serviços. Essa diferença é explicada pelo aumento da participação do crédito à pessoa física entre os setores econômicos. De fato, se em abril de 2003 esse segmento captava em torno de 23% do total do crédito, em 2007 captava 34%. Existiram vários motivos para essa expansão.

2.2.3.1. Destino do crédito e o perfil do financiamento às empresas após 2003

Conforme sugere Cintra (2006), vários motivos explicam a expansão do crédito ao consumidor entre 2003 e 2006. Primeiramente, segundo o autor, as empresas aproveitaram a expansão de suas receitas para reduzirem seu grau de endividamento. Isso significaria que a demanda por crédito por parte das empresas foi relativamente menor, abrindo espaço para a destinação do crédito a outros segmentos. Além desse, o autor ilustra outros seis fatores do lado da oferta que explicariam esse desempenho do crédito à pessoa física: a) a estratégia dos conglomerados financeiros em adquirirem financeiras, instituições que atendem especificamente esse segmento; b) a conformação de parcerias com redes de lojas varejistas, financiando as vendas à prazo dessas lojas e compartilhando acesso aos cadastros de clientes para montagem de bases de dados; c) o aumento dos prazos médios dos empréstimos ao consumidor, embora sem reduzir de forma importante os juros dos mesmos; d) o aperfeiçoamento das tecnologias de informação e aumento do volume de dados sobre os proponentes, possibilitando melhorar os cálculos de risco dos empréstimos e reduzir o nível de provisionamento para cumprir as orientações do Acordo de Basileia; e) a criação do crédito consignado em 2003, que se configurou num incentivo às captações de recursos por parte de funcionários e ex-funcionários de empresas conveniadas. Tais empréstimos além de apresentarem facilidades na forma de captação de recursos para os potenciais devedores, facilitam também a cobrança das parcelas do mesmo, já que o desconto é em folha de pagamento. Essas características, por reduzirem o nível de risco de inadimplência, permitiram a redução dos juros dos empréstimos²⁸, e; f) a expansão das redes de correspondentes bancários no período. Com esse tipo de associação criaram-se facilidades para as concessões de recursos e, além disso, essas possuem custos operacionais reduzidos se comparados à expansão de agências.

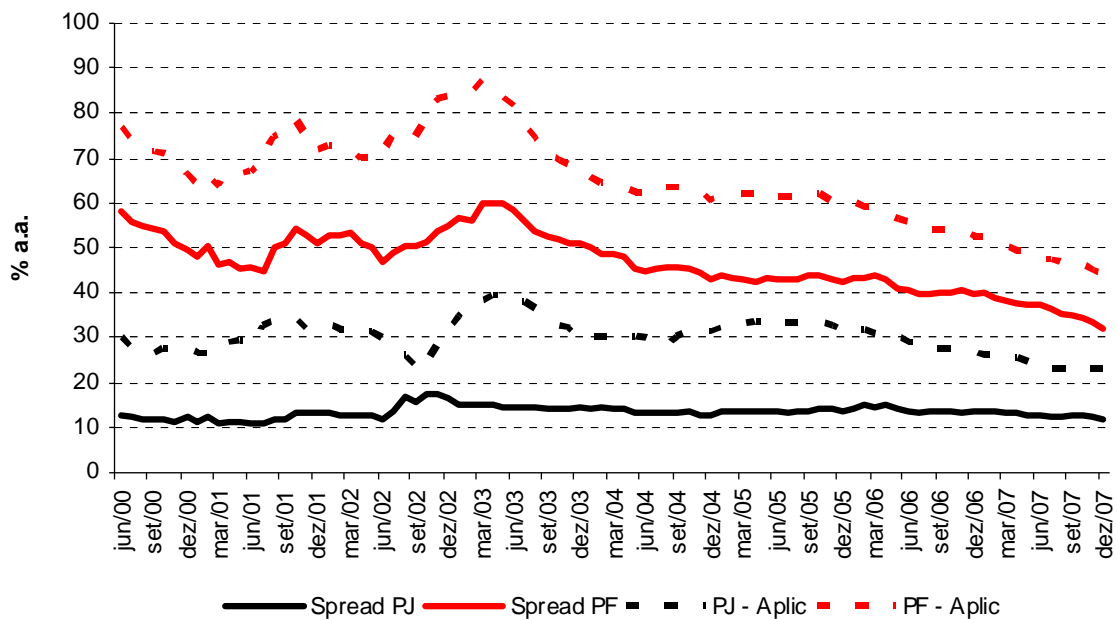
Com tais estratégias, logicamente o setor que mais aumentou a captação de recursos foi, novamente, a pessoa física, com um aumento de 173,7%; os créditos ao comércio, aos setores rural e de serviços, aumentaram mais de 80% nesses quatro anos cada; indústria e habitação mais de 45% e, por fim, o setor público captou cerca de 11% a mais de recursos. Em resumo, todos os setores tiveram um aumento real no crédito muito significativo nesse período particularmente favorável.

²⁸ A criação de tal modalidade explica em boa parte a expansão do crédito ao consumidor. Segundo Cintra (2006), em 2004 essa modalidade era equivalente à 27,3% do crédito à pessoa física. Já em 2005, o mesmo representava em torno de 45,7% do total.

A redução do nível das taxas de juros contribuiu para essa expansão do crédito. Entre abril de 2003 e dezembro de 2007 a taxa Over/Selic caiu nada menos do que 11,5 pontos percentuais (de 24,9% para 10,6% ao ano). A taxa de juros média (consolidada) para pessoa física caiu 48% e para a pessoa jurídica reduziu-se em torno de 41%, conforme pode-se observar na Figura 11.

A Figura 11 ainda nos mostra que o *spread* praticado para pessoa jurídica foi razoavelmente estável ao longo de todo o período, enquanto o praticado para pessoa física além de apresentar amplitude maior nas flutuações, é mais de duas vezes maior do que o primeiro. O diferencial de *spread* sugere que o crédito ao consumidor apresentou expansão significativamente maior do que o crédito às empresas porque gera um lucro maior aos bancos. Esse lucro maior em conjunto com o aperfeiçoamento dos processos de obtenção de informações dos consumidores sugere uma explicação plausível ao fato de aumento da participação dos empréstimos aos consumidores nas carteiras de crédito dos bancos.

Figura 11: Taxas de juros consolidadas e *spread* à pessoa física e jurídica. Percentual ao ano. (Jul/2000-Dez/07)



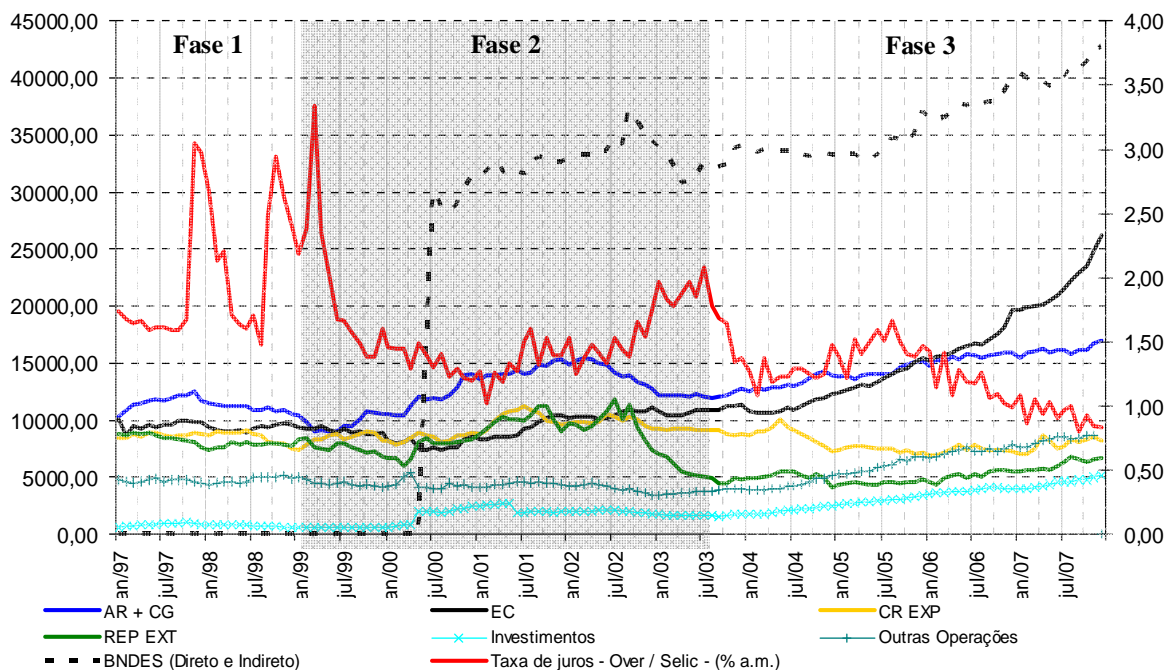
Fonte: Banco Central do Brasil

Em termos de modalidades de crédito às empresas, os segmentos industrial, comercial e de serviços aumentaram suas captações junto às instituições financeiras em modalidades com prazos maiores do que no período anterior. A Figura 12 nos mostra a evolução do saldo das

operações por modalidades, indicando que os empréstimos de caixa (soma entre *hot-money*²⁹ e capital de giro) e para investimentos (aquisição de bens e financiamentos imobiliários) apresentaram expansões significativas nessa Fase3. Ambas as finalidades de empréstimo mais do que dobraram o volume em circulação enquanto os créditos às exportações e os repasses externos se mostraram praticamente estagnados no período.

Torna-se interessante a estagnação dos recursos referenciados em moeda estrangeira nessa terceira fase se é levado em conta que boa parte do crescimento das empresas teve como fator influenciador o aumento do nível das exportações. Laplane e Sarti (2006), por exemplo, mostram diferentes aspectos desse crescimento da produção industrial da indústria internacionalizada que se tornou o parque produtivo brasileiro a partir de 2003. Temos então esse aspecto curioso que, devido ao escopo do trabalho, não nos aprofundaremos.

Figura 12: Modalidades de crédito à pessoa jurídica, BNDES e taxa de juros. (Jan/0997-Dez/2007)



Fonte: Banco Central do Brasil.

²⁹ Obviamente as operações de *Hot-Money* são de curtíssimo prazo e não deveriam ser agrupadas ao saldo em Capital de Giro para ilustrar o aumento de prazo dos empréstimos nessa Fase 3. Todavia, mantivemos o agrupamento das análises anteriores. Cabe-nos informar que entre junho de 2007 e dezembro de 2007, o volume das operações de Capital de Giro aumentou 214% (de R\$ 31 bilhões para R\$ 97,5) e o das operações de *Hot-Money* apenas 25,8% (de R\$ 536 milhões para R\$ 675 milhões). Conclui-se, portanto, que o aumento da primeira modalidade é o que explica o aumento dos empréstimos de caixa e o pequeno aumento dos prazos médios das operações no período.

Em suma, nessa terceira fase, a pessoa jurídica experimentou uma aproximação maior do crédito com prazos pouco mais longos do que em períodos anteriores junto aos bancos comerciais e múltiplos, ilustrado principalmente pelo fato de que houve um aumento significativo do crédito para aquisição de bens. Não se pode dizer, evidentemente, que o crédito bancário para investimentos tenha sido importante em termos absolutos, já que a soma desses recursos e dos financiamentos imobiliários não passou de 7% do total do crédito bancário às empresas no pico do período (dezembro de 2007).

Nessa Fase 3 é importante ressaltar a recuperação do uso do mercado de capitais como fonte credora. A emissão de debêntures atingiu volumes nunca antes vistos, superando significativamente, os volumes do início da abertura. Além disso, a emissão de notas promissórias e ações também bateram recordes. Vale ressaltar que o cenário político-econômico estável favoreceu em muito essas emissões primárias, fundamentalmente influenciadas pelo estado de expectativas do sistema. O BNDES também aumentou o saldo de suas operações de crédito. Entre maio de 2003 e dezembro de 2007 o banco aumentou em 40% o saldo de suas operações. Contudo, a grande expansão de crédito nessa última fase se deu em virtude, principalmente pelo sistema privado.

2.3. Principais instituições credoras

Nesse capítulo concentramos as análises sobre o comportamento dos ofertantes de crédito à pessoa jurídica em nível bastante agregado. A presente seção busca esclarecer quais foram as principais instituições financeiras ofertantes que compõem os agregados: sistema financeiro privado nacional, estrangeiro e público. Além disso, atém-se pouco mais, nas especificidades do BNDES e do Mercado de Capitais.

Contudo, o crédito no Brasil, ao longo de todo o período analisado, foi praticamente todo concedido pelo sistema bancário, incluído os bancos públicos (como o BNDES e Banco do Brasil) privados e também os bancos estrangeiros. Fora as instituições bancárias, o crédito pode ser oriundo do sistema não-bancário – ou seja, de recursos concedidos pelas Sociedades de Arrendamento Mercantil, as Sociedades Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários, as de Crédito, Financiamento e Investimento, as Sociedades de Crédito Imobiliário, as Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Companhias Hipotecárias e as Sociedades de Poupança e Empréstimo – conforme classificação adotada pelo Banco Central. Outra forma de se obter crédito é pela captação (ou lançamento primário) no Mercado de Capitais, na forma de emissões

de Ações, Debêntures e Notas Promissórias. Mas essas e as últimas, como veremos, foram pouco expressivas e, especificamente, a última fonte, direciona recursos exclusivamente à pessoa jurídica.

Vimos que com o Proer e o Proes a concentração bancária foi incentivada pelo governo a partir de 1995. Contudo, a concentração do crédito por parte dos bancos no Brasil já ocorria anteriormente à 1994. Conforme Soares (2001, p. 15), tal processo estava em curso ao menos desde 1989. Por exemplo, o autor afirma que entre 1989 e 1999 o total de crédito do sistema bancário ocupava cerca de 92% do total de crédito do sistema financeiro. Já os ativos dessas instituições englobavam em torno de 95% do total de ativos do Sistema Financeiro.

Em nosso esforço de pesquisa, contando com dados extraídos dos Relatórios de Estabilidade Financeira do Banco Central, observamos que entre os anos 2002 e 2008 esse processo de concentração continuou também entre 2002 e 2007.

Em dezembro de 2002 o crédito do sistema bancário – compreendendo os conglomerados bancários, ou seja, grupo de instituições financeiras que possui ao menos uma com carteira de banco comercial, de desenvolvimento e/ou investimento, e as instituições bancárias independentes – teve como saldo de crédito total o volume de R\$ 358.427 milhões de Reais, equivalente a 94,4% do total do crédito do sistema financeiro na época. Já em 2007 tais instituições respondiam por mais de 98% do total, o que nos leva a afirmar que houve uma forte concentração do crédito por parte dos bancos no Brasil após a estabilização inflacionária. Tal concentração foi acirrada ao longo do ano de 2003, já que em apenas doze meses os dados mostram um salto de 92% para 94%. De certo, o movimento de retração no crédito em 2002, assim como os estímulos à concentração bancária promovidas pelo Governo desde o Proer contribuíram para tanto.

O sistema não-bancário apresentou uma forte perda de participação no mercado entre 1995 e 2003 e, posteriormente, continuou a cair, mas de forma desacelerada. Se no início do período tal segmento respondia por 8% do total de crédito, em 2007 financiava apenas 0,75% do total. (Ver Tabela 4).

Já as emissões no mercado de capitais também representaram uma parcela muito pequena da captação de crédito ao longo de todo o período, não representando 1% do total do crédito concedido. É válido lembrar que tais captações só se destinam às entidades jurídicas. A Tabela 4, que nos expressa os valores médios mensais dos anos selecionados das captações de recursos nesse mercado, nos mostra que em valores reais (de 1994) o mercado de capitais apresentou uma redução no nível de crédito entre 2002 e 2004, período em que o crédito bancário também

apresentava um nível mais baixo do que no período anterior. Todavia, a partir de 2004, tal fonte de recursos apresentou um aumento significativo, também em compasso semelhante ao do crédito bancário.

Tabela 4: Credores da Pessoa Jurídica (Bancos, Mercado de Capitais e demais instituições) em Meses selecionados. Em Milhões de Reais de 1994 e participação no Total

Mês	Crédito do Consolidado Bancário		Crédito do Consolidado Não-Bancário		Emissões primárias no Mercado de Capitais ⁽⁴⁾		Total R\$ (1994)
	R\$ (1994)	%	R\$ (1994)	%	R\$ (1994)	%	
1995-2001 ⁽¹⁾	⁽²⁾ 164.594	92,00% ⁽³⁾	14.312	8,00%	965	0,54%	179.871,09
dez/02	132.326	94,40%	7.238	5,16%	610	0,44%	140.174,63
dez/03	137.246	98,44%	1.952	1,40%	219	0,16%	139.418,74
dez/04	157.532	98,36%	2.208	1,38%	424	0,26%	160.164,71
dez/05	187.306	98,35%	1.932	1,01%	1.205	0,63%	190.443,13
dez/06	220.587	98,17%	1.939	0,86%	2.167	0,96%	224.693,53
dez/07	262.137	98,46%	2.006	0,75%	2.082	0,78%	266.225,22

(1) Média entre os anos 1995 e 2001;

(2) Valores estimados conforme percentual citados por Soares (2001);

(3) Média citada por Soares (2001).

(4) Média anual da soma das emissões primárias de ações, debêntures e Notas Promissórias.

Fontes: Relatórios de estabilidade Financeira do BCB dos anos entre 2002 e 2008 e Soares (2001)

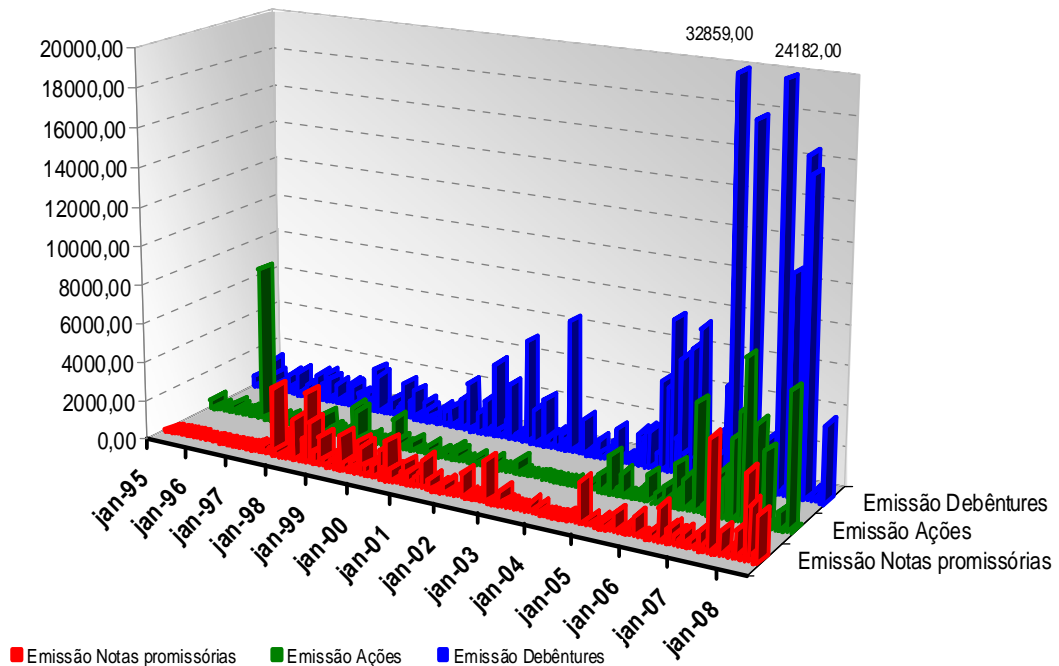
2.3.1. O mercado de capitais no período 1994-2007

O fato de termos de usar a média mensal ao longo dos anos para se medir a contribuição do mercado de capitais no crédito ilustra seu maior perfil, ou traço relevante: a instabilidade. A Figura 13 nos mostra tal traço, já que pode-se observar que grandes montantes são captados em determinados momentos, justamente por ocasião das emissões primárias (seja por meio de ações, debêntures ou notas promissórias).

Entre 1995 e 1997, as captações nesse mercado concentravam-se na modalidade de debêntures, que são títulos de dívida, e num volume mensal razoavelmente constante. As captações por meio de notas promissórias não estiveram disponíveis até o fim de 1996.

De modo geral, o lançamento de debêntures foi a forma mais constante no que diz respeito a esse mercado (Ver Figura 13). As emissões na forma de ações possibilitam a captação de maior volume, mas depende mais do otimismo do mercado em determinado período para que as mesmas sejam realmente importantes. Por exemplo, no ano de 1995, em que ocorreu a Crise Mexicana, o lançamento de debêntures possibilitou a captação de R\$ 5,8 bilhões no ano todo; já o lançamento de ações gerou R\$ 1,6 bilhões para a pessoa jurídica.

Figura 13: Emissões de Ações, Debêntures e Notas Promissórias. Valores Nominais. (1995-2007)



Fonte: Ipeadata.

Ao longo do ano de 1996 não houve crise, sendo de maior estabilidade. Assim, o lançamento de ações foi significativamente maior: captação de R\$ 7 bilhões, e a por debêntures foi de R\$ 6,3 bilhões (todos em valores nominais). Já em 1997, ano de Crise Asiática, a captação por meio de ações retraiu bastante (R\$ 2,6 bilhões) e o de debêntures ficou por volta de R\$ 5,3 bilhões. Assim, fica-se claro que o mercado acionário (no caso de emissões primárias), e também no de notas promissórias, é mais uma oportunidade para as empresas, e o mercado de debêntures é uma possibilidade.

Tal perfil do mercado acionário explica por que na primeira etapa (1995-1999) o lançamento de ações foi mais importante para a pessoa jurídica do que na segunda etapa (entre 1999 e 2002). O primeiro período apresentou crises em seu final (a partir de 1997), já o segundo as crises foram rotineiras. O perfil explica também por que a partir de 2004, com a expansão material da economia que houve e a ausência de crises, o mercado de ações ganhou novo fôlego.

No período adverso 1999-2002 o mercado de capitais foi útil para captação de recursos por parte da pessoa jurídica por meio de lançamento de debêntures e notas promissórias, justamente período de menor expressão das ações. O último período (2003-2007) apresentou uma situação mais positiva para as empresas nesse mercado, já que houve recordes nas captações não só por meio de debêntures mas nas por meio de ações e notas promissórias.

Todavia, tais mercados são mais úteis para as grandes empresas, já que para a melhor aceitação de papéis é importante o conhecimento das empresas por parte dos investidores. Quanto maior a empresa, maior a facilidade de captação de recursos. Tanto é assim, que o mercado de balcão organizado, que é mais propício para as empresas menores e desejosas de captar recursos no mercado principal, tem sido incentivado pelo governo assim como pelas sociedades corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários. Mas tais iniciativas ainda não fizeram aumentar a importância do mercado de capitais no total de crédito no Brasil. As captações nesse mercado, conforme se vê na Tabela 4, não passou de 1% do total do crédito à pessoa jurídica no período analisado.

Conclui-se que, além de ter sido de pouca expressão no período, o mercado de capitais atende melhor às necessidades de grandes empresas, mais conhecidas, e em boa situação, principalmente pela modalidade de debêntures. Tal segmento de oferta de crédito, além de tudo o que foi levantado, serve de possibilidade e/ou oportunidade real em períodos em que há estabilidade ou pouca incerteza e aversão ao risco por parte dos agentes econômicos. Em tal momento, o sistema bancário também possui menor aversão ao risco, preferência pela liquidez e maior disposição ao crédito.

2.3.2. O papel dos bancos no crédito

Conforme apresentado na Seção 2.1, o sistema bancário pode ser subdividido em três subgrupos: o conglomerado bancário I, o conglomerado bancário II e as instituições bancárias independentes. O crédito concedido por essas fontes é divulgado pelo BACEN (Banco Central do Brasil) na forma de consolidados, ou posições contábeis.

Infelizmente não dispomos de dados das posições relativas de cada consolidados para períodos anteriores à 2002. Todavia, a análise das participações entre 2004 e 2007 nos dá uma noção dessas e sugere um movimento, novamente, de concentração do crédito. Os dados a partir de 2004 são apresentados na Tabela 5.

Os bancos integrantes do consolidado I, em sua maioria bancos múltiplos com carteira comercial, de investimento e desenvolvimento, aumentaram sua participação no crédito total entre 2004 e 2007. No primeiro ano, tal grupo era responsável por 82,2% do total de recursos concedidos e, em 2007, o percentual aumentou para 86,6%. Já as instituições bancárias do tipo II, que não possuem carteira comercial, inversamente ao que ocorreu com o primeiro grupo, perderam participação: responsabilizavam-se por 16% em 2004 e, em 2007, por apenas 11,7%. Já as cooperativas de crédito permaneceram com participação constante, mas quase insignificante ao

longo dos anos supracitados: 1,6%. Há de se ressaltar que ambos os tipos de instituições aumentaram o volume de crédito, não só nominal como real. Enfim, pode-se dizer que os bancos de desenvolvimento e investimento perderam participação num período de expansão forte do crédito no sistema.

Tabela 5: Instituições bancárias no total do crédito: participação, valores nominais e reais (1994) – (2004 - 2007).

Mês	Consolidado Bancário I			Consolidado Bancário II			Consolidado Bancário III			Total dos consolidados	
	R\$	R\$ 1.994	%	R\$	R\$ 1.994	%	R\$	R\$ 1.994	%	R\$	R\$ 1.994
dez04	428.466	129.444	82,2%	84.679	25.582	16,2%	8.294	2.506	1,6%	521.439	157.532
dez05	527.060	157.329	84,0%	90.415	26.989	14,4%	10.010	2.988	1,6%	627.485	187.306
dez06	654.173	188.066	85,3%	100.981	29.031	13,2%	12.140	3.490	1,6%	767.294	220.587
dez07	851.342	227.137	86,6%	115.287	30.758	11,7%	15.898	4.242	1,6%	982.527	262.137

Fonte: Relatórios de estabilidade Financeira do BCB dos anos entre 2004 e 2007

Vimos que os bancos múltiplos com carteira comercial, integrantes do consolidado bancário I, são as instituições predominantes no sistema financeiro nacional. Resta agora saber qual é o real nível de concentração dos grandes bancos múltiplos nesse consolidado. Aproveitando a metodologia usada pelo BACEN para o agrupamento das instituições financeiras temos o corolário do esforço de pesquisa feito até aqui para identificar os maiores credores brasileiros.

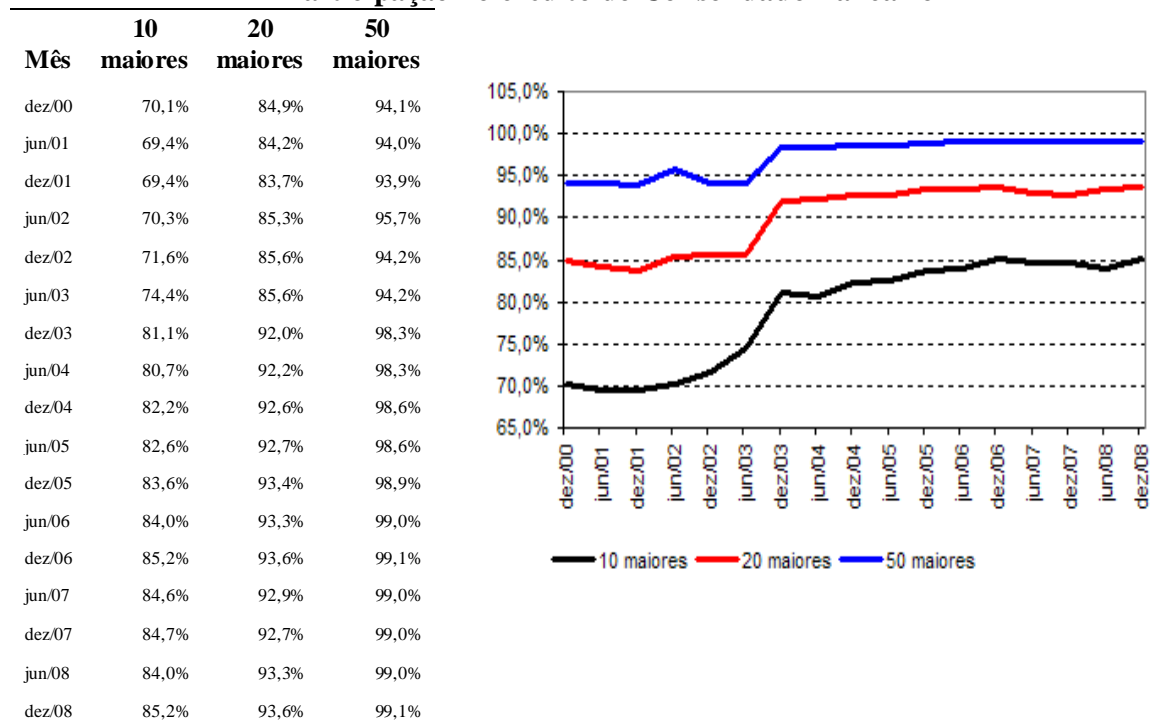
Classificando os conglomerados e instituições bancárias independentes em termos de tamanho de ativos, podemos formar os grupos dos 10 maiores conglomerados, dos 20 maiores e dos 50 maiores para checar o poder de mercado dos grandes bancos no total do crédito. A Figura 8 e sua tabela anexa nos mostram tal poder. Os 10 maiores conglomerados brasileiros possuíram em 2007 em torno de 85% do total de ativos creditícios dentro do grupo conglomerado bancário I. Novamente, ao se analisar o poder de mercado desses grandes conglomerados ao longo do tempo (entre 2000 e 2007) temos que os mesmos ampliaram a sua participação ao longo do período – já que em dezembro de 2000 os dez maiores continham apenas 70% do consolidado I.

O movimento de concentração dos ofertantes de crédito depois da Fase 1 se deu em dois períodos: durante o segundo semestre de 2002 e o fim do ano de 2003; e ao longo do segundo semestre de 2004 e o fim de 2006 (ver Figura 14). É sugestiva a coincidência da retração de crédito real, tanto em termos totais quanto especificamente dos recursos direcionados à pessoa jurídica, observada na Fase 2, com o movimento de concentração bancária promovida pelos 10 maiores bancos. Tal concentração se deu de forma abrupta, num período de elevada incerteza, conforme vimos. Há relação, portanto, entre a forte queda no crédito real e a concentração

bancária no período. Já na Fase 3, a concentração bancária se deu de forma mais lenta, gradual, e principalmente por parte dos maiores conglomerados e instituições financeiras.

Enfim, temos que poucos bancos múltiplos brasileiros tiveram pleno domínio sobre a oferta de crédito, para todos os setores econômicos, ao longo de todo o período analisado, sendo que há um movimento de reforço dessa concentração. Vimos que o conglomerado bancário I é responsável por cerca de 85% do crédito total em circulação. Adicionalmente, em torno de 82% do crédito ofertado por esse conglomerado originou-se das dez maiores corporações financeiras (bancárias). Assim, pode-se estimar que cerca de 70% do crédito total em circulação no Brasil no período analisado foi oriundo dos dez maiores conglomerados financeiros e que, portanto, são dos principais agentes ofertantes à pessoa jurídica.

Figura 14: Poder de mercado dos bancos: maiores conglomerados/instituições financeiras. Participação no crédito do Consolidado Bancário I



Fonte: Relatórios de estabilidade Financeira do BCB dos anos entre 2000 e 2007

A Tabela 6 reforça tal conclusão. Temos nela duas informações: qual a participação do crédito à pessoa jurídica no total e o quanto que cada tipo de instituição responde por esse crédito. Tal tabela compila informações extraídas do Sistema de Informações de Crédito do Banco Central (SCR) que classifica os tomadores de empréstimos apenas em pessoa física e jurídica.

Assim, tem-se uma discriminação diferente da que fizemos anteriormente, quando consideramos que a soma dos recursos captados pela indústria, comércio e serviços seria uma aproximação do crédito à pessoa jurídica, conforme fizemos na seção 2, por exemplo. Aquela desagregação por segmentos econômicos não pode ser comparada em termos de valores e percentuais com as do SCR por que têm conceitos diferentes, embora as conclusões finais sejam as mesmas, na prática. Da mesma, forma, não se compara a definição do próprio Banco Central de pessoa jurídica com tal classificação.

Começamos pela coluna 7, em que é apresentado o percentual de crédito destinado à pessoa jurídica frente ao total de crédito segundo o Sistema de Informações de Crédito do Banco Central (SCR). Já as colunas entre 1 a 6 mostram o quanto cada fonte credora participa nesse crédito. Temos então que as empresas receberam em torno de 56,5% do total dos empréstimos bancários em média ao longo do período (coluna 7). O consolidado bancário I, grupo que é responsável por cerca de 82% do crédito total ofertado – e que, dentro do mesmo, apenas os 10 maiores bancos no país respondem por 85% dos recursos – é responsável por cerca de 76% do crédito à pessoa jurídica. Dentro desse grupo, os bancos privados nacionais ocupam cerca de 40% do total, os bancos públicos e estrangeiros inclusos nesse consolidado praticamente se equivaleram, respondendo em torno de 18% do total.

Tabela 6: Participação da pessoa jurídica no total do crédito, por consolidado bancário (Meses selecionados).

Mês	Consolidado Bancário I			Total Consolidado Bancário I (4)	Consolidado Bancário II (5)	Consolidado Bancário III (6)	Crédito à pessoa jurídica / Total (7)
	Bancos Públicos (1)	Bancos Privados Nacionais (2)	Bancos Estrangeiros (3)				
dez/04	18%	40%	18%	75%	24%	1%	58%
dez/05	18%	39%	18%	76%	24%	1%	56%
dez/06	20%	40%	17%	77%	22%	1%	55%
dez/07	19%	42%	16%	78%	21%	1%	57%

Fonte: Elaborado a partir dos Relatórios de estabilidade Financeira do BCB dos anos entre 2004 e 2007

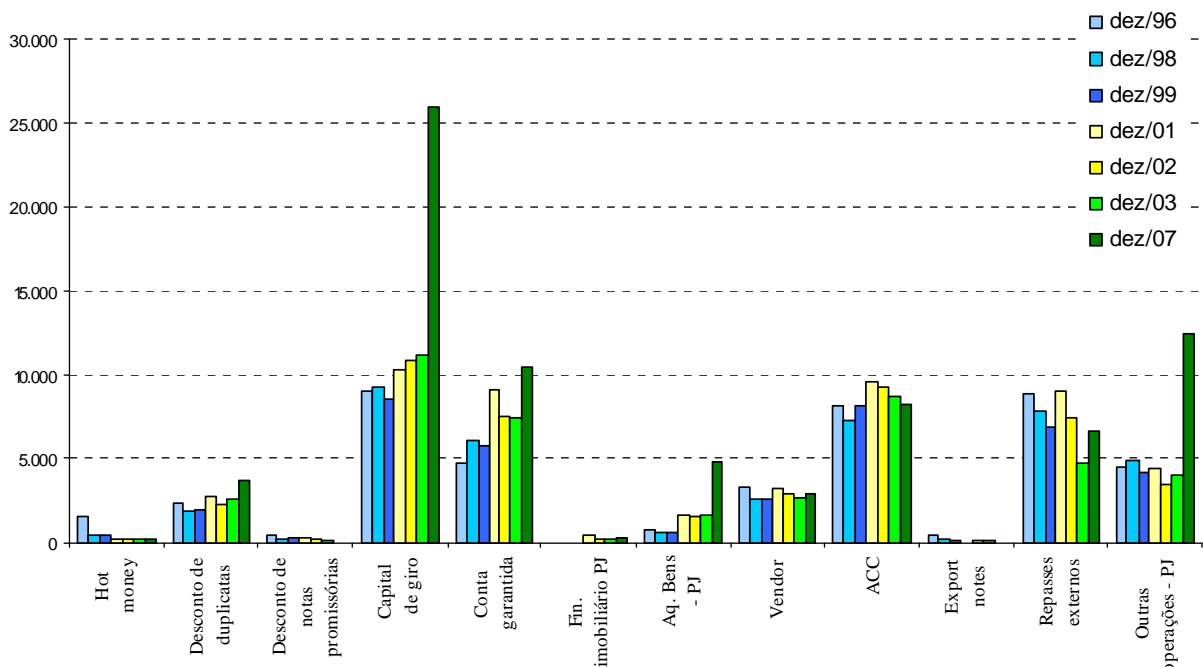
Vimos que os principais ofertantes de crédito são: a) os 10 maiores bancos do Brasil (de origem pública, privada ou estrangeira), que responderam por cerca de 70% do crédito à pessoa jurídica; o BNDES, que é responsável em média por 70% do total do crédito emitido pelo consolidado bancário II, e por 17% do crédito às empresas após 2004. Enfim, só os 10 maiores bancos e o BNDES somam a parcela de 87% dos empréstimos às empresas. Cabe-os agora, apresentar qual o tipo de crédito que essas fontes ofertam e sua evolução no período em questão.

Para analisar o tipo de crédito (ou modalidades dele) emitido pelos bancos (lembrando-se da concentração desse segmento), utilizamos a distinção que o BACEN faz entre recursos livres e

direcionados. Os recursos livres geram empréstimos cujos juros podem ser pactuados entre concessionários e mutuários de forma livre, e não possuem quaisquer lastros em compulsórios, recursos governamentais repasses do BNDES e créditos rurais. Enfim, é o crédito de mercado, sem juros controlados e de volume livre, dadas as possibilidades patrimoniais de cada instituição.

A Figura 15 apresenta o volume das modalidades de crédito à pessoa jurídica emitido pelos bancos em períodos selecionados. Numa análise inicial, percebe-se que as modalidades mais importantes de concessão são: empréstimos de capital de giro; créditos de conta garantida (que é o “cheque-especial” das empresas); os Adiantamentos de Contratos de Câmbio (ACCs), que são adiantamentos das receitas de exportação, utilizados pelas empresas para financiar a produção contratada por agentes externos; Repasses externos, que são operações de transferências, ou repasses, para as empresas de empréstimos contratados no exterior e, por fim; outras operações, que é a soma dos tipos de empréstimos que não se enquadram nas modalidades principais. Pode-se perceber também, em termos de modalidades, que as mais importantes no final de 1996 continuaram sendo as mais importantes no fim de 2003, ou seja, houve pouca mudança na distribuição do crédito por modalidade.

Figura 15: Principais modalidades de crédito à pessoa jurídica – meses selecionados. Em milhões de Reais de 1994.



Fonte: Ipeadata e Banco Central do Brasil

Somente em 2007 houve mudanças significativas. É válido lembrar que a partir de 2003 é que iniciou-se o grande salto no volume de crédito real. Naquele ano, o crédito real estava no

volume mais baixo de todo o período e foi a partir de então que houve a grande aceleração que se estendeu até o final do período analisado. Assim, pode-se dizer que essa grande expansão ficou restrita apenas em algumas modalidades.

Os empréstimos do tipo Capital de Giro apresentaram uma grande expansão, mais que dobrando o volume real em circulação. Além disso houve expansão também nos empréstimos de conta garantida. Ou seja, duas das modalidades antes mais utilizadas aumentaram sua participação no total. Outras duas modalidades tiveram expansão também, dando um traço novo ao período 2003-2007 em relação aos anteriores: “operações diversas” mais do que triplicaram em termos de volume, o que sugere uma diversificação das modalidades de crédito, embora o nível de concentração do volume ao se distribuir nas modalidades mais importantes tenha se mantido. Outra modalidade que expandiu e que ganhou importância no período foi a de aquisição de bens, que consiste num tradicional financiamento bancário a aquisição de bens a prazo. Todavia tal modalidade, que pode ser considerada como investimento, teve pouca expressão mesmo em 2007.

Por outro lado houve também modalidades que tiveram redução de saldo real, como os ACCs e repasses externos, ambas relacionadas ao setor externo. (Ver também Tabela 7)

Tabela 7: Volume de crédito com recursos livres por modalidade em meses selecionados. (Em Reais de 1994).

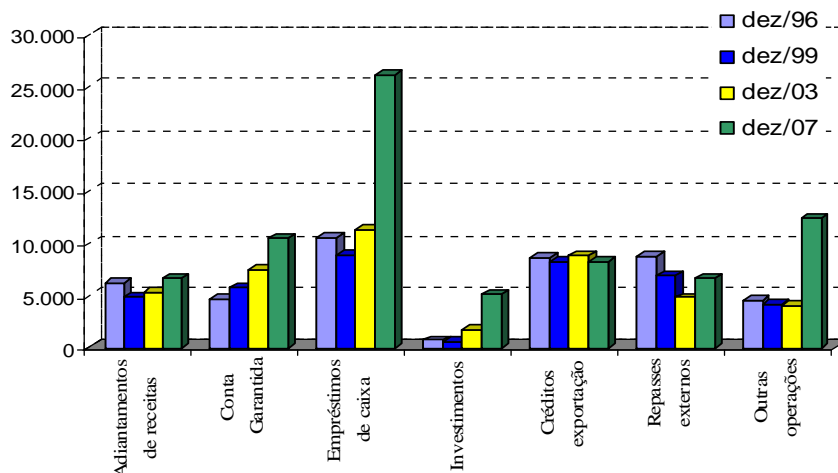
Mês	Adiantamentos de receitas	Conta Garantida	Empréstimos de caixa	Investimentos	Créditos exportação	Repasses externos	Outras operações	Total pessoa jurídica
dez/96	6.108	4.690	10.568	682	8.581	8.787	4.513	43.929
dez/97	5.831	5.884	9.922	846	8.841	7.593	4.510	43.426
dez/98	4.575	6.044	9.630	622	7.469	7.798	4.934	41.070
dez/99	4.799	5.763	8.878	651	8.222	6.841	4.210	39.364
dez/00	6.438	7.664	8.745	2.491	8.941	8.378	4.166	52.404
dez/01	6.227	9.188	10.442	2.026	9.587	9.043	4.442	57.440
dez/02	5.306	7.475	11.104	1.829	9.322	7.372	3.477	50.294
dez/03	5.295	7.446	11.361	1.782	8.813	4.725	4.041	46.230
dez/04	6.304	7.582	12.267	2.547	7.308	4.142	5.102	47.767
dez/05	6.318	8.875	15.510	3.511	7.138	4.788	6.784	55.355
dez/06	6.482	9.445	19.598	4.089	7.248	5.476	7.828	62.566
dez/07	6.633	10.441	26.174	5.091	8.228	6.640	12.424	75.632

Fonte: Ipeadata e Banco Central do Brasil

Ao se agrupar essas diversas modalidades em “tipos de necessidade” é possível perceber que os bancos do consolidado bancário I dedicam-se a sanar as necessidades de caixa das empresas. Conforme pode-se observar na Tabela 8 e na Figura 16, as somas de créditos de *Hot-Money*, Descontos de Duplicatas, Promissórias e Capital de Giro representam a maior parte do crédito do sistema bancário às empresas, e tal perfil se intensificou ao longo do período.

Em 1996, por exemplo, a soma dessas modalidades representava 49% do crédito à pessoa jurídica. Os créditos às exportações (soma dos ACCs e *Export Notes*) representava 20%. Já os créditos para investimentos (Aquisição de Bens representava 2% do total. Em 2007, as três finalidades citadas representaram 57%, 7% e 11% respectivamente. Tem-se, portanto, em movimento de longo prazo, a concentração dos empréstimos para as necessidades operacionais, a queda dos financiamentos às exportações e o aumento, embora ainda que representando pouco do total, do crédito aos investimentos.

Figura 16: Modalidades de crédito com recursos livres por finalidade empresarial. Meses selecionados. (Em Reais de 1994).



Fonte: Ipeadata e Banco Central do Brasil

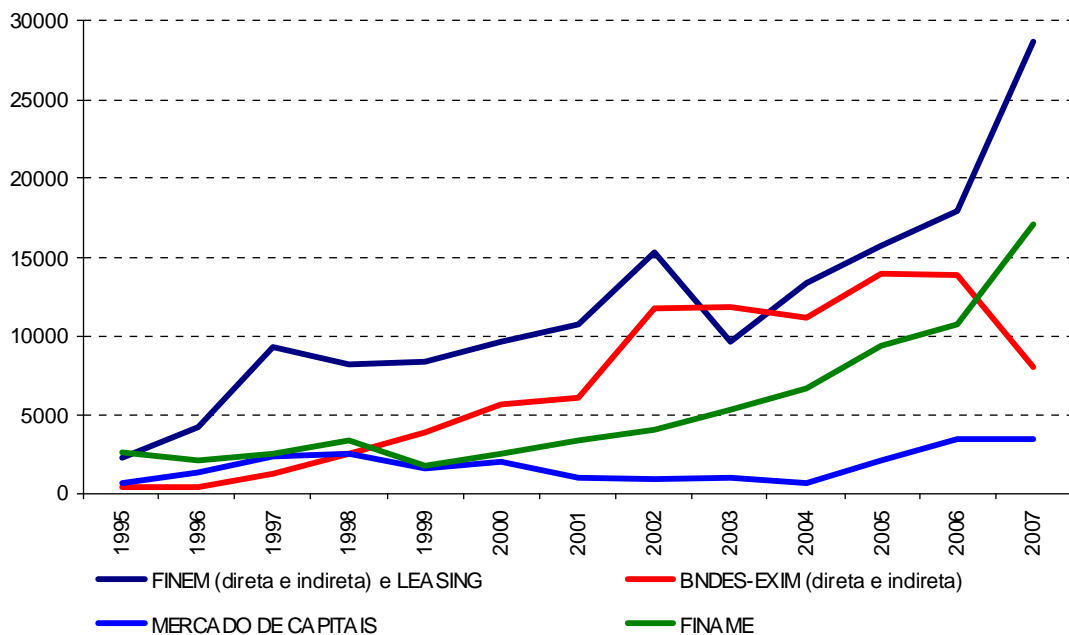
O consolidado bancário II, agrupamento em que se enquadra o BNDES (que responde por cerca de 70% em média do total desse consolidado) e os demais bancos de desenvolvimento e investimento, concede entre 1/4 e 1/5 dos recursos destinados às empresas, mas nota-se que entre o final de 2004 e o fim de 2007, sua participação caiu. Por fim, o consolidado bancário III, que integra as cooperativas de crédito, tem uma participação irrisória.

O crédito concedido pelo BNDES difere significativamente em termos de finalidade de uso do crédito bancário privado. Os recursos oriundos dessa instituição consistem em créditos de longo prazo, voltados para criação, modernização e expansão do capital fixo. Dessa forma, em torno de, apenas, 3% do crédito bancário privado foi para investimentos (como compra de bens e financiamentos imobiliários). Portanto, o BNDES é, por muito, o maior financiador da expansão das firmas brasileiras. Em dezembro de 1997, por exemplo, o crédito dos bancos privados para aquisição de bens era de R\$ 1,23 bilhões, já o BNDES, acumulava no mesmo mês 15,3 bilhões,

somando-se apenas as modalidades FINEM (direto e indireto), FINAME, Leasing, e EXIM (exportações e importações).

Conforme ilustra a Figura 17, que apresenta não o saldo como fizemos até então, mas as concessões de empréstimos em certo ano, o FINEM, em suas formas direta³⁰ e indireta³¹, é a modalidade com o maior volume de recursos concedidos; a segunda modalidade foi a BNDES/EXIM, voltada à promoção das exportações e importações (mais para a primeira do que para a segunda). Tal modalidade foi significativamente ampliada a partir de 1999, coincidindo com a mudança no regime cambial, até atingir o máximo de expressão em 2006. O mesmo comportamento teve a modalidade FINAME que, após o ano de 1999, expandiu a sua participação nos empréstimos do banco. Tanto o FINEM como o FINAME são modalidades que se caracterizam por promover a criação, modernização e expansão da capacidade produtiva – entretanto o primeiro é mais apropriado para projetos maiores e mais complexos, enquanto o segundo é voltado para o setor de bens de produção, para máquinas e equipamentos credenciados pelo banco.³²

Figura 17: Volume (em R\$ milhões) de concessões do BNDES por modalidades selecionadas. (1997-2003)



Fonte: BNDES

³⁰ Em que os recursos são pleiteados diretamente no BNDES, mas apenas para financiamentos acima de R\$ 1 milhão.

³¹ Para recursos abaixo de R\$ 1 milhão, em que os recursos são oriundos do banco, mas sofrem a intermediação dos bancos privados, que cobram taxas adicionais.

³² Para maiores informações ver o site do BNDES.

Já a modalidade BNDES/Mercado de Capitais consiste em promover a inserção das empresas no mercado de capitais, subscrevendo títulos e valores dessas empresas ao conceder financiamentos. O volume de recursos concedidos por tal modalidade acompanhou o comportamento do mercado de capitais no período, ou seja, foi maior entre 1997 e 1999 do que em comparação com o período 2000-2003.

Em suma, o BNDES – maior financiador da expansão da indústria brasileira – teve como enfoque no período 1995-2007 a modalidade FINEM, voltada à reestruturação da indústria e expansão produtiva. A expansão inicial, entre os anos de 1997 e 1998, era esperada, pois foram os de auge da reestruturação produtiva. Já no período 2000-2003, houve uma ampliação dos recursos e melhor distribuição dos mesmos entre as modalidades do banco, sendo que o destaque foi a ampliação dos recursos destinados às exportações, coincidindo com a forte depreciação cambial após 1999. A partir de 2003 o FINEM e o FINAME acompanharam a grande expansão do crédito até 2007.

Ao se conceber que o crédito concedido pelo BNDES equivale a 70% do crédito do consolidado II, temos que o banco, sozinho, é responsável por cerca de 1/4 do crédito à pessoa jurídica. Infelizmente não dispomos de informações sobre a evolução do saldo das operações do banco, mas pode-se inferir que o mesmo é o principal agente anticíclico do governo, postura essa que destacamos ao longo do trabalho.

2.4. Notas do final do capítulo

Como fechamento do capítulo, vimos que o volume de crédito à pessoa jurídica apresentou flutuações ao longo do período 1994-2007, mas que, no final do mesmo, o balanço foi positivo, já que houve aumento de 54,6%. Essas flutuações tiveram como característica importante acompanhar os movimentos do crédito total do sistema financeiro. Tal relação vai ao encontro da hipótese de que o crédito às empresas não é “descolado” da decisão de “conceder crédito ou não”, que os credores enfrentam diante de uma certa conjuntura e estrutura.

Vimos que os maiores credores da pessoa jurídica no Brasil são os 10 maiores consolidados financeiros, que se dedicam a sanar as necessidades de caixa e receita das empresas, assim como o BNDES, que financia o investimento das mesmas. Houve, no período, portanto, uma segregação de tarefas por parte dos principais agentes ofertantes das entidades empresariais, sendo o primeiro, os bancos múltiplos imersos em conglomerados financeiros, credores de curto prazo, que oferecem crédito à custo elevado, já que esse custo é atrelado (e muito maior, inclusive) ao nível de juros pago pelo governo em seu objetivo de manter a inflação nas metas

estipuladas em períodos anteriores e rolagem da dívida pública. Além disso, tais bancos, ao que parece, se beneficiaram da baixa elasticidade de empréstimos de caixa em relação aos juros, principalmente em períodos de crise econômica (retração da produção, no crédito e juros elevados). Já o BNDES, instituição do governo, ofereceu crédito à custos mais baixos e num prazo de liquidação maior, agindo de forma anti-cíclica em diversos momentos em que os sistemas privados contraíram seus recursos..

A relação “Governo/10 maiores bancos” pareceu interferir no crédito à pessoa jurídica e no crédito total. Nos períodos de crise, principalmente, e até em outros, como destacamos, o volume de crédito, em regra geral, foi retraído. Esse comportamento pode ser explicado não só pelo aumento da aversão ao risco, piora dos resultados e balanços das empresas ou outros fatores que envolvem credores e devedores. Há indícios de que a própria política de controle da inflação no período 1999-2007, e para controle do câmbio no período anterior, contribuíram, por si sós, na redução do crédito. Isso porque os bancos que fornecem crédito possuem a opção de financiar a política de estabilização, fazendo assim, administração de carteira. A estruturação de portfólio, como sabemos, é restrita devido à limitação de recursos do lado do ativo e passivo bancário.

Outra opção de carteira verificada é o crédito à pessoa física, que apresentou comportamento distinto em termos de volume, do da pessoa jurídica. Vimos que nesse segmento o spread é mais elevado e, portanto, conceder recursos ao consumidor pareceu ser mais lucrativo do que conceder recursos às empresas ao longo de todo o período, principalmente após a reestruturação bancária ocorrida nas fases 1 e 2. Esses assuntos serão aprofundados no próximo capítulo, onde veremos como os bancos estruturaram suas carteiras (ou seu ativos) ao longo do período estudado. São as motivações dessas distinções comportamentais que pretendemos esclarecer observando a estrutura de ativo dos principais bancos credores, no próximo capítulo.

CAPÍTULO 3 – PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ E O CRÉDITO À PESSOA FÍSICA COMO ENTRAVES PARA O FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO À PESSOA JURÍDICA.

A análise feita no Capítulo 2 consistiu basicamente em analisar as flutuações quantitativas no crédito total, comparar com a evolução do volume de recursos destinados às empresas e explorar as origens e os destinos dos financiamentos, assim como as formas ou modalidades em que os mesmos são oferecidos. Nessa análise fizemos um levantamento das condições econômicas conjunturais e suas mudanças, assim como delineamos as alterações estruturais do lado da oferta do crédito. Em suma, a metodologia seguiu ao raciocínio que em certas estruturas e conjunturas (que mudam ao longo do tempo), os agentes ofertantes e demandantes de recursos têm certa conduta e desempenho. As condutas e desempenhos foram avaliados pelas mudanças em quantidades principalmente, enquanto que as estruturas e conjunturas foram descritas para cada fase relevante.

O foco na parte quantitativa nos propiciou sugerir que o perfil do crédito à pessoa jurídica ao longo do período possuiu cinco aspectos fundamentais: a) os empréstimos foram caros, já que o nível de juros ao longo de todo o período esteve em nível elevado se comparado aos padrões internacionais, mesmo na Fase 3; b) o mercado de capitais teve uma participação pouco expressiva para o sistema empresarial como um todo, pois além de ser restrito para firmas de maior porte, foi uma opção viável em períodos de menor aversão ao risco, em situações de estabilidade e crescimento econômico; c) houve uma divisão de tarefas entre os agentes credores em que, de um lado, o sistema privado nacional e estrangeiro dedicaram-se a conceder recursos de curto prazo, enquanto que o sistema público, por intermédio do BNDES, foi praticamente a única opção de financiamento de longo prazo para as empresas; d) o volume crédito foi fundamentalmente influenciado por mudanças no marco institucional e por eventos político econômicos, à ponto de, em determinadas circunstâncias, responder pouco às variações no juros e nos compulsórios, e; e) o crédito às empresas parece ter sido negativamente influenciado pela expansão no volume de recursos destinados ao crédito ao consumidor, já que os bancos também possuem restrições orçamentárias.

No presente Capítulo nos dedicamos a explorar pouco mais aos três últimos aspectos do perfil do crédito às empresas, já que o nível dos juros no país é já aspecto muito comentando, controverso e criticado não só na área acadêmica mas também na mídia de massas. Motivos, argumentos e comentários sobre a participação reduzida do mercado de capitais na estrutura do

sistema financeiro também foram levantados no Capítulo 2 e aprofundarmos nesse aspecto exigiria um maior escopo do trabalho.

Assim contemplaremos apenas os três últimos aspectos. Quanto ao primeiro, pode-se dizer que por todo o período analisado perdurou uma divisão de tarefas do lado da oferta do crédito, já que os bancos privados múltiplos e bancos com carteira comercial concentraram suas concessões em modalidades de crédito fundamentalmente de curto prazo enquanto que o BNDES supriu as necessidades (parte delas) de longo prazo.

3.1. Divisão de tarefas

Como exemplo da segregação de tarefas, podemos dizer, por exemplo, que em dezembro de 1996, período que, como vimos, era adverso para o setor industrial, 48,63% dos recursos concedidos pelo consolidado bancário I se deu na forma de empréstimos de caixa e adiantamentos de receitas, ou seja, voltados exclusivamente para sanar as necessidades operacionais das empresas. O perfil curtoprazista se estende até nos financiamentos às exportações, já que os ACCs, *export notes* e repasses externos também se dedicam ao adiantamento de recursos, agora para sustentar as vendas no mercado exterior. Tais créditos à exportação respondiam por 39,53% do crédito concedido. Assim, restavam 1,5% dos recursos para financiar a aquisição de máquinas e equipamentos, ação característica das empresas durante o “mini-ciclo de modernizações” realizado pelo setor industrial na década de 1990³³.

Em dezembro de 2007, onze anos depois, 57,18% dos empréstimos dos bancos múltiplos e comerciais ainda se dedicavam aos empréstimos de caixa e adiantamento de receitas. Outros 19,65% eram destinados à financiar as exportações, e 6,7% dos recursos financiaram a aquisição de máquinas, equipamentos e imóveis. Enfim, o perfil de curto prazo dos empréstimos bancários permaneceu e ainda foi aprofundado, mesmo com todas as mudanças ocorridas na estrutura ofertante do SFN.

A Tabela 8 nos mostra os prazos médios dos empréstimos concedidos com recursos livres em algumas modalidades de crédito às empresas para o período 2000-2007. Tais modalidades são emitidas principalmente pelos bancos comerciais e múltiplos. Na tabela se vê que nenhuma das modalidades teve um prazo médio maior do que um ano. Na modalidade mais importante, empréstimos para Capital de Giro, os empréstimos tiveram um prazo médio pouco maior do que

³³ Os outros 10,27% ocuparam a forma de “outras operações”, conforme metodologia do utilizada pelo Banco Central do Brasil.

seis meses. Por fim, aquisições de máquinas e equipamentos contam com o maior prazo médio, por volta de 11 meses.

Já o BNDES oferece créditos de longo prazo por suas linhas de crédito. No caso do Finem, os prazos variam de acordo com a capacidade de pagamento da empresa ou grupo econômico devedor. O Finame e Finame *Leasing* estipulam um prazo máximo de 60 meses, mas há exceções, podendo durar, de acordo com a área de atuação do grupo econômico, até 120 meses – no caso, por exemplo, de transportes ferroviários. O Cartão BNDES oferece parcelas entre 12 e 36 meses. Até no adiantamento de receitas ligados à exportáveis, o banco financia, na modalidade Pré-Embarque Ágil, a produção de bens num prazo de 6 a 12 meses.

Tabela 8: Prazo médio das operações de crédito com recursos livres referenciais para taxa de juros – por modalidade. (média entre Maio/2000-Dez/2007).

Modalidade	Prazo Médio (meses)
Capital de Giro	6,45
<i>Hot Money</i>	0,40
Desconto de Duplicatas	1,17
D. Notas Promissórias	1,31
Conta Garantida	0,76
<i>Vendor</i>	2,43
Aq. De Bens	11,08
Cheque Especial	0,68
Crédito Pessoal	1,22

Fonte: Banco Central do Brasil

Enfim, os prazos dos empréstimos concedidos pelo BNDES são muito maiores se comparados aos dos bancos privados (comerciais e múltiplos) em suas linhas de crédito: por volta de 6 meses para capital de giro, 45 dias para descontos de notas promissórias e duplicatas, 2,5 meses para a modalidade *Vendor* e, finalmente, em torno de 11 meses para aquisição de bens (modalidade que apresenta, como vimos, uma participação muito pouco expressiva).

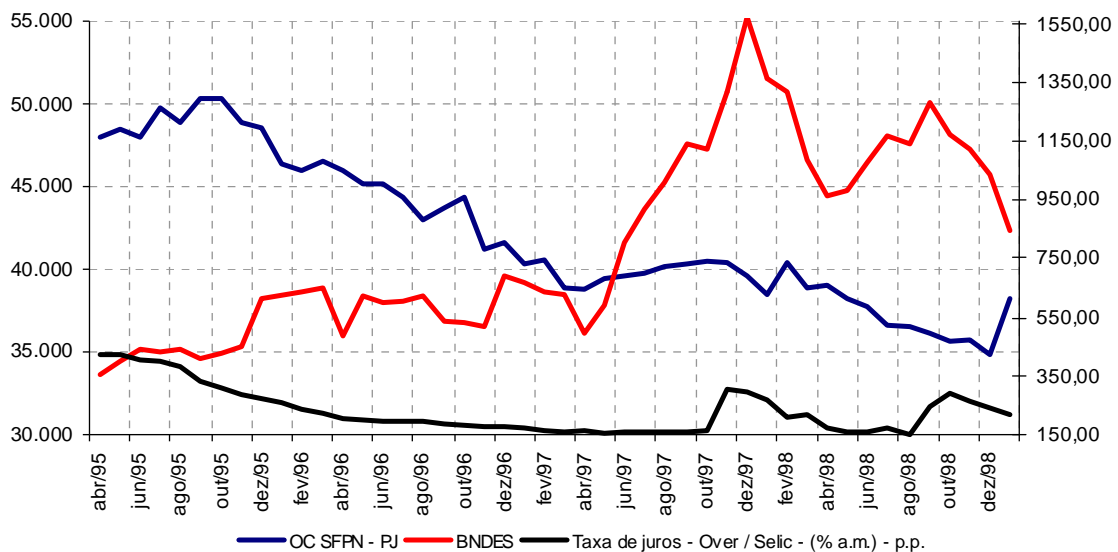
Além da questão dos prazos, a conduta restritiva dos agentes privados³⁴ em períodos específicos levou o governo a utilizar o BNDES como agente anti-crise, fornecendo crédito em momentos de contração de recursos para empréstimos. A Figura 18 nos mostra que ao longo da Fase 1, o BNDES expandiu fortemente suas operações nas fases mais conturbadas no sistema financeiro nacional e internacional.

Os desembolsos mensais do sistema BNDES (excluindo o crédito agrícola) aumentaram gradualmente até abril de 1997, enquanto os créditos à indústria, comércio e serviços concedidos pelo sistema privado nacional apresentavam forte queda. Adiante, enquanto os rumores acerca

³⁴ Ou até públicos, mas com objetivos semelhantes como no caso do Banco do Brasil – banco público múltiplo.

dos problemas financeiros nos países asiáticos se exacerbavam e o setor industrial acentuava a modernização de capital, o BNDES mais que dobrou seus desembolsos mensais, enquanto o capital credor privado estava em níveis significativamente baixos. Por último, nos auges das crises asiática e russa, o que a figura nos mostra, o banco desembolsava recursos em níveis inéditos, enquanto a taxa Selic disparava e o crédito privado nacional retraía fortemente.

Figura 18: Desembolsos do BNDES, taxa Selic e crédito do sistema privado nacional.
Em Reais de 1994. (Out/1995 – Jan-1999)



Nota 1: Taxa Over / Selic - (% a.m.) – pontos percentuais.

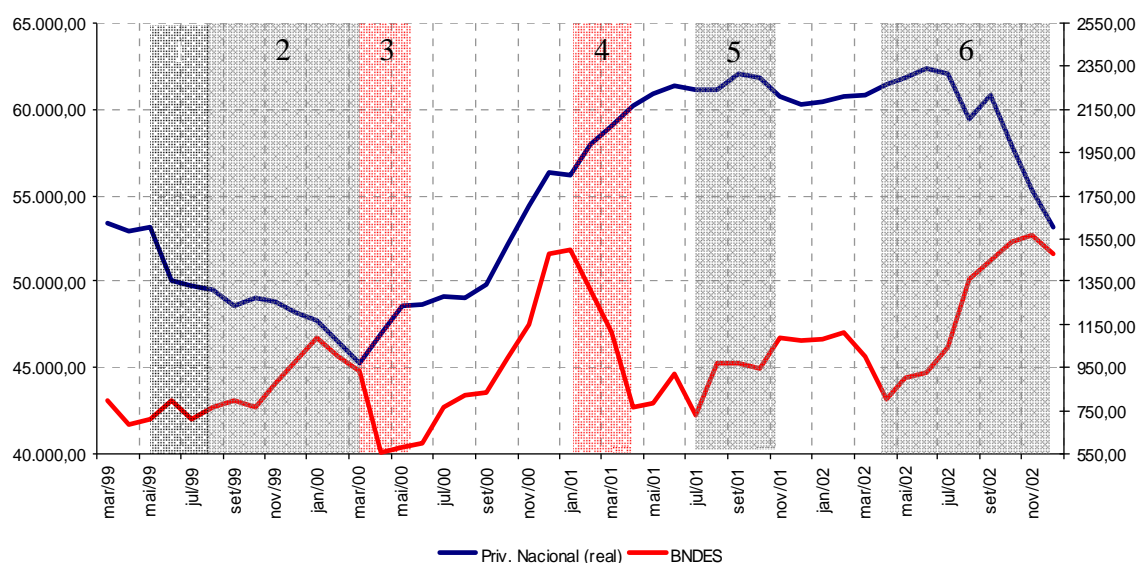
Nota 2: Desembolsos do sistema BNDES sem o crédito agrícola. Média Móvel de ordem 4 (calculadas para reduzir a amplitude das variações) a partir de dados mensais.

Fonte: BNDES, Ipeadata e Banco Central do Brasil

Na Fase 2 temos o mesmo comportamento anti-cíclico em diversos períodos. Na Figura 19 destacamos períodos em que o crédito do setor privado nacional e o concedido pelo BNDES foram opostos. Todavia, em alguns deles não se pode dizer se foi um comportamento intencional ou apenas coincidência, como em “1”, “3” e em “5”, por exemplo, por serem curtos. Mas em outros, as diferenças foram mais consistentes, principalmente durante o segundo semestre de 2002.

Desta forma, podemos dizer que houve não só uma segregação de tarefas entre os bancos privados e o crédito às empresas de origem pública – em que os capitais creditícios de origem privada nacional e estrangeira ativeram-se a financiar o curto prazo, enquanto o sistema público, por meio do BNDES, sustentou as operações de longo prazo – mas também que o crédito público teve um caráter anti-cíclico ao longo do período estudado, executado principalmente pelo BNDES.

**Figura 19: Desembolsos do BNDES e crédito do sistema privado nacional.
Em Reais de 1994. (Out/1995 – Jan-1999)**



Nota 1: Desembolsos do sistema BNDES sem o crédito agrícola. Média Móvel de ordem 4 (calculadas para reduzir a amplitude das variações) a partir de dados mensais.

Fonte: BNDES e Banco Central do Brasil.

O comportamento anti-cíclico do BNDES está intimamente ligado ao comportamento dos bancos privados e se relaciona, portanto, com outro traço importante do crédito ao longo do período estudado. Ficou evidente a importância dos eventos exógenos na explicação da conduta dos agentes ofertantes de crédito em termos de volume e custo dos recursos (juros). As três fases do crédito à pessoa jurídica (e crédito total) tiveram como pontos de inflexão períodos marcados por eventos político-econômicos relevantes. Ficou-se claro em alguns deles, como entre 1999 e 2000, que mesmo com a política econômica orientada, e relativamente propícia, para a expansão do crédito (redução de compulsórios e dos juros básicos e crescimento da produção industrial) a incerteza quanto ao futuro, num contexto recentemente formado, pareceu ter peso decisivo na concessão e/ou obtenção de recursos emprestados. O saldo de crédito às empresas caiu em torno de 21,7% apenas entre janeiro de 1999 e setembro de 2000, enquanto as apreensões acerca da rolagem da dívida pública e externa estavam presentes e o novo regime de câmbio tinha impactos incertos³⁵. Enfim, conturbações no cenário econômico e político afetaram o crédito de forma negativa e foram decisivas para o comportamento dos agentes, elevando as exogeneidades no

³⁵ Assim como ocorreu em 1999, outros períodos marcados por eventos afetaram negativamente o crédito: a) em 1995 com a Crise do México, em que as três fontes de crédito estabilizaram ou reduziram o saldo de suas operações; b) após a Crise da Ásia, quando o sistema financeiro privado acentuou a retração; e c) as três crises de 2001, quando foi abortada a recuperação de crédito total e à pessoa jurídica, além dos já citados que marcam o fim e/ou início das fases que estabelecemos.

sistema aos principais determinantes dos pontos de inflexões do volume de crédito no período analisado.

3.2. Exogeneidades, estado de expectativas e preferência pela liquidez

A importância dos fatores exógenos na explicação do comportamento do crédito nos remete à importância das expectativas quanto ao futuro, da preferência pela liquidez e da aversão ao risco nas decisões de empréstimos, fatores esses enfatizados por Keynes e tratados de forma cuidadosa pela escola Pós-Keynesiana. Quando ocorrem eventos que alteram traços conjunturais ou que mudam o marco institucional é natural que os agentes fiquem mais apreensivos quanto ao futuro, incertos sobre a forma em que o sistema se adaptará ao novo contexto. Assim sendo, pode-se dizer que são nesses momentos em que as projeções sobre o futuro e os cálculos probabilísticos que os agentes fazem para tomarem decisões são menos confiáveis, justamente porque não se sabe como os agentes que formam o sistema se adaptarão. Como no período estudado houve diversas mudanças de contexto, poder-se-ia esperar as grandes flutuações no crédito intimamente ligadas a esses eventos. Em outras palavras, componentes subjetivos que envolveram não só as decisões de investimento, mas também a captação ou concessão de crédito tiveram um papel muito importante no resultado final de volume, modalidades, prazos e juros dos empréstimos, justamente porque houve diversas mudanças institucionais.

Conforme apresentado no Capítulo I, há certa “convenção” entre Keynes, Minsky e para a escola Pós-Keynesiana em geral, que os bancos desempenham um papel fundamental tanto na transição entre o baixo e o alto nível de atividade econômica, como também são agentes amplificadores das crises. São os agentes provedores de liquidez do sistema, catalisadores das transações e investimentos em momentos de otimismo e concentradores de liquidez em momentos de pessimismo. No período estudado temos vários momentos turbulentos, alguns momentos de estabilidade e outro período de transição entre um baixo nível de atividade para um nível mais elevado. Temos, portanto, um período muito rico para analisar o comportamento micro e macroeconômico dentro da estrutura ofertante de crédito a partir do *framework* Pós-Keynesiano.

Vale lembrar que a firma bancária, em linhas gerais, possui dois tipos de alocação de recursos do lado do ativo: empréstimos (baixa liquidez, alto risco e elevada rentabilidade) e ativos defensivos (alta liquidez, baixo risco e baixa rentabilidade). A escolha na alocação dos recursos entre esses dois tipos gerais de ativos é influenciada por variáveis suscetíveis às influências de fatores subjetivos, como a aversão ao risco, a preferência pela liquidez e a

rentabilidade esperada. Enquanto a liquidez de um certo ativo pode ser considerada como razoavelmente constante, tanto o risco de se conceder um crédito quanto a rentabilidade esperada não se traduz em valores absolutos. Não existe um nível de risco específico de um ativo que independa, por exemplo, de mudanças conjunturais não percebidas anteriormente. Igualmente, as perspectivas de rentabilidade futura são influenciadas por mudanças de contexto sempre quando algum evento interfere (ou poderá interferir) direta ou indiretamente no curso dos negócios. *Coeteris paribus*, o risco pode ser definido como “x%”, com base em probabilidades; se *ooeteris mutatis*, o nível de risco de uma aplicação tende à incerteza.

Quer se dizer que, como apresentado no Capítulo I, os níveis de risco e de rentabilidade, assim como a preferência pela liquidez dos agentes, são influenciados pelo estado de expectativas, podendo até serem razoavelmente constantes num certo tempo, num certo sistema, conforme sugere a escola Pós-Keynesiana. Dependendo do estado de expectativas, do estado de crédito, da rentabilidade esperada e da preferência pela liquidez, portanto, os bancos optam por aumentar de forma marginal a participação do crédito no ativo ou a participação de ativos defensivos (títulos públicos, por exemplo) na carteira. Todavia, a incidência de fatores exógenos pode causar reversões nas expectativas, na preferência pela liquidez, nos riscos e na rentabilidade esperados e, portanto, no resultado do crédito.

O que apresentaremos adiante é uma tentativa de identificar melhor as influências de tais fatores subjetivos no crédito em alguns pontos de inflexão do volume. **Tentaremos apresentar algumas evidências, através de alguns indicadores, de que a ocorrência de alguns eventos exógenos afetou o comportamento dos bancos de forma que tornaram alguns aspectos objetivos menos importantes do que fatores subjetivos na explicação do comportamento do crédito no Brasil em alguns períodos específicos.** É uma tentativa, portanto, de ilustrar a aversão ao risco e a preferência pela liquidez operando no sistema financeiro.

Para isso definimos dois indicadores como *proxies* do estado de expectativas, ou seja, que ilustram um ambiente de aversão ao risco e de maior preferência pela liquidez, ou de maior otimismo: o C-Bond e o Ibovespa. Assim, convencionamos que uma queda tendencial no Índice Bovespa e/ou um aumento significativo do C-Bond (*spread* entre os títulos soberanos do Brasil e os dos EUA) indicam aversão ao risco e preferência pela liquidez. Assim, espera-se que o volume de crédito concedido e a participação do mesmo nas carteiras dos bancos seja negativamente influenciado pelo estado de expectativas adverso, ilustrado pelas *proxies*. Acreditamos que tais indicadores são convenientes de serem utilizados para essa finalidade por possuírem elevado volume de transações em seus mercados e liquidez elevada. Com essas características ambos

evidenciam de forma rápida o estado de expectativas dos agentes através da compensação de mercado. No mercado acionário e no de títulos soberanos há grande participação de especialistas e operadores sintonizados nos eventos correntes e buscando antecipar eventos futuros.

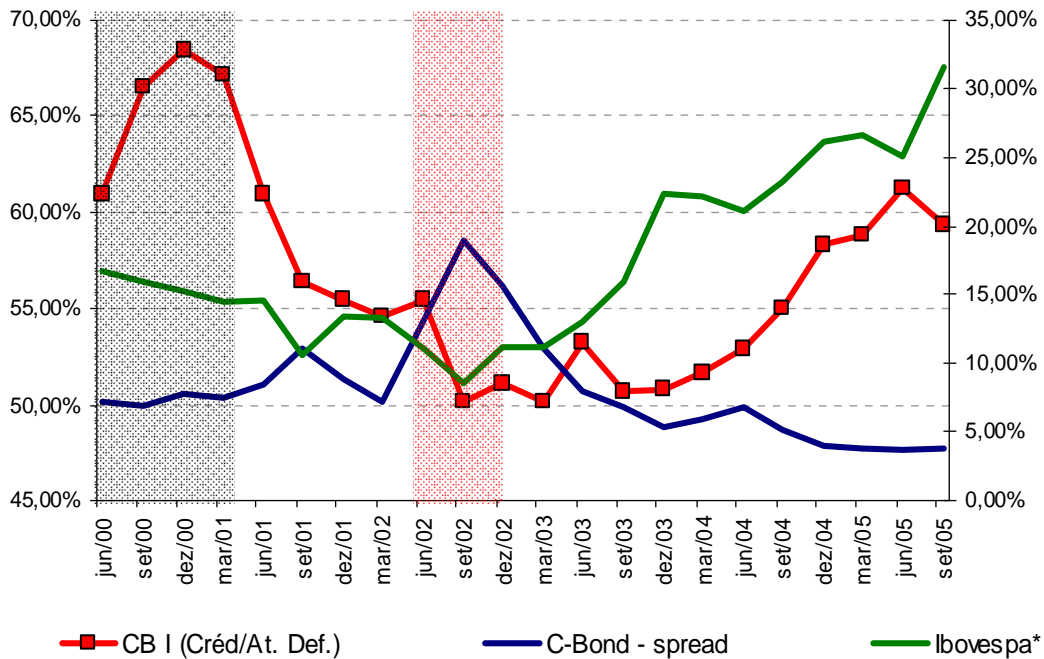
A Figura 20 apresenta a evolução do *spread* do C-bond, a evolução do Ibovespa (em pontos, dividido por 100.000³⁶, e a relação entre a soma do volume de crédito e *leasing* (sem a provisão para créditos de liquidação duvidosa) dividido pelo volume de ativos defensivos nos balanços dos bancos do Consolidado Bancário I (CB-I), valores em dados trimestrais. Os ativos defensivos são os encaixes, títulos, valores mobiliários e instrumentos financeiros derivativos, aplicações interfinanceiras de liquidez e relações interfinanceiras, que incorporam as reservas compulsórias e secundárias³⁷. A relação crédito/ativos defensivos nos dá uma indicação da aversão ao risco das instituições do CB-I: quanto maior a relação, supõe-se, menos os bancos estão avessos ao risco de crédito, à ponto de disporem de maiores parcelas do seu ativo em aplicações de risco. Do contrário, quanto menor o percentual, mais as instituições bancárias privilegiam a segurança, aumentando o espaço de ativos líquidos em sua estrutura de ativo.

A figura nos mostra dois pontos importantes: primeiramente que as variáveis *proxies* para o estado de expectativas apresentaram comportamentos opostos, fato dedutível e previsto já que, supõe-se, refletem o mesmo fenômeno. O segundo ponto é que quanto mais as variáveis *proxies* nos indicam uma piora no estado de expectativas, mais as instituições do CB-I reduzem a relação crédito/ativos defensivos, apontando para a maior preferência por liquidez e por segurança. Pode-se observar que ao longo do ano 2000, em que houve a recuperação da produção industrial e estabilidade macroeconômica, o CB-I apresentava uma elevada participação de crédito em relação ao ativo. Todavia, já no ano de 2001, o ano das três crises, o Ibovespa cai, o *spread* do C-bond aumenta e a relação crédito/ativos defensivos despenca. Em seguida temos alguns meses de suave inversão nas tendências dos três indicadores para, a partir do segundo semestre de 2002, os bancos recrudescerem a aversão ao risco e retraírem a participação do crédito – coincidindo com a drástica elevação do *spread* do C-Bond e a forte queda do Ibovespa. Por fim, a partir de 2003, vimos a reversão plena das tendências dos indicadores, os bancos aumentarem a participação do crédito em carteira e nossas variáveis *proxy* indicarem um estado de expectativas bastante favorável.

³⁶ A divisão por esse valor foi realizada só para favorecer a harmonia gráfica.

³⁷ além dos recursos disponíveis para crédito do Sistema Financeiro da Habitação e Rural, mas que ocupam espaço muito pequeno desse montante, já que não chegam a 2% do total das Relações Interfinanceiras.

Figura 20: Relação Crédito/Ativos defensivos, Ibovespa e C-Bond. (Jun/00-Set/05)



Nota 1: Relação Crédito/Ativos Defensivos: Volume total do crédito e de Arrendamento Mercantil dividido pelos encaixes, Títulos, Valores Mobiliários e Instrumentos Financeiros Derivativos, Aplicações Interfinanceiras de Liquidez e Relações Interfinanceiras (reservas Compulsórias e Secundárias).

Nota 2: C-Bond *spread*: valores percentuais

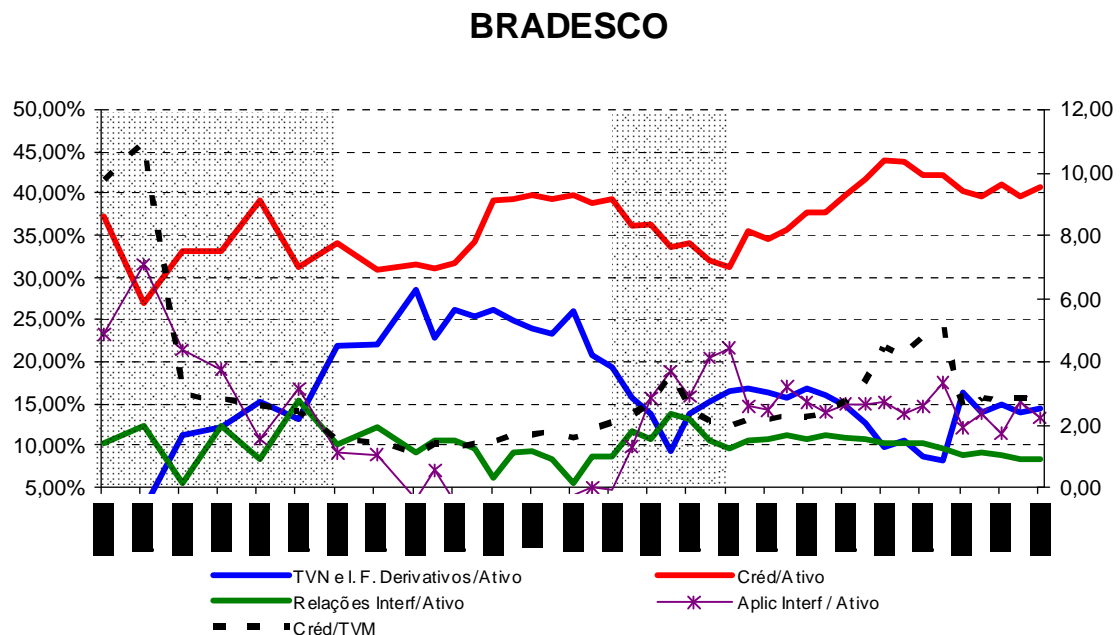
Nota 3: Ibovespa: Índice Bovespa dividido por 100.000 (para composição gráfica)

Fonte: Banco Central do Brasil (Os 50 maiores Bancos e séries temporais)

A análise do comportamento das instituições bancárias tendo em vista a abordagem da preferência pela liquidez feita acima vai ao encontro das conclusões de alguns trabalhos dentro dessa perspectiva Pós-Keynesiana. Paula e Alves (2003) analisaram a alavancagem e a composição dos ativos dos maiores bancos privados entre o Plano Real e o ano de 2001, concluindo que os mesmos aproveitaram o manejo da dívida pública governamental para obterem lucros elevados com títulos públicos e pelos *spreads* dos empréstimos. Conseguiram combinar simultaneamente, portanto, elevada liquidez e rentabilidade sem incorrer em riscos maiores. Paula, Alves Jr. e Marques (2001) analisaram o período 1994-1998 e verificaram que o comportamento dos bancos após o Plano Real também pode ser explicado pela preferência pela liquidez: após a estabilização os bancos, num contexto otimista, aumentaram seus níveis de exposição ao risco ao expandirem em demasiado a participação do crédito em carteira. Após a crise bancária de 1995 tornaram-se mais conservadores, aumentando a participação dos ativos líquidos. Assim, concluem que tais instituições se adaptaram bem às mudanças institucionais, obtendo lucros elevados independentemente do contexto.

Na análise que faremos a seguir apreciamos a evolução dos balanços dos três maiores bancos no Brasil, o Banco do Brasil, o Itaú e o Bradesco, para verificar o comportamento desses bancos líderes em momentos de aversão ao risco e de estabilidade. Começamos pelo Bradesco cujas informações coletadas dos balanços trimestrais são apresentadas na Figura 21. Pode-se observar na figura que em dezembro de 1995 a instituição tinha uma relação crédito/títulos e valores mobiliários muito elevada (linha pontilhada) logo após a Plano Real. Todavia, com a Crise Bancária de 1995 o banco expandiu significativamente a participação das aplicações interfinanceiras de liquidez em seu ativo, ou seja, ilustrando o fenômeno “empoçamento de liquidez”. A partir de então o banco reduziu a participação de tais aplicações, mas continuou adotando uma postura bastante defensiva, aumentando a relação títulos e valores mobiliários sob o total do ativo (linha azul), além de manter em bom nível seus depósitos no Banco Central (seja em forma de reservas compulsórias ou secundárias). Com a flutuação cambial de 1999, temos que a postura conservadora perdurou por certo período, já que a relação TVM e derivativos/ativo continuou a se expandir e as aplicações interfinanceiras permaneceram em nível baixo. No interregno de estabilidade entre 2000 e o início de 2001 o banco aceitou correr riscos maiores, expandindo o crédito de maneira forte, tendência interrompida no ano das três crises. Todavia, o nível de segurança do banco estava elevado ainda, já que estava fortemente posicionado à favor da composição do ativo maior em títulos públicos.

Figura 21: Evolução horizontal e vertical do ativo bancário: Banco Bradesco. (Dez/1995-Dez/2007). Balanços Trimestrais.



Ao longo do ano de 2002 temos um comportamento interessante. Como vimos na figura anterior (20), nossas variáveis *proxies* indicavam um estado de expectativas negativo naquele ano. Todavia, ao se analisar a composição do ativo do Bradesco, percebe-se que, embora a relação Crédito/Ativo tenha se reduzido, a relação TVM/Ativo não aumentou. Como pode-se observar novamente na Figura 21, o banco expandiu de forma vigorosa a participação de aplicações interfinanceiras de liquidez. Fenômeno esse comparável somente ao período de “empocamento de liquidez” de 1995. A não-adoção de estratégias em favor da maior participação dos títulos públicos no ativo é sugestiva: a “aversão” ao Presidente Lula era vinculada à desconfiança nos rumos da política econômica, principalmente com relação à postura do novo Governo em relação às dívidas do Estado. Podemos sugerir que a instituição optou por financiar os próprios agentes privados no mercado interbancário do que o Governo Federal, em virtude das desconfianças acerca do que o novo Governo entenderia como “Dívida Pública” com as grandes instituições privadas.

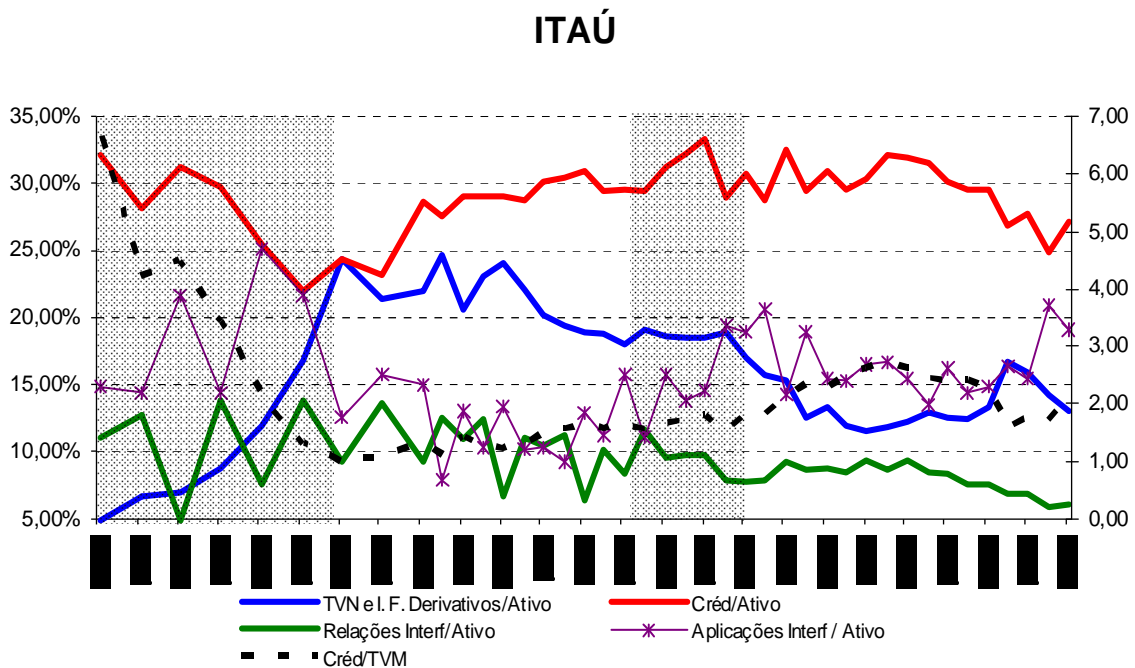
Por fim, após ficar claro o rumo do novo Governo, o Bradesco, aos poucos, retornou à posturas menos defensivas. Logo após as eleições de 2002 o banco voltou a financiar o governo (aumentando a relação TVM/Ativo), continuando a restringir a relação Crédito/Ativo. Por fim, no início da grande expansão do crédito após 2003 a relação Crédito/Ativo aumentou novamente em detrimento da menor participação de aplicações interfinanceiras e de títulos públicos.

Já o segundo banco privado analisado, o Itaú apresentou comportamento semelhante à do Bradesco de forma geral, mas também é possível verificar algumas particularidades (ver Figura 22). De forma geral, o Itaú se mostrou demasiadamente mais conservador do que o Bradesco na estruturação de seu ativo, não só pelo volume de crédito concedido, pois ao longo de todo o período o volume de crédito do Bradesco foi em torno de 45% maior do que o do Itaú, mas também pela forma em que o banco conforma horizontalmente (ao longo do tempo) o seu *portfólio*. Primeiramente o Itaú é mais incisivo no mercado interbancário do que o Bradesco, já que a participação da relação Aplicações Interfinanceiras de Liquidez/Ativo foi estruturalmente maior. O Itaú também mostrou manter um nível de reservas secundárias em nível maior e mais constante do que o Bradesco, além de manter a relação Crédito/Ativo mais estável do que o outro. Outra diferença em termos de estruturação do ativo é que o Itaú após 1995, quando expandiu significativamente a participação de títulos do governo e outros em carteira, manteve essa relação em nível persistentemente mais elevado e pareceu executar de forma mais linear o *trade-off* crédito/títulos. Por último, outra distinção verificada é que em 2002, apesar do banco

atuar de forma mais intensa no mercado interbancário do que em outros períodos, esse não reduziu a participação do TVM/Ativo como o fez o Bradesco, mantendo-a estável.

O banco parece, inclusive, ter aproveitado melhor as oportunidades de conceder créditos à uma taxa de juros significativamente elevada já que, ao contrário do outro banco em comparação, esse expandiu a relação Crédito/Ativo nesse período conturbado. Mas, em termos gerais, tal instituição pareceu apresentar o mesmo comportamento influenciado pelo estado de expectativas, embora menos evidente, principalmente pelo comportamento do mesmo entre 1995 e 1998, em 2002 e a partir de 2003. A menor volatilidade dos indicadores apresentados no caso da comparação com o Bradesco pode ser explicada, como sugestão, pela própria estruturação mais defensiva do Itaú ao longo de todo o período: mais atuante no interbancário, maior relação TVM/Ativo e maior uso de reservas secundárias. Com um ativo mais protegido em termos de liquidez, o banco não necessita realizar significativas flutuações em seu ativo em momentos de pessimismo ou otimismo.

Figura 22: Evolução horizontal e vertical do ativo bancário: Banco Itaú. (Dez/1995-Dez/2007). Balanços Trimestrais.

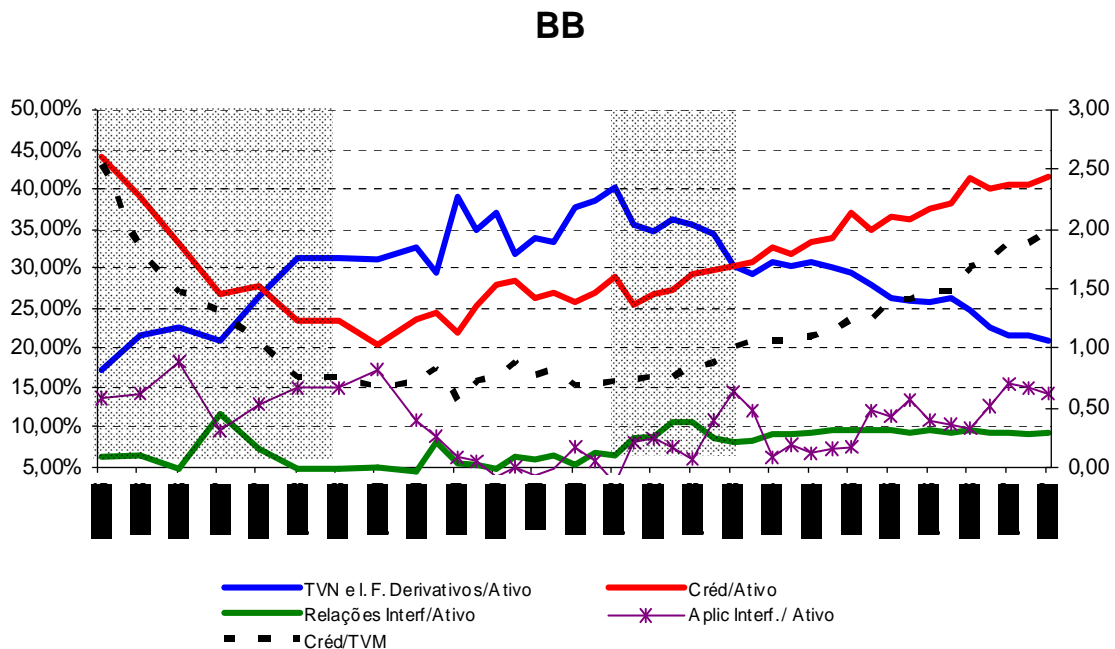


Por último, analisamos a instituição financeira que concede o maior volume de crédito das três analisadas: o Banco do Brasil. Dos três bancos analisados, o Banco do Brasil foi o mais conservador e, na maioria dos subperíodos, assemelha-se ao Itaú. É o que apresenta a relação TVM/ativo maior e a menor expansão de crédito na Fase 2, a fase que mais apresentou crises

internas e externas. A exemplo das outras duas instituições analisadas o banco apresentou expansão significativa da participação TVM/Ativo ao longo da Fase 1, inclusive à ponto de possuir maior volume de títulos, valores mobiliários e derivativos do que de crédito, estratégia não observada em nenhum dos dois bancos privados analisados. Já na Fase 2 a postura fortemente defensiva continuou, pois foi mantida a expansão da relação TVM/Ativo e a participação do crédito manteve-se à níveis baixos. Durante a “corrida eleitoral” desfez-se de títulos públicos, à exemplo do Bradesco, e aumentou as aplicações interfinanceiras de liquidez e as reservas secundárias. Por fim, no período de expansão creditícia, o banco aumentou gradualmente a participação do crédito no ativo.

Enfim, apesar do Banco do Brasil ter sido ao longo de todo o período o maior banco do país e que, dos bancos múltiplos, ser o que mais ofertou crédito, o mesmo se conduziu de forma mais conservadora do que os outros, parecendo ter incorporado as diretrizes sugeridas pelo Proes em 2001. O *trade-off* liquidez/rentabilidade pode ser facilmente visível na Figura 23, que ilustra o formato inverso das curvas que expressam as relação Crédito/Ativo e TVM/Ativo.

Figura 23: Evolução horizontal e vertical do ativo bancário: Banco do Brasil. (Dez/1995-Dez/2007). Balanços Trimestrais.



Fonte: Banco Central do Brasil – Os 50 maiores bancos.

A análise da evolução do ativo bancário desses três grandes bancos atuantes no país apresenta evidências de que, de fato, a estruturação e a evolução do *portfólio* das instituições

financeiras são influenciadas pelo estado de expectativas dos agentes ofertantes em um certo contexto e de suas projeções quanto ao futuro. Os três bancos mostraram, apesar de algumas diferenças de comportamento, que tendem a aumentar suas posições defensivas em momentos mais conturbados, reduzindo a participação do crédito no ativo e aumentando principalmente a participação dos títulos públicos, além das aplicações interfinanceiras e das reservas secundárias em sua carteira. Em momentos de menor percepção de risco pareceu ocorrer o contrário. Há de se destacar que o aumento da liquidez no interbancário em 2002 assemelha-se ao que ocorreu durante a crise bancária de 1995, momento de grande incerteza para os agentes credores. A comparação entre esses três bancos nos levou a sugerir que o Banco do Brasil foi o mais conservador; que o Bradesco foi o mais “ousado” em momentos de ligeiro otimismo, não deixando de ser conservador em situações de pessimismo; e que o Itaú situou-se entre os dois, mantendo uma postura defensiva, mas aproveitando períodos conturbados para agir de forma mais especulativa com os empréstimos.

Na análise dos três bancos sugerimos uma forte relação entre momentos de aversão ao risco e a redução dos níveis de crédito e da participação dos mesmos no ativo das instituições bancárias. Tal relação fortalece o argumento de que o estado de expectativas e a preferência pela liquidez são importantes para analisar o comportamento da firma bancária. Todavia, não existiriam componentes mais objetivos, menos expectacionais, que explicassem o comportamento da firma credora? Fatores mais técnicos também são importantes para explicar o fenômeno? A resposta evidentemente é afirmativa, e é justamente pela possibilidade de se traduzir em números esses fatores objetivos que a escola Novo-Keynesiana assume que a firma bancária trabalha com níveis de risco e probabilidades, não com a incerteza não-probabilística, conseguindo resultados.

É a partir da identificação dessas variáveis quantitativas que se torna possível construir funções de densidade de probabilidade úteis para o banco conformar ativo, passivo e níveis de alavancagem. Somente com níveis de risco calculados é que o banco possui perfil maximizador, proposta das escolas ortodoxas e da Novo-Keynesiana. Mas quais seriam essas variáveis?

O nível de compulsórios, de fato, influencia na capacidade do banco conceder empréstimos. Quanto mais aumentam as reservas obrigatórias, o que é decidido pelo Governo, menos o banco tem recursos disponíveis para conformar seu ativo e, portanto, conceder crédito. Todavia vimos que, em alguns momentos, como logo após o *boom* de consumo, o Governo aumentou significativamente o nível dessas reservas, mas não conseguiu impedir a expansão forte do crédito que moldou a circunstância da crise bancária de 1995.

Os acordos de Basiléia também influenciam o volume do crédito, já que impõem limites de exposição das firmas em se conceder recursos. Trabalhos como o de Paula e Alves (2003), Paula, Alves Jr. e Marques (2001) e muitos outros concluíram, porém, que os bancos brasileiros trabalham com níveis de risco longe do máximo estabelecido com os acordos.

O perfil do passivo bancário, em termos de volume, prazo e cálculos de evasões de depósitos também são traduzíveis em números, facilitando a avaliação dos departamentos e sistemas de informação das firmas bancárias acerca dos riscos de alavancagem e para a conformação do ativo. Mas, novamente, por vários motivos, como na ocasião da Crise Bancária de 1995, nem sempre os cálculos probabilísticos são perfeitamente eficazes para evitar todas as situações³⁸.

A relação negativa entre a taxa de juros e o crédito é muito tratada na literatura econômica. Dependendo dos pressupostos dos modelos, essa relação entre os juros e o volume de crédito concedido pode abordar vários aspectos e conclusões. Sem fricções, informação perfeita e mercados competitivos a taxa de juros é a que equilibra a utilidade marginal dos devedores e credores em adquirir ou conceder mais recursos. Stiglitz e Weiss (1981) mostram que em tal taxa de juros de equilíbrio a função maximizadora do banco pode não ser satisfeita num contexto de informação incompleta.

Todavia, como ficam os modelos num contexto em que a taxa de juros é influenciada não só pela oferta e demanda por crédito, mas também por inúmeros fatores igualmente importantes? Bresser-Pereira e Nakano (2002) sugerem que no Brasil inúmeros fatores envolvem o nível de juros: reflete o Risco-País; é utilizada para o controle inflacionário; para manipulação cambial; para a rolagem da dívida pública; para reduzir o déficit do Balanço de Pagamentos, entre outros aspectos. Assim, alterações constantes em algumas dessas variáveis fora do mercado restrito de crédito pode causar oscilações dos juros, enfraquecendo qualquer análise probabilística realizada por credores e devedores envolvendo suas decisões de conceder/obter crédito.

Enfim, existem vários aspectos que afetam o volume de crédito além dos juros, da preferência pela liquidez, do “*animal spirit*” de proponentes e concessionários e, em suma, além do estado de expectativas. Todavia, quando são abandonados os pressupostos dos “experimentos controlados” em que são originados os modelos comportamentais da firma bancária, se assume irreversibilidade temporal e leva-se em conta a complexidade das relações entre mercado de crédito e o sistema econômico como um todo, pergunta-se: como as firmas poderiam processar o

³⁸ As melhorias no sistema de informação de clientes dos bancos se intensificaram a partir de 2000, quando iniciou-se a reação dos bancos privados nacionais frente à expansão de instituições de capital estrangeiro.

grande volume de informações disponível de maneira perfeita e mantê-lo num contexto de tempo contínuo? Se o concorrente dá um passo à frente é sinal que o mesmo já processou e analisou a matriz de informações, que deposita confiança menor nas densidades de probabilidade ou que simplesmente agiu pelo “*animal spirit*”? É melhor, agora, continuar a calcular as probabilidades, ou o melhor é não ficar para trás da concorrência? Quando o Bradesco aumentou muito a relação crédito/ativo em 2000, o que foi discutido e quais as propostas levantadas nas reuniões do departamento estratégico do Itaú? E em 2002, durante as Eleições, o que o corpo diretivo do Bradesco debateu ao ver a postura creditícia do Itaú naquele período incerto?

É difícil conceber que em tais situações decisórias o período de discussão seja visando o presente, os níveis de inadimplência dos devedores atuais e qual a estratégia a se adotar na semana seguinte. Sugere-se que as propostas são discutidas visando o futuro, incorporando o contexto de complexidade, em que o estado de expectativas tem peso determinante. Faremos em seguida um “micro-ensaio” na tentativa de evidenciar aspectos objetivos e subjetivos influenciando o crédito.

Supomos que o estado de expectativas interfira no comportamento do volume e do custo (juros) do crédito, ou seja, interfira nos resultados reais do mercado creditício. Sabemos que o crédito também é afetado por fatores mais evidentes (objetivos ou técnicos) do que o estado de expectativas. Um aumento, por exemplo, dos atrasos nas parcelas dos empréstimos é outro fator que interfere diretamente no volume de concessões e no saldo total de recursos, além de interferir nas próprias expectativas quanto ao futuro dos agentes. O nível de produção industrial é outro aspecto que pode se relacionar com o resultado das variáveis de crédito, já que pode estar ligado a um aumento na demanda por recursos de terceiros. A própria variação na taxa de juros das operações reflete, além do prêmio pela liquidez, a influência da demanda de crédito entre outros fatores já citados. Assim, temos algumas variáveis que: a) explicam e podem ser facilmente correlacionadas com o comportamento do crédito (ou dos agentes), como o nível de atrasos e concessões, e que podem ser visualizadas com números – são nossas variáveis objetivas; b) outras variáveis que explicam e se correlacionam com o volume de crédito, mas são de difícil visualização numérica, por serem fatores psicológicos, como a preferência pela liquidez, risco percebido das aplicações e rentabilidade futura dos agentes, e; c) a taxa de juros, que pode apresentar não só aspectos objetivos, como a demanda por crédito, a meta da Selic e aumentos ou retrações na demanda por recursos, mas também a preferência pela liquidez dos devedores e/ou dos agentes credores, fatores subjetivos.

O problema a ser resolvido é tentar isolar os efeitos do estado de expectativas no crédito dos efeitos das variáveis objetivas, ou seja: identificar quando os níveis de atraso, o nível de atividade econômica, o nível de juros, por exemplo, apontam para certa tendência, **que não é seguida, por que as *proxies* do estado de expectativas apontam para a tendência contrária**, evidenciando a prevalescência dos fatores subjetivos no comportamento do crédito. Em outras palavras: em que momentos o crédito deveria aumentar, mas foi retraído em conjunto com a deterioração das expectativas futuras?

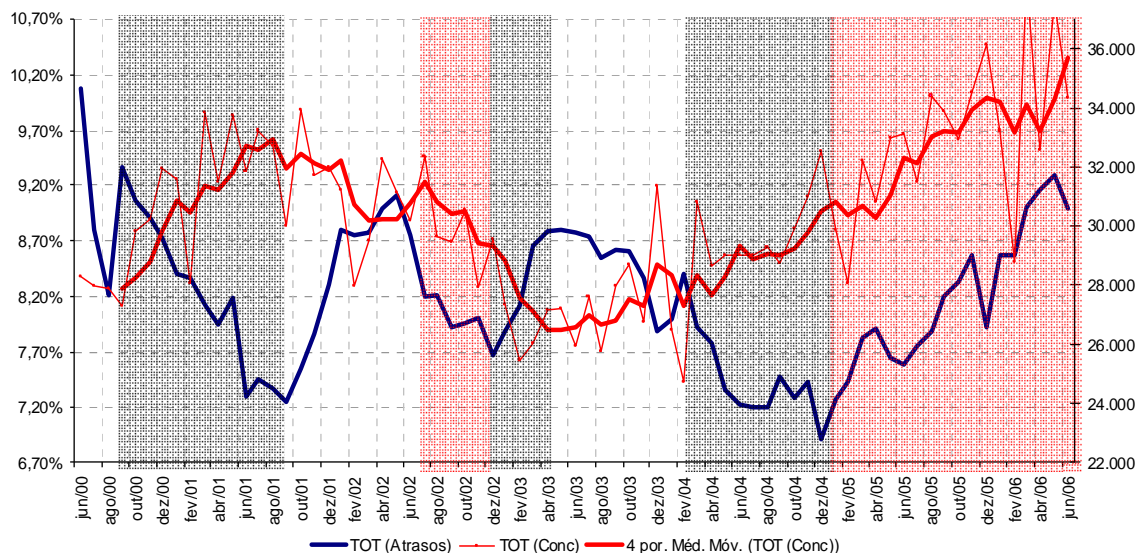
É “dito” comum entre os gestores financeiros que o nível de juros no Brasil é alto devido à taxa de juros básica, aos custos bancários, e porque “os bons pagadores sofrem pelos maus pagadores”. Quanto a esse último motivo, o custo e o volume de crédito é explicado pelo nível de inadimplência dos demandantes de recursos. Tal argumento está relacionado com fricções de mercado fartamente estudadas pela escola Novo-Keynesiana, conceituadas como seleção adversa e risco moral, por exemplo. Em suma, a primeira restringe o crédito porque os credores não conseguem fazer a triagem perfeita dos pretendentes que irão quitar a dívida dos que não irão quitá-la. A segunda fricção restringe o crédito porque os devedores não necessariamente cumprem à risca os bons procedimentos que levam à solvência, ou seja, podem se expor mais aos riscos do que o previsto após a concessão. Tendo em vista tais problemas de informação, é natural que os bancos restrinjam crédito e/ou aumentem as taxas de juros dos empréstimos em períodos de aumento na taxa de inadimplência. O nível de inadimplência age contra a concessão de novos recursos e, supomos, transmite a informação aos agentes ofertantes que a capacidade de endividamento dos credores pode estar acima do limite e que, enfim, o risco de inadimplência ficou maior.

A Figura 24 mostra que, de fato, há uma forte relação negativa entre o volume mensal de concessões – com recursos referenciais para taxas de juros, oferecida principalmente pelos bancos comerciais e múltiplos – e o percentual de empréstimos em atraso, ou seja: quando aumenta (reduz) o percentual de atrasos, o volume mensal de concessões diminui (aumenta).

Os períodos destacados em escuro e sem destaque mostram essa relação negativa. Assim, a recuperação agregada do crédito ao longo do ano 2000 está relacionada à redução importante do percentual de crédito em atrasos dos empréstimos concedidos. O início da grande expansão do crédito no Brasil, a partir de abril de 2003, também está relacionado com a severa redução das pendências dos devedores. Percebe-se claramente que entre aquele mês e janeiro de 2005 a recuperação dos níveis de crédito concedidos pelos bancos comerciais e múltiplos não pode ser dissociada da redução dos atrasos. Todavia essa relação não explica o comportamento do crédito

na fase de aceleração do crédito (a partir de 2005), destacada em vermelho. Nessa última, houve uma significativa expansão do percentual de recursos atrasados, não sendo suficiente para arrefecer a expansão creditícia.

Figura 24: Total do saldo de recursos em atraso e de novas concessões de crédito, com recursos livres oferecidos pelo sistema privado nacional. (Jun/2000 – Jun/06).



Fonte: Banco Central do Brasil

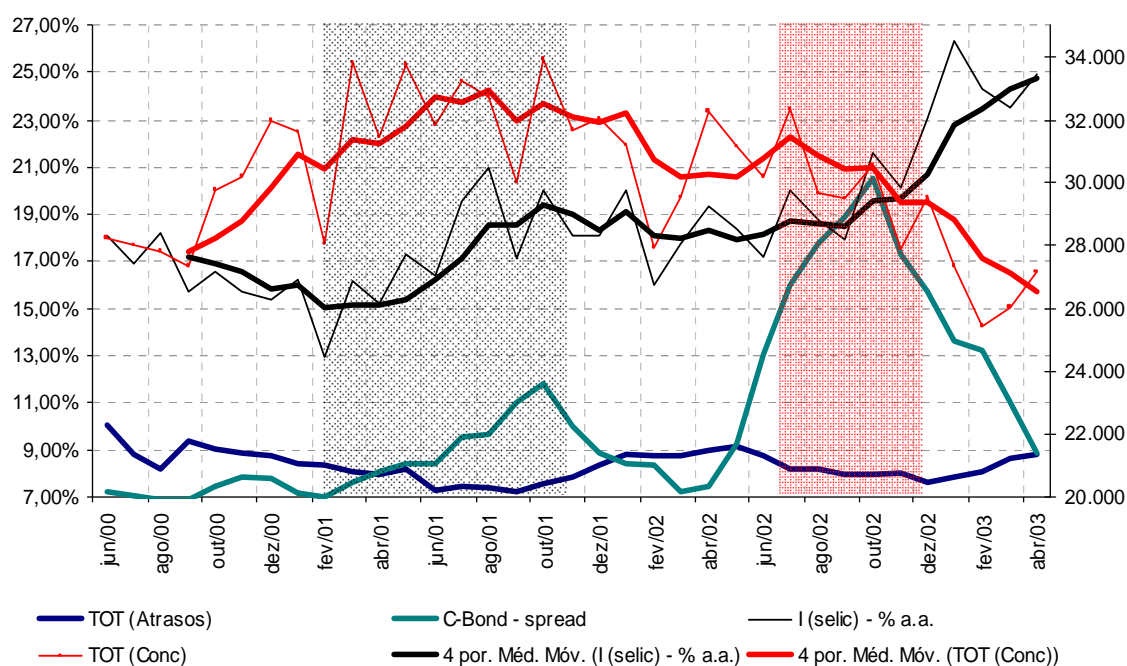
Em outro período em especial, durante o segundo semestre de 2002, temos outro comportamento distinto: mesmo havendo redução significativa do percentual pendente, o crédito foi fortemente reduzido. A produção industrial, outro indicador que pode influenciar o volume de crédito e as expectativas, expandiu em torno de 5,5% entre junho e outubro de 2002, dando continuidade ao movimento de recuperação da produção que vinha desde setembro de 2001. Podemos perguntar então: se é forte a relação entre o nível de atrasos e o nível de expansão do crédito, por que essa relação não se manifestou nesses dois períodos em especial?

No atemos inicialmente no primeiro período e o comparamos com o das três crises. Segundo a ANDIMA (2004) ao longo do segundo semestre de 2002 a economia brasileira encontrava-se num momento difícil por diversos fatores, como o aumento da inflação, a redução dos IEDs, a depreciação cambial, devido à conturbações políticas no oriente médio, além da influência negativa da posição do candidato petista no pleito eleitoral. Ora, tais aspectos, embora evidentemente negativos, são de caráter fundamentalmente psicológico, tratam-se de elementos que se relacionam com as expectativas quanto ao futuro, e não sobre elementos claros, traduzíveis em números e que impactam a economia no momento presente. No “plano presente” e objetivo, do ponto de vista dos credores, a produção industrial estava relativamente aquecida e o

percentual de crédito em atraso estava em queda. No “plano futuro”, onde entram em cena as projeções, os cálculos probabilísticos e componentes subjetivos que moldam o que se chama de expectativas é onde, sugere-se, encontrava-se a crise.

A Figura 25 apresenta, além dos dados de concessões de crédito e percentual de atrasos, a taxa Selic em percentuais ao ano e a nossa variável *proxy* para o estado de expectativas, no caso, o extinto C-Bond. Além disso, destacamos o conturbado período das três crises e o da eminência da posse de Lula para tecermos comparações.

Figura 25: Percentual de atrasos no crédito, concessões, spread do C-Bond e taxa Selic. (Jun/2000 – Abr/2003).



Nota 1: Spread do C-Bond em percentual ao ano.

Nota 2: Calculamos a média-móvel de ordem 4 para o volume de concessões e para a taxa Over/Selic.

Fonte: Banco Central do Brasil e Ipeadata

No período das três crises o setor industrial estava em recessão, já que entre dezembro de 2000 e o mesmo mês de 2001, a produção industrial (*quantum*) havia caído em torno de 7,8%, segundo os dados do IBGE – pesquisa industrial mensal – afetada entre outros motivos pelos problemas energéticos (ver Figura 7 por exemplo). Mesmo com a retração produtiva, o percentual em atraso do crédito caiu significativamente, de 8,73% para 7,24% entre dezembro de 2000 e setembro de 2001. O estado de expectativas, expresso pelo *spread* do C-Bond, foi se tornando fortemente negativo, refletindo o maior risco-país ao longo daquele ano conturbado. Contudo, era de se esperar que o nível de juros aumentasse como de fato ocorreu, não só pela política de estabilização do Governo, mas também incorporando o prêmio pela liquidez no sistema. Todavia,

ao contrário do que poderia se esperar, o nível de concessões cresceu fortemente ao longo daquele ano.

Contraopondo os dois períodos, do ponto de vista dos credores, sugerimos uma análise contemplando dois pontos: o plano presente e o plano futuro. No plano presente, ao longo do ano de 2001, os credores observam uma forte retração na produção industrial, um cenário de crises externas e internas, mas viam retornos dos seus empréstimos sem aumento do nível de inadimplência, ou seja, não havia impedimentos no curto prazo para expandir de forma marginal seus empréstimos. Inclusive, com o risco de crédito maior, os lucros também eram maiores: o *spread* médio para pessoa física subiu 6% (de 47,93% para 54,28% ao ano) entre janeiro de 2001 e outubro daquele ano.

No plano futuro, a médio e longo prazos, quais eram os pesos das possibilidades de mudança de política econômica, das possibilidades de estatização de instituições e de moratória da dívida externa, como havia em 2002? Aparentemente pouco peso tiveram essas possibilidades, também como a forte retração do nível de atividade no comportamento do crédito bancário. Quer se dizer que havia crise, mas pouca percepção de mudanças no contexto no longo prazo, no plano futuro, e, inclusive, certo otimismo em relação ao “descolamento” da economia brasileira da argentina. Assim, sugere-se que no período deu-se menor peso às condições presentes e que levariam ao pessimismo, e maior peso nas decisões às projeções futuras e às oportunidades de lucro num contexto de juros elevados. Ao observarem as expectativas futuras e as possibilidades de mudanças institucionais e as encararem de forma razoavelmente positiva, o nível de concessão de crédito encontrou margem para o aumento verificado.

Em 2002, por outro lado, no plano presente a produção industrial crescia, havia queda nos saldos em atraso, assim como boas possibilidades de lucros com juros elevados. Enfim, o momento presente era razoavelmente propício para expansão creditícia. Novamente, pouco peso parecem terem exercido os componentes objetivos presentes frente às expectativas futuras dos agentes credores. Como visto, o Consolidado Bancário I como um todo retraiu crédito, inclusive os bancos-líderes Bradesco e Banco do Brasil, à exceção do Itaú; houve forte incremento nas aplicações interfinanceiras de liquidez de forma similar à corrida bancária de 1995 e severa desconfiança, infundada ou não, acerca dos rumos da política econômica.

Temos, portanto, dois períodos em que o plano presente apontava para uma tendência que não se configurou. Nem a retração industrial, a Crise Argentina, Energética e a própria elevação do risco-país do primeiro período foram suficientes para conter o crédito, nem o crescimento da produção, a redução da inadimplência dos devedores e a lucrativa taxa de juros foram suficientes

para conter a forte retração nas concessões de recursos em 2002. Em ambos os períodos, o que sugerimos, é que se discutia o plano futuro, em que o estado de expectativas e os componentes subjetivos que o influenciam foram soberanos e determinavam o resultado do crédito.

Como conclusão acerca desse segundo aspecto, mudanças de contexto, ou as expectativas de que elas ocorram, influenciaram, em muito, o crédito às empresas após o Plano Real. Quanto às expectativas, em momentos específicos, pareceu-nos que aspectos que normalmente influenciam o crédito, como o nível de juros, atrasos e compulsórios, embora indicassem, no plano presente, para certa tendência, o plano futuro, fartamente influenciado por fatores subjetivos, foi decisivo. O comportamento baseado na preferência pela liquidez dos bancos brasileiros que sugerimos, em conjunto com as várias crises e mudanças institucionais que ocorreram no período analisado, tornaram o crédito de longo prazo oferecido pelos bancos múltiplos muito restrito e caro, evidenciando a significativa participação do BNDES na estrutura ofertante. Se os bancos reagem às adversidades, ou às expectativas delas, de forma rápida e flexível, expandindo a participação de ativos líquidos em seu portfólio e essas ocorrem frequentemente, temos um contexto perene de aversão ao risco e de crédito em nível reduzido.

3.3. A expansão do crédito ao consumidor como fator restritivo

A ausência de adversidades após 2003 nos dá a evidência de que somente em períodos especiais como esse o crédito poderia ser expandido da forma que ocorreu: sem interrupções e de forma acelerada. Temos, portanto, um período de transição entre um baixo nível de atividade para um nível mais alto, em que os bancos múltiplos brasileiros parecem ter contribuído de forma indireta e menos heróica, como seria se houvesse uma ampliação consistente dos prazos e volumes de recursos para investimentos, o que vimos que não ocorreu.

Essa transição tem como traços importantes no que se refere ao comportamento dos ofertantes: a) o menor peso dado ao aumento do percentual de crédito em atraso, ou dito de outra forma, a indiferença aos níveis de inadimplência, e; b) à disposição da pessoa física ao endividamento. Nas Figuras 24 e 25 acima, pode-se observar que a expansão do percentual em atraso dos créditos emitidos não foi suficiente para conter a forte aceleração do crédito no período. De fato, nossas variáveis *proxies* indicam otimismo no sistema e, como sugerimos, o plano presente, mesmo com indicadores objetivos negativos, pode ser menos importante do que as projeções futuras contaminadas pelo “*animal spirit*” e o otimismo típico da fase expansiva do Ciclo.

Em qualquer contexto, a firma bancária (Bradesco, Itaú, Banco do Brasil, por exemplo) faz o *trade-off* entre liquidez rentabilidade. Nas figuras que ilustram a estrutura do ativo dos bancos líderes têm-se uma clara expansão em favor do crédito em detrimento dos ativos defensivos a partir de 2003. Assim, sugere-se que e a confiança das projeções futuras otimistas de devedores e credores se alinham nessa Fase 3, sem interferências exógenas, levando à expansão do crédito.

Como visto no Capítulo 2, a expansão creditícia do período posterior à 2003 se deu em virtude do crescimento do mercado de crédito ao consumidor. Isso só foi facilitado pela disposição das famílias a obterem recursos à taxas de juros bastante elevadas. A Tabela 9 nos mostra que o nível de juros do crédito pessoal, por exemplo, a partir de 2000, foi sempre pouco menor do que o dobro dos juros cobrados para a principal modalidade concedida à pessoa jurídica. Pode-se observar também que foi acentuada essa diferença na Fase 3.

Tabela 9: Percentual do volume em atrasos e taxas de juros à pessoa Física e Jurídica. (Dez/2000-Dez/2007)

Mês	PJ (Atrasos)	PF (Atrasos)	PJ (Juros/Cap. Giro)	PF (Juros/Crédito Pessoal)
dez/00	7,31%	11,54%	2,37%	4,40%
dez/01	4,66%	14,95%	2,70%	4,38%
dez/02	3,80%	14,62%	2,98%	4,57%
dez/03	4,02%	13,80%	2,58%	4,44%
dez/04	3,39%	11,83%	2,64%	4,68%
dez/05	3,67%	12,93%	2,51%	4,63%
dez/06	4,35%	13,75%	2,28%	4,74%
dez/07	3,24%	12,98%	2,07%	4,95%

Fonte: Banco Central do Brasil

Tendo em vista as informações da Tabela 9, pode se sugerir que: a) ou o otimismo dos devedores físicos é significativamente mais elevado do que o dos jurídicos à ponto de aceitar custos significativamente mais altos dos empréstimos, ou que; b) o segmento físico não trabalha ou não confia nos cálculos de probabilidade que faz de suas possibilidades de insolvência. A segunda sugestão pode ser mais facilmente aceita, pois o segmento físico apresenta percentuais de atrasos bem maiores do que as empresas, podendo, inclusive, dar explicação às diferenças de juros e *spread* entre esses dois segmentos.

Tais dados também dão-nos a sugestão que existe também um *trade-off* entre empréstimos mais rentáveis quando concedidos para o consumidor, mas com maior risco; e empréstimos menos rentáveis, mas mais seguros, quando concedidos para o outro segmento. Ao longo de todo o período verificou-se o crescimento maior do crédito ao consumidor e que,

inclusive, em períodos de maior aversão ao risco, o volume destinado ao segmento físico caiu menos (ou até expandiu) do que os outros, indicando que o fator risco (tendo em vista o nível de atrasos) nem sempre é importante para o crédito ao consumidor do que o é para os outros.

Desta forma, pode-se dizer que o crédito às empresas foi negativamente influenciado pela expansão do crédito ao consumidor no período. Assim, há indícios de que a disposição ao endividamento dos consumidores, de certa forma, “inflacionou o crédito” para as empresas, reduzindo a rentabilidade relativa dos empréstimos às empresas (na visão dos bancos) se essa fosse confrontada à rentabilidade de se conceder recursos às famílias. A expansão dos recursos destinados à esse segmento, todavia, aumenta a demanda agregada, favorecendo o aumento de receitas e beneficiando de forma indireta o setor empresarial.

3.4. Notas sobre o padrão de financiamento das empresas, sobre o crédito e desenvolvimento e sobre questão distributiva do crédito.

O presente trabalho, como fora levantado no Capítulo 1, assume que o sistema financeiro e o crédito influenciam a atividade econômica agregada e, portanto, são importantes para o crescimento e desenvolvimento econômico. Todavia não foi assunto do trabalho, por questão de escopo, discutir o padrão típico de financiamento das empresas brasileiras, apesar de circundarmos mais proximamente o assunto na subseção 2.2.1, quando tratamos de aspectos inerentes à modernização produtiva nos anos 1990.

A análise que fizemos do crédito nos possibilitou, no entanto, inferir que o crédito ocupou parcelas restritas no volume total de investimento das empresas brasileiras. Isso **não** quer dizer, todavia, que o mesmo **não tenha** influência nas decisões e no tipo de investimento. Como visto, a oferta de crédito teve um comportamento restritivo nas Fases 1 e 2, assim como o nível de investimentos na economia têm sido baixo desde a abertura dos anos 1990. Não se pôde afirmar, com base no que foi levantado, que o nível de investimentos foi baixo porque a maior fonte credora apresentou esse comportamento avesso a risco que apresentamos. Assim como não se pode afirmar que os investimentos não seriam maiores caso o volume e o prazo do crédito fossem mais elevados. Mas podemos supor, como ocorreu na Fase 3, que caso os ofertantes privados fossem menos restritivos à ponto de não recorrerem tanto à posições mais líquidas em momentos mais conturbados, ou que o *trade-off* títulos públicos/crédito fosse desestimulado por uma taxa Over/Selic menor, o crédito poderia aumentar em prazo e facilitar os investimentos.

Alguns trabalhos revisados tratam do padrão de financiamento das empresas, ou seja, nos ajudam a inferir o quanto o capital de terceiros foi importante para o crescimento empresarial em

alguns momentos específicos. Como exemplo, Moreira e Puga (2000) estudam o padrão de financiamento do setor industrial brasileiro entre 1995 e 1999 analisando os dados de balanços do Imposto de Renda e lucro real de 4.312 empresas (que representavam cerca de 53% do produto industrial em 1997). Em conclusão, após explicitarem as limitações do trabalho, os autores sugerem a preferência pelo auto-financiamento e que o capital de terceiros se faz mais presente na forma de *market-based*, apontando para a importância relativa maior do mercado de capitais do que a do setor bancário.

Rodrigues Jr. e Melo (1999), de certa forma, concordam com Moreira e Puga (2000). Aqueles utilizam modelos econométricos para analisar a questão do financiamento das empresas no Brasil utilizando dados fornecidos pelas empresas de capital aberto, com ações negociadas em bolsa, para o período 1987-1996. Observaram a preferência das empresas por políticas de hierarquização de capital (utilizar recursos próprios, recorrer a recursos externos, e emitir ações ou capital próprio) à de recorrerem à política de nível ótimo de endividamento, ou seja, explorar mais o uso de crédito.

Enfim, os trabalhos citados apontam para o que as análises feitas até aqui sugeriram: que as empresas contaram pouco com o crédito para a realização de seus investimentos no período em questão.

A questão distributiva do crédito foi tratada também de maneira restrita no presente trabalho. Analisou-se para quais setores econômicos os recursos foram dirigidos, quais as fontes que mais financiaram as empresas, as que mais expandiram créditos ao consumidor, etc. Todavia, uma outra forma de análise distributiva pode ser feita, levantando aspectos mais contundentes, e que não podem ser ignorados ao se ter em vista o desenvolvimento econômico.

Como visto, a maior fonte credora, os grandes bancos múltiplos, devido ao seu comportamento significativamente avesso a riscos, ao contexto econômico conturbado por quase todo o período estudado e pela preferência de aplicações de curto prazo, evitou o financiamento de longo prazo. Por outro lado, o acesso ao mercado de capitais, como já discutimos, é também restrito a empresas maiores que, além de poderem negociar contrapartidas e custos menores junto aos bancos múltiplos e de possuírem acesso ao BNDES, também podem contar, em certos casos, com acesso a fontes externas de financiamentos.

Pode-se sugerir que as grandes empresas possuem não só acesso às três fontes de recursos mais importantes, internas e externas, mas que também essas grandes empresas, por possuírem não-desprezível poder de mercado, e poder à jusante e montante em suas cadeias produtivas, possuem volumes significativos de capital próprio para promoverem seus investimentos em

expansão. Não obstante, por todos esses pontos a favor, é de se esperar que os custos de captação de empréstimos sejam menores para as grandes empresas, o que nos leva a crer que a questão do crédito no Brasil, para tais empresas em particular, pode ser significativamente diferente das condições que apresentamos no trabalho.

Por outro lado, o BNDES se configurou na principal fonte credora quando o assunto é investimento. Todavia, seria importante avaliar qual a participação do crédito do BNDES no volume total de investimentos ao longo do período, coisa que não foi possível fazer devido ao escopo do trabalho e ao interesse maior em analisar o capital credor privado nacional. Também seria importante verificar qual a participação das grandes empresas nos desembolsos do banco de desenvolvimento, no intuito de averiguar quão “democrática” é sua política de financiamento.

O BNDES recebe recursos de fundos públicos, além de utilizar o lucro acumulado das aplicações anteriores, para conceder seus empréstimos. O maior credor do BNDES é o Fundo de Amparo ao Trabalhados (FAT) que concede, ao menos, 40% dos seus recursos para o banco financiar programas de desenvolvimento econômico.

A questão distributiva torna-se importante na medida em que percebemos que a maior fonte credora de longo prazo das empresas utiliza recursos dos trabalhadores em suas operações. Em outras palavras, sob o contexto neoliberal iniciado desde 1990, o maior financiador do desenvolvimento do capital privado nacional é um banco do Governo que recebe recursos dos assalariados, cujo lucro das aplicações é significativamente menor do que a da taxa Over/Selic – a mesma que os bancos privados recebem em momentos em que restringem até mesmo o crédito de curto prazo que lhes são característicos.

Nessa ótica distributiva, percebe-se que há transferência de renda dos trabalhadores em favor dos empresários e até dentro do sistema empresarial: assalariados emprestam recursos compulsoriamente ao BNDES rendendo abaixo da taxa básica da economia, e os bancos privados concedem recursos ao consumidor/assalariado na forma do crédito mais caro do Brasil. Por fim, em ocasiões adversas, os bancos privados recebem do Governo os juros da taxa Over/Selic a níveis elevados enquanto que o BNDES age de forma anti-cíclica.

Nesse sistema, nessa ótica, fica-se claro que o sistema crédito/financeiro brasileiro está longe de atender às necessidades de desenvolvimento que o país precisa. O sistema bancário privado se adaptou muito bem ao novo contexto sem receitas inflacionárias, mas, ao que parece, a forma em que se inseriu nesse novo contexto não trouxe as externalidades positivas que se exige para o desenvolvimento de longo prazo.

NOTAS CONCLUSIVAS

As análises feitas nos Capítulos 2 e 3 nos possibilitou traçar as principais características do crédito às empresas desde a abertura econômica. Mas afinal, com todas as mudanças levantadas, é possível traçar o perfil do crédito à pessoa jurídica?

Primeiramente concluiu-se que, na visão dos empresários, existe uma clara segmentação do crédito, ou uma divisão de tarefas no Sistema Financeiro Nacional. O provedor de recursos para saneamento de caixa e adiantamentos de receita é o segmento bancário privado, dominado por poucos e grandes bancos, de capital nacional privado, com controle público ou misto, e de controle estrangeiro. Tais bancos foram responsáveis por cerca de 80% do estoque de crédito em circulação por todo o período. Na prática, para o empresariado, pouco pareceu importar a origem de capital do banco, já que, como visto, os bancos com controle de capital público, como o Banco do Brasil, apresentam as mesmas modalidades e características do crédito ofertado que são oferecidas pelos bancos de capital privado, muito em virtude do Proes de 2001. A excelência dos bancos múltiplos que operam no Brasil é conceder empréstimos de Capital de Giro e adiantar receitas e recursos nas formas de Notas Promissórias, Descontos de Duplicatas e adiantamentos de exportação, como as *Export Notes* e os ACCs.

A partir de 2003 observou-se uma tendência, embora que suave, de aumento do prazo médio dos créditos concedidos pelos bancos múltiplos. Houve um aumento das modalidades de Aquisição de Bens e Financiamento imobiliário às empresas. Todavia, ainda com esse aumento, a participação dessas modalidades, com prazos de maturação mais longos, não chegou à 7% do total de crédito concedido. Houve também, um aumento curioso da participação de “novas modalidades” de crédito, o que sugere certa melhora do relacionamento entre credores e devedores no que tange às necessidades e especificidades da nova fase de internacionalização da produção que ocorreu em nível mundial desde a década de 1990. Esse aumento da participação das novas formas de crédito, porém, além de igualmente tímida, à semelhança do que ocorreu com a de Aquisição de Bens, iniciou num momento extremamente favorável para o crédito, ou seja, a partir de 2003.

O custo do crédito ao longo de todo o período foi muito elevado se comparado ao de outros países. A taxa de juros média do período de empréstimos às empresas girou em torno de 28%, o que é elevado, mas baixo se comparado aos juros cobrados pelos bancos por créditos de Conta Garantida (em torno de 67% ao ano) e de *Hot-Money* (em torno de 55%).

Como alternativa ao caro crédito de médio prazo oferecido pelos bancos múltiplos (no caso da modalidade Aquisição de Bens), o sistema empresarial ampara-se no BNDES para financiar seus investimentos – não se quer dizer, contudo, que o BNDES atenda totalmente a demanda por investimentos, para todas as empresas, nem que sejam ágeis os trâmites contratuais de financiamento do banco. Se os bancos múltiplos financiam as compras de máquinas e equipamentos industriais num prazo de onze meses, o banco de desenvolvimento as financia até em cinco anos, a custos menores (baseados na Taxa de Juros de Longo Prazo, acrescida de taxas de risco de créditos específicos e custos financeiros no caso de empréstimos diretos e mais a remuneração do agente intermediário do processo no caso de créditos indiretos). O Banco, em diversos momentos, o que sugerimos nos capítulos anteriores, flexibiliza e amplia suas concessões em momentos de retração no crédito bancário privado e/ou em circunstâncias de desaquecimento econômico. Como ilustração, concluímos que durante a Fase 1, o banco concedeu, sozinho, em torno de 75% dos recursos para “modernização produtiva” (compras de máquinas, equipamentos e expansão de plantas) e 50% se supormos que empréstimos de caixa, naquele período específico, auxiliaram, de alguma forma, a modernização empresarial.

O mercado de capitais apesar de ter ampliado a sua influência a participação no crédito empresarial após 2003 foi pouco importante no crédito como um todo, e mais importante no caso de investimentos. Títulos de dívida, como as Debêntures e Notas Promissórias, que podem ser emitidos primariamente pelas empresas por intermédio dessa “fonte credora” geram recursos para as firmas que podem ser usados para ampliação de capital, assim como o lançamento primário de ações. O mercado de capitais se configurou, portanto, como uma oportunidade de financiamento para empresas maiores, pois o porte e o nível de conhecimento dessas empresas influenciam positivamente a decisão dos investidores individuais em depositar recursos à instituição. Justamente por essas características que o financiamento obtido por intermédio dessa fonte é restrito às grandes empresas. Contudo, as oportunidades propiciadas pelo mercado de capitais não se configuram em alternativas ao crédito bancário porque o sucesso das empresas em captar recursos esteve intimamente condicionado ao estado de expectativas da economia, assim como também à estabilidade e crescimento nos níveis de produção. Vimos no Capítulo 2 que as emissões primárias, principalmente de ações, foram muito reduzidas em períodos de instabilidade política e econômica e/ou retração da produção industrial. Conclui-se que, além de restrito às grandes empresas, o lançamento de papéis nesse mercado foi condicionado pelo ambiente macroeconômico, não se constituindo, portanto, numa fonte estável de recursos para o sistema empresarial independentemente do porte da empresa.

Embora a “divisão de tarefas” do lado da oferta tenha se configurado como um traço marcante do crédito à pessoa jurídica esse não foi o único. As três fontes citadas sofreram influência de fatores exógenos ao sistema, que condicionaram os custos e volume dos recursos emprestados. Como já citado nessas notas conclusivas, mercado de capitais foi uma oportunidade apenas em períodos de crescimento e estabilidade econômica, quando as expectativas de credores e devedores apresentavam viés positivo. Os bancos múltiplos agiram de forma semelhante por todo o período.

O crédito concedido por essa fonte apresentou tendência de alta em momentos de estabilidade econômica, entendendo-se estabilidade como a não-percepção de mudanças importantes na conjuntura ou nos aspectos institucionais que circundam as firmas. Vimos também que o nível de atrasos influenciou decisivamente o desempenho do crédito na maioria dos períodos. Os níveis de juros e compulsórios também tiveram papel crucial tanto na grande expansão após 2003 quanto em momentos de redução do nível de atividade econômica, quando usados para conter a inflação e o ritmo econômico. Todavia, nem sempre essas variáveis mantiveram as inter-relações citadas.

Esse conceito de estabilidade diverge da suposição imediata de que o crescimento dos níveis de produção industrial nela se enquadra. Quer se dizer que o crédito foi influenciado pela estabilidade de contexto, e não necessariamente pelo crescimento material da economia. Como vimos no Capítulo 2, não houve relação positiva, como poder-se-ia esperar, entre crescimento da produção “corrente” e aumento no volume de crédito concedido às empresas. O que foi percebido é que em alguns momentos em que o futuro parecia incerto para agentes credores e devedores o crédito foi retraído, mesmo com os indicadores de curto prazo apontando para a expansão creditícia. Ao longo do ano de 1999 e de 2002 vimos que nem o nível de atrasos, nem o nível de produção industrial, os compulsórios e juros fizeram valer as suas relações normais com o crédito. Ou seja, pareceu-nos haver uma distinção, para concessores e credores, em momentos especiais, entre o que acontecia no momento “corrente” do que poderia ocorrer no futuro (imediato ou não). Nesses momentos de choques, ou expectativas deles, o que sugerimos é que as expectativas quanto ao futuro tiveram papel determinante no curso do volume de crédito, elevando, portanto, o peso de fatores subjetivos no processo decisório, a ponto de amenizar e de tornar pouco expressivas as conhecidas elasticidades juros/crédito, produção/crédito, compulsório/crédito e níveis de atraso/crédito.

A evidência de que fatores subjetivos, em alguns momentos, anulem ou amenizem o efeito de variáveis mais objetivas sugere que os agentes econômicos são influenciados pela

preferência pela liquidez, conforme assume o referencial Pós-Keynesiano. Ao analisarmos a composição vertical do ativo do Bradesco, Itaú e Banco do Brasil e a sua evolução ao longo do tempo, vimos que em momentos adversos, de elevada incerteza quanto ao futuro, os três bancos assumiram posições mais defensivas, aumentando a relação Títulos e Valores Mobiliários/Ativo, aumentando as aplicações interfinanceiras de liquidez e reforçando as reservas em detrimento da perda de participação do crédito no total do ativo. Em outros momentos, de melhor contexto político-econômico as participações tenderam a se inverter. Ou seja, sugerimos no trabalho que as instituições bancárias fizeram o *trade-off* entre liquidez e rentabilidade persistentemente no período, assumindo, inclusive, posturas mais ousadas e rentáveis para explorarem os juros proibitivos para empréstimos em circunstâncias de necessidade imediata de recursos por parte dos segmentos comerciais, industriais e de serviços.

Essa postura baseada na preferência pela liquidez compõe o perfil do crédito às empresas no Brasil porque torna o crédito ainda mais escasso e caro em momentos de aversão ao risco, momentos esses que podem vir acompanhados de maior necessidade de recursos para o setor produtivo. Além disso, com esse comportamento por parte dos ofertantes, não é surpreendente que com crises rotineiras, o nível de crédito perdure em níveis constantemente baixos, como vimos que ocorreu até 2003. Assim, a grande expansão de crédito a partir daquele ano teve, como pano-de-fundo, juros em níveis relativamente baixos e perspectiva favorável quanto ao futuro, que foi possível pela ausência de crises, crescimento interno e externo. Podemos sugerir que credores e devedores “concordaram” em suas expectativas quanto ao futuro, possibilitando a transição de um nível baixo de atividade para um nível de atividade mais alto – mesmo com os credores financiando a mais o lado da demanda empresarial (crédito à pessoa física) do que a pessoa jurídica.

A divisão em três Fases nos possibilitou caracteriza-las da seguinte forma: a Fase 1 marcou a entrada do capital externo na estrutura credora, assim como foi um período de adaptação dos agentes credores privados nacionais ao novo contexto de baixa inflação. Na Fase 2, os credores privados nacionais iniciaram a recuperação das participações perdidas durante a Fase 1 em meio à diversas crises e adversidades que causaram as retrações do crédito. Já a Fase 3 nos possibilitou verificar a importância de fatores exógenos no crédito justamente porque os mesmos praticamente não ocorreram. A expansão de fato do crédito, principalmente do direcionado à pessoa física, ocorreu sob tais condições, proporcionando aumento da demanda para as empresas não-financeiras, o aumento no volume e até o alargamento suave de prazo dos recursos.

Por fim, vale dizer que houve, ao longo de todo o período, tendências de concentração: primeiramente, desde a abertura a estrutura ofertante de crédito se concentrou drasticamente, em parte devido à própria abertura comercial e financeira e em parte devido às facilidades propiciadas pelos Governos (pelo Proer e Proes, principalmente). Do lado da oferta, houve concentração do crédito em favor dos bancos múltiplos, e redução da participação dos bancos de desenvolvimento, investimento e cooperativas. Dentro dos bancos múltiplos vimos também que os 10 maiores bancos também ampliaram suas participações: houve, portanto, tendências de concentração em vários níveis dentro da estrutura ofertante. Outro movimento concentrador foi o do direcionamento do crédito entre setores econômicos. Houve, principalmente durante a Fase 2, aumento da participação da pessoa física, indústria e serviços no total de crédito disponibilizado, em detrimento das perdas de participação do setor rural, habitacional e público.

BIBLIOGRAFIA

ALLEN, F.; SANTOMERO, A. The theory of financial intermediation. **Center for Financial Institutions Working Papers** 96-32, Wharton School Center for Financial Institutions, University of Pennsylvania, 1996.

AKERLOF, Georges A. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, V. 84, N. 3. ago/1970, pp. 488-500, 1970.

ANDIMA. **Taxas de Juros: Um Amplo Estudo Sobre o Mercado Aberto no Brasil**. Rio de Janeiro, ANDIMA, 1997.

ANDIMA. **Taxas de Juros: Política Monetária e Gestão de Conjuntura 1998 – 2004**. Rio de Janeiro, ANDIMA, 2004.

ARESTIS, P; SAWYER, M. Keynesian Economic Policies for the New Millennium. **Economic Journal**, Jan/1998, 1998.

BALTENSPENGER, E. Cost of Banking Activities: interactions between risk and operating costs. **Journal of Money, Credit, and Banking**, N. 4, ago/1972, pp. 595-611, 1972.

_____; The Precautionary Demand for Reserves. **American Economic Review**, N. 64, mar/1974, pp. 205-210, 1974.

_____; HELLMUTH, M. Predictability of Reserve Demand, Information Costs, and Portfolio Behavior of Commercial Banks. **Journal of Finance**, N. 31, jun/1976, pp. 835-43, 1976.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Economia e Finanças. Sistema de Séries Temporais. <http://www.bcb.gov.br/>. Acessado entre 2008 e 2009.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. Estatísticas Operacionais. <http://www.bndes.gov.br/>. Acessado entre 2008 e 2009.

BERNANKE, B. Non-monetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression. **American Economic Review**, N. 73, jun/1983, pp. 257-276, 1983.

_____; Gertler, M. Financial Fragility and Economic Performance. **National Bureau of Economic Research**, Working Paper N. 2318, 1987.

BHATTACHARYA, S; BOOT, A.W.A.; THAKOR, A. V. The Economics of Banking Regulation. **Journal of Money, Credit and Banking**. V. 30, N. 4, nov/1998, pp. 745-770. Ohio State University Press, 1998.

BIELSCHOWSKY, R. **Investimentos na Indústria Brasileira Depois da Abertura e do Real: o mini-ciclo de modernizações (1995-97)**. Brasília: Cepal, Série Reformas Econômicas, N. 44, 1999.

BONELLI, R., P. M. VEIGA, A. F. BRITO. As políticas Industrial e de Comércio Exterior no Brasil: rumos e indefinições. **Texto para Discussão do Ipea**, N. 527, Rio de Janeiro: Ipea, 1997.

BRAGA, J. C. S; D. M. PRATES. Os Bancos da “Era FHC”. **Indicadores Econômicos FEE**. Porto Alegre, V.26, N.4, pp. 167-187, 1999.

BRENNAN, M. Capital Asset Pricing Model. In: **The New Palgrave Dictionary of Money and Finance**, London: The Macmillan Press Limited, 1994.

BRESSER-PEREIRA, L. C; NAKANO, Y. Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade. **Brazilian Journal of Political Economy**, V. 3, N. 3, pp. 146-177, jul-set/2002, 2002.

CARNEIRO *et al.* Política Financeira. In: Portugal Júnior, J. G; Sampaio, F. A. (orgs) **Gestão Estatal no Brasil; os limites do neoliberalismo: 1990-1992**. São Paulo: FUNDAP/IESP, 1998.

CARVALHO, F. J. C. Inovação financeira e regulação prudencial: da regulação de liquidez aos acordos da Basiléia. In: Sobreira, R. (org.). **Regulação Financeira e Bancária**. São Paulo: Atlas, Ed 1, 2005, pp. 121-137, 2005.

_____; On Banks Liquidity preference. In: Davidson, P.; Kregel, J. (eds), **Full Employment and Price Stability in a Global Economy**. Cheltenham: Edward Elgar, 1999.

_____; **Bancos e Inflação no Brasil: comentários depois do Plano Real**. São Paulo, 1995. (Mimeo).

CASAGRANDE, E. E. **As Teorias Keynesianas do Investimento**. Araraquara: FCL/Laboratório Editorial/UNESP; São Paulo: Cultura Acadêmica Editora, 2002.

CINTRA, M. A. M. A Reestruturação Patrimonial do Sistema Bancário brasileiro e os Ciclos de Crédito entre 1995 e 2005. **Política Econômica em Foco**, N. 7. nov/2005-Abr/2006, 2006.

CONFEDERAÇÃO NACIONAL DA INDÚSTRIA. **Financiamento no Brasil: desafio ao crescimento**. CNI: Brasília, 2003.

CNI/CEPAL (1997). **Investimentos na Indústria Brasileira 1995-1999 - Características e Determinantes**. Rio de Janeiro: CNI, 1997.

DAVIDSON, P. Money and the Real World. New York: John Wiley & Sons, 1978.

DEQUECH, D. Expectations and confidence under uncertainty. **Journal of Post-Keynesian Economics**, V. 21, N. 3, pp. 415-430, 1999.

FISHER, I. The debt-deflation theory of Great Depressions. **Econometrica**, out/1933), pp. 337-57, 1933.

FONTANA, G. Post Keynesian approaches to endogenous money: a time framework explanation. **Review of Political Economy**, V. 15, N. 3, jul/2003, 2003.

FRANCO, G. A inserção externa e o desenvolvimento. **Revista de Economia Política**, V. 18, N. 3, (71), jul-set./1998, pp. 121-147, 1998.

FRIEDMAN, M; SCHWARTZ, A. **A monetary history of the United States: 1967-1960**. Princeton University Press, 1963.

FREITAS, M. C. P. A Natureza Particular da Concorrência Bancária e seus Efeitos sobre a Estabilidade Financeira. **Economia e Sociedade**, Campinas: UNICAMP, Instituto de Economia, N 8, p. 51-84, jun/1997, 1997.

GERTLER, M. Financial structure and aggregate economic activity: an overview. **Journal of Money, Credit and Banking**, V. 20, N. 3, ago/1988, P2.

GORTON, G; WINTON, A. **Financial Intermediation**. National Bureau of Economic Research. Working paper N. 8928, 2002.

GURLEY, J.; SHAW, E. Financial aspects of economic development. **American Economic Review**, N. 45, set/1955, pp. 515-538, 1955..

HALL, R; JORGENSON, D. Tax Policy and Investment Behavior. **American Economic Review**. N. 57, 1967, pp. 391-414, 1967.

HART, O. D; JAFFEE, D. M. On the Application of Portfolio Theory to Depository Financial Intermediaries. **Review of Economic Studies**, N. 41, jan/1974, pp. 129-147, 1974.

HICKS, J. R. Mr. Keynes and the classics: a suggested interpretation. **Econometrica**, N. 5, abr/1937, 1937.

IBGE/ANDIMA. **Sistema Financeiro: uma análise a partir das Contas Nacionais**. 1990-1995. Rio de Janeiro: IBGE, Departamento de Contas Nacionais, 1997.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. *Séries macroeconômicas*. <http://www.ipeadata.gov.br/ipeaweb.dll/DadosIPEADData.htm?SessionID=1443954691>. Acessado entre 2008 e 2009.

JAFFEE, D; RUSSEL, Imperfect Information, Uncertainty and Credit Rationating. **The Quarterly Journal of Economics**. N. 90, nov/1976, pp. 651-666, 1976.

KEYNES, J. M. **A Teoria Geral do emprego, do juro e da moeda**. [Tradução: Mário R. da Cruz] Coleção Os Pensadores. Nova Cultural: São Paulo, 1996.

_____; The General Theory of Employment. **The Quarterly Journal of Economics**. V. 51, N. 2, fev/1937, pp.209-223, 1937a.

_____. The 'Ex-Ante' Theory of the Rate of Interest. **The Economic Journal**, V 47, N. 188, dez/1937, pp. 663-669, 1937b.

KIM, D; SANTOMERO, A. M. Risk in Banking and Capital Regulation. **The Journal of Finance**, V. 3, N. 5, dez/1988, pp. 1219-1233. Blackwell Publishing for the American Finance Association, 1988.

KREGEL, J.A. Economic Methodology in the face of Uncertainty: the modelling methods of Keynes and the Post-Keynesians. **The Economic Journal**. V. 86, N. 342, jun/1976, 209-225, 1976.

KUME, H. **O Plano Real e as Mudanças na Estrutura da Tarifa Aduaneira**. Estudos FUNCEX/RBCE, N. 48, RJ, 1996.

LAPLANE, M; SARTI, F. Prometeu Acorrentado: o Brasil na indústria mundial no início do século XXI. **Política Econômica em Foco**, N. 7, nov/2005-abr/2006, 2006.

LEVINE, R. Finance and Growth: Theory and Evidence. **National Bureau of Economic Research**, Working Paper N. W 10766, set/2004, 2004.

MANKIW, N. G. The allocation of credit and financial collapse. **Quarterly Journal of Economics**, N. 101, ago/1986), pp. 455-470, 1986.

MENDONÇA de BARROS, J. R; GOLDENSTEIN, L. **Reestruturação Industrial e Reordenação Financeira**: um novo balanço, mimeo, 1997.

MINSKY, H. **John Maynard Keynes**. New York: Columbia University Press, 1975.

_____; Capitalist Financial Processes and the Instability of Capitalism. **Journal of Economic Issues**, jun/1980, 1980a.

_____; Money, Financial Markets and the coherence of a market economy. *Journal of Post Keynesian Economics*, V. 3, N. 1, p. 21-31, fall/1980, 1980b.

MODIGLIANI, F. Liquidity preference and the theory of interest and money. **Econometrica**, jan/1944, pp. 45-88, 1944.

_____; F. MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. In **The American Economic Review**. V. 48, N. 3, jun/1958, 1958.

MOREIRA, M. M. A indústria brasileira nos anos 90. O que já se pode dizer? In: Giambiagi, F.; Moreira, M. M. (Org.). **A economia brasileira nos anos 90**. Rio de Janeiro: BNDES, 1999a.

_____; Estrangeiros em uma Economia Aberta: impactos recentes sobre a produtividade, a concentração e o mercado exterior. **Texto para Discussão do BNDES**, N. 67, Rio de Janeiro, 1999b.

_____; PUGA, F. P. **Como a indústria financia seu crescimento**: uma análise do Brasil pós-Real. Rio de Janeiro: BNDES, 2000. (Texto para Discussão, nº 84).

MUTH, J.F. Rational Expectations and the Theory of Price Movements. **Econometrica**, jul/1961, 1961.

OUREIRO, J. L. **Preferência pela liquidez, racionamento de crédito e concentração bancária**. VIII Encontro da sociedade de Economia Política. Jun/2003, Florianópolis-SC. 2003.

PARKIN, M. J. Discount House Portfolio and Debt Selection. **Review of Economic Studies**, N. 37, out/1970, pp. 469-497, 1970.

PAULA, L. F. R.; ALVES Jr, A. J; MARQUES, M. B. I. Ajuste patrimonial e o padrão de rentabilidade dos bancos privados no Brasil durante o Plano Real (1994/98). **Estatísticas Econômicas**. São Paulo. V. 31, N. 2, pp. 285-319. abr-jun/2001, 2001.

_____; ALVES Jr. Banking behaviour and the brazilian economy after the Real Plan: a post-keynesian approach. **Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review**, N. 227, pp. 337-365, dez/2003, 2003.

PYLE, D. H. On the Theory of Financial Intermediation. **Journal of Finance**, N. 26, jun/1971, pp. 737-747, 1971.

RODRIGUES JÚNIOR, W; MELO, G. M. **Padrão de financiamento das empresas privadas no Brasil**. Brasília: IPEA, 1999. (Texto para discussão, nº 653)

ROSSI JÚNIOR, J. L; FERREIRA, P. C. **Evolução da Produtividade Industrial Brasileira e a Abertura Comercial**. Pesquisa e Planejamento Econômico, V. 29, N. 1, abr/1999, pp. 1-36, 1999.

ROTHSCHILD, M.; STIGLITZ, J. Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information. **Quarterly Journal of Economics**, N. 90 Novembro 1976, pp. 135-145.

SANTOMERO, A. Modeling the banking firm: a survey. **Journal of money, credit and banking**, V. 16, N. 4. 1984.

SARTI, F; LAPLANE, M. F. O Investimento Direto Estrangeiro e a Internacionalização da Economia Brasileira nos anos 1990. **Economia e Sociedade**, Campinas, V. 11, pp. 63-94, jan-jul/2002, 2002.

SNOWDON, B.; VANE, H. **A Modern guide to macroeconomics**. Massachusetts: Edward Elgar, 2005.

SOARES, R. P. **Evolução do crédito de 1994 a 1999: uma explicação**. Brasília: IPEA, (Texto para discussão, nº 808, 2001.

STIGLITZ J.E. Price Rigidities and Market Structure. **American Economic Review**, mai/1984, 1984.

_____; Credit Markets and the Control of Capital. **Journal of Money, Credit and Banking**, N. 17, pp. 133-152, 1985.

_____; The Contributions of the Economics of Information to Twentieth Century Economics. **Quarterly Journal of Economics**, nov/2000, pp. 1441-1478, 2000.

_____; Weiss, A. Credit Rationing in markets with imperfect information. **The American Economic Review**. Vol. 71, No. 3, June 1981.

TOBIN, J. **Money and Finance In The Macro-Economic Process**. Nobel Memorial Lecture, 8. Yale University. New Heaven, Connecticut, EUA. Dezembro, 1981.

_____; **The Commercial Banking Firm**: a simple model. *Scand. J. of Economics* 84 (4): 495-530. Yale University. New Heaven, Connecticut, EUA, 1982

_____; Tobin, J. Keynesian Theory: Is It Still a Useful Tool in the Economic Reality of Today? **Revista di Política Economica**, Abril, 1989.

TOWNSEND, R. M. Optimal Contracts and Competitive Markets with Costly State Verification. **Journal of Economic Theory**. N 21, Outubro 1979, pp. 265-293.

WRAY, R. Keynes's approach to money: an assessment after 70 years. **The Levy Economics Institute of Bard College**. Working paper nº 438. Janeiro 2006.

WILLIAMSON, S. D. Costly Monitoring, Optimal Contracts, and Equilibrium Credit Rationing. **Quarterly Journal of Economics**, N. 102. Fevereiro 1987, pp. 135-145

ZENDRON, P. Instituições bancárias, concessão de crédito e preferência pela liquidez: três ensaios na perspectiva pós-keynesiana. Tese de Doutorado – Campinas: UNICAMP-SP. Set/2006.