

VOLATILIDADE DOS FLUXOS INTERNACIONAIS DE CAPITAIS E A OFERTA DE CRÉDITO NA ECONOMIA BRASILEIRA ENTRE 1995 E 2010

Vanessa da Costa Val Munhoz
(Professora do IE-UFU)

Artigo submetido ao XVI Encontro Nacional de Economia Política (Sessões Ordinárias)

Área temática 5. Dinheiro, Finanças internacionais e Crescimento

Sub-área 5.2. Economia e Finanças Internacionais

RESUMO: O objetivo deste trabalho é verificar a relação entre a volatilidade dos fluxos internacionais de capitais e o volume de crédito ofertado na economia brasileira entre 1995 e 2010. Aponta-se que, durante crises internacionais, quando há fugas de capitais estrangeiros do Brasil, os bancos aumentam a sua preferência pela liquidez e diminuem a oferta de crédito na economia doméstica. Ademais, a existência de títulos públicos brasileiros rentáveis, seguros e facilmente negociáveis em mercados secundários de papéis permite ao sistema bancário nacional obter elevados níveis de rentabilidade a partir de uma composição de portfólio flexível. Sob esta interpretação e com base na análise de dados das sub-contas financeiras mais voláteis do balanço de pagamentos e de dados do consolidado bancário, verifica-se que, mesmo não sendo direta a relação entre os fluxos internacionais de capitais e a oferta de crédito na economia doméstica, a atuação dos bancos no Brasil está condicionada às flutuações cíclicas pelas quais a economia internacional passa. Tal comportamento dos bancos foi recentemente verificado durante a crise financeira internacional de 2008/09.

Palavras-chave: Fluxos de Capitais, Preferência pela Liquidez dos Bancos, Oferta de Crédito.

ABSTRACT: The aim of this paper is to verify the relation between the volatility of international capital flows and the credit volume presented in the Brazilian economy from 1995 to 2010. The main argument is that in moments of reversion of expectations and international crises, when there is foreign capital flight, the banks increase their liquidity preference and reduce the credit supply in the domestic economy. Moreover, the existence of Brazilian public bonds that are profitable, secure and readily marketable in secondary market papers allows the domestic banking system to obtain high levels of profitability from a flexible portfolio composition. Thus, based on this interpretation and by analyzing data from the financial account of the balance of payments and data from the consolidated banking system, this work verify that, although the relation between international capital flows and credit supply in the domestic economy is not direct, the role of banks in Brazil is subject to cyclical fluctuations in the international economy. This behavior was verified during the last international financial crisis in 2008/09.

Key-Words: Capital Flows, Banks Liquidity Preference, Credit Supply.

1 – Introdução

Os fluxos de capitais estrangeiros direcionados ao Brasil, especialmente a partir da década de 1990, são guiados por expectativas e movimentos especulativos, seguindo momentos em que há abundância ou escassez de liquidez no mercado financeiro internacional. Em conformidade com a tendência deste mercado e a partir da dinâmica concorrencial, o sistema bancário brasileiro passou a operar através de práticas arriscadas, como a captação de recursos via depósitos a prazo, com liquidez diária, e a oferta de

empréstimos vinculados a operações do mercado de capitais¹, sofrendo os efeitos desestabilizadores das reversões de expectativas dos agentes que atuam no sistema financeiro internacional. Dessa forma, os bancos, diante da incerteza quanto à reversão desses ciclos de liquidez e, conseqüentemente, quanto à captação de recursos externos, podem frear a oferta de crédito, ou até mesmo paralisá-la, dependendo do grau de sua preferência pela liquidez.

Sob este contexto, o propósito deste trabalho é analisar a relação entre a volatilidade dos fluxos de capitais estrangeiros, o papel dos bancos na captação de recursos e o volume de crédito ofertado na economia brasileira no período entre 1995 e 2010. Especificamente, pretende-se verificar se existe uma relação direta e/ou indireta entre a dinâmica dos fluxos internacionais de capitais e o volume de crédito doméstico, com base em um indicador de preferência pela liquidez dos bancos.

A hipótese básica é que em momentos de reversão de expectativas e crise internacional, quando há fortes fugas de capitais para os países centrais em busca de qualidade de investimentos, os bancos - dependentes da captação de recursos estrangeiros - ficam fragilizados e aumentam a sua preferência pela liquidez, diminuindo a oferta de crédito na economia doméstica. Além disso, os títulos públicos brasileiros são altamente rentáveis e facilmente negociáveis em mercados secundários de papéis, permitindo ao sistema bancário brasileiro obter elevados níveis de rentabilidade a partir de uma composição de portfólio flexível e, assim, funcionando como um “colchão de liquidez” em momentos de instabilidade.

Há vários trabalhos que tratam de forma indireta as relações entre crédito e volatilidade dos fluxos de capitais, sobretudo a partir da associação do ciclo de crédito doméstico aos efeitos do ciclo internacional de liquidez. Entretanto, uma pequena minoria analisa de forma mais direta tal relação. Assim, este estudo justifica-se, haja vista os movimentos mais bruscos dos fluxos internacionais de capitais, observados nas últimas décadas e o conseqüente impacto sobre os mercados financeiros de países periféricos (que não emitem moeda forte). A justificativa para a análise do período de 1995 a 2010 se dá por se tratar de um período pós inflacionário e por abarcar o período de crise financeira mais recente.

Além desta breve introdução, o trabalho é composto por mais quatro seções. A segunda seção dedica-se ao embasamento teórico do trabalho, cujo referencial é a abordagem pós keynesiana, desenvolvida a partir da evolução do desenvolvimento bancário e sua importância para a atividade econômica por meio da oferta de crédito. A terceira seção está

¹ Uma prática recente e que veio a tona diante da crise de 2007/2008, provocando uma série de falências, foram os empréstimos às empresas acoplados aos derivativos de dólar. Para detalhes, ver ADACHI & BALARIN (2008).

reservada para o exame da dinâmica dos fluxos internacionais de capitais e seus impactos sobre a economia brasileira, ao passo que a quarta seção trata a oferta de crédito no Brasil, entre 1995 e 2010; completando a estrutura para análise da relação entre volatilidade dos fluxos internacionais de capitais e oferta de crédito, realizada na quinta seção. Por fim, à guisa de conclusão, são tecidas algumas considerações finais na sexta seção.

2 – Estágios do desenvolvimento bancário, papel dos bancos na atividade econômica e o racionamento/oferta de crédito

A análise deste trabalho se sustenta sob a perspectiva keynesiana, segundo a qual o ponto de partida para a discussão da oferta de crédito em uma economia monetária de produção e seu impacto sobre a dinâmica econômica é o tratamento da moeda. Esta desempenha importante papel na influência sobre as decisões dos agentes econômicos, sendo não neutra no curto e no longo prazo. Em que pese esta importância, destaca-se que a forma como a moeda é criada e introduzida na economia depende do grau de desenvolvimento do sistema bancário. Como mostrado por Keynes (1930), a evolução deste sistema transforma os bancos de meros intermediários de poupanças em ofertantes de meio de pagamento, com capacidade de criar crédito independente de depósitos prévios.

Partindo desta ideia, Chick (1986) elaborou uma teoria acerca dos estágios do desenvolvimento do sistema bancário a partir da evolução do sistema inglês. Nos primeiros estágios do desenvolvimento, os bancos atuam como meros intermediários entre poupadores e investidores, sendo que o crédito é limitado pelo volume de depósitos. Nos estágios posteriores, a relação de causalidade entre depósitos e crédito se inverte e o volume de empréstimos passa a depender do comportamento dos demandantes e ofertantes de crédito, determinado, por sua vez, pela preferência pela liquidez dos mesmos, não sendo mais limitado pela quantidade de depósitos. A oferta de moeda se torna endógena e as autoridades monetárias deixam de ter controle sobre a liquidez do sistema. Diante disso, percebe-se que os bancos possuem um papel fundamental na economia, já que criam meios de pagamento endogenamente e podem emprestar mais recursos do que a sua posição de reservas tecnicamente lhes permitiria. Assim, o volume de crédito concedido é influenciado pelas condições da economia, preferência pela liquidez e grau de desenvolvimento bancário.

Neste sentido, o sistema bancário para Keynes e seus seguidores tem um papel fundamental, pois é ele que disponibiliza os recursos para a sequência do processo econômico, adiantando o montante necessário à decisão de investir. Dessa maneira, os bancos possuem um papel ativo no que se refere ao direcionamento de recursos para a realização de

investimentos e, conseqüentemente, ao desenvolvimento da economia. Mais do que meros intermediários passivos de recursos, os bancos são capazes de criar crédito independente da existência de depósitos prévios, por meio da criação ativa de moeda bancária. Ademais, têm um papel essencial na determinação das condições de financiamento de uma economia ao estabelecer o volume e as condições sob as quais o crédito é ofertado (PAULA, 2006).

Outrossim, na abordagem pós-keynesiana, os bancos são vistos como tomadores de decisões e, assim como os outros agentes econômicos, têm como principal objetivo a obtenção de lucro na forma monetária, operando em um ambiente de incerteza. Nesse sentido, os bancos precisam decidir de que forma seus recursos serão alocados no seu portfólio de acordo com o *trade off* entre liquidez e rentabilidade.

As expectativas dos bancos sob as condições de incerteza têm um papel fundamental na determinação da composição do seu portfólio de aplicações. Eles podem demandar aplicações mais líquidas, apesar de menos lucrativas em função de um aumento na sua preferência pela liquidez, o que resulta num redirecionamento em sua estrutura de ativos. Sendo assim, a evolução do crédito tende a ser procíclica, sobretudo se o sistema bancário for essencialmente constituído por instituições privadas com fins lucrativos (FREITAS, 2009).

A preferência pela liquidez justifica a existência de racionamento de recursos, que também é afetada pela qualidade e custo das informações disponíveis. Isso significa que a oferta de crédito pode ser restringida devida uma maior preferência pela liquidez dos bancos, independente do verdadeiro risco relacionado ao empréstimo bancário e dos retornos que são esperados sobre projetos de investimento. Além disso, a existência de racionamento de crédito é influenciada por outros fatores que definem as expectativas dos agentes com relação ao futuro e a confiança destes em relação às suas próprias projeções. Para minimizar o problema do crédito racionado, os pós-keynesianos sugerem que medidas visando somente resolver as falhas de mercado para que os empréstimos fluíssem, como defendem os novos-keynesianos², não seriam suficientes. O problema tem que ser pensado de um modo mais amplo; ou seja, deve-se levar em consideração não somente a oferta de recursos, mas também a demanda por fundos, sendo os dois afetados pela incerteza e pelas expectativas com relação ao futuro.

²Grande parte da literatura que trata do racionamento de crédito é de caráter novo-keynesiano, baseada, sobretudo no estudo de Stiglitz e Weiss (1981). Tais autores desenvolveram um modelo em que o crédito é racionado devido à presença de assimetrias de informação. De acordo com essa linha de pensamento, os tomadores de empréstimos podem saber mais que os credores sobre suas competências em relação aos seus planos para usar o dinheiro emprestado ou sobre a sua capacidade de pagamento da dívida contraída. A resposta ótima dos emprestadores é, então, restringir o crédito e/ou utilizar mecanismos sinalizadores para separar os tomadores de empréstimos. Por sua vez, conforme a teoria que embasa este trabalho (a pós keynesiana), o racionamento de crédito nada tem a ver com problemas de informação, mas sim com a preferência pela liquidez dos bancos.

A questão que se coloca como essencial para explicar o comportamento dos bancos no que tange à oferta de crédito e sua relação com os fluxos internacionais de capitais é que o sistema capitalista tem um comportamento estruturalmente instável, sujeito ora a ondas de pessimismo, ora a excessos de confiança, levando aos movimentos dos ciclos econômicos. Ao desenvolver a hipótese de instabilidade financeira, Minsky (1986) formula a ideia de que as fases de otimismo vêm acompanhadas de um crescimento da fragilidade. Isso porque nesses períodos se ampliam os investimentos e o grau de endividamento, além disso, segue-se depois dos períodos de otimismo, uma crise que aparece como desdobramento da própria fragilidade.

Assim, o ciclo para Minsky (1986) é financeiro, de forma que choques externos ao sistema financeiro apenas agravam os desequilíbrios e, isso ocorre, porque são as decisões dos bancos (e sua capacidade de conceder créditos) que criam condições para o funcionamento cíclico da economia, já que influenciam diretamente o volume de recursos que será destinado aos investimentos produtivos, determinando o nível de atividade e o volume de emprego.

Em períodos em que o ciclo econômico se mostra favorável os bancos estão dispostos a ofertar um maior volume de recursos às firmas, ou seja, têm uma menor preferência pela liquidez e acabam aumentando o seu grau de alavancagem, pois adotam posturas menos cobertas. Quando o ciclo se reverte, os bancos aumentam sua preferência pela liquidez e passam a restringir o crédito ao mesmo tempo em que as empresas passam a necessitar de mais recursos para fazer frente aos compromissos financeiros contraídos na fase ascendente.

Ademais, enquanto antes dos anos 1960 os bancos operavam administrando seus portfólios de aplicações; com os processos de desregulamentação financeira e a intensa concorrência interbancária produzida por ela, eles se viram forçados a inovar na forma como seus recursos são captados, a partir da década referida. Assim, eles passam a operar no sentido de aumentar seus graus de alavancagem e, conseqüentemente, auferir maiores lucros, através de novos produtos e instrumentos financeiros que permitiram aos bancos captar recursos de outras formas que não fossem somente depósitos à vista. Através das inovações financeiras, os bancos podem, ainda, obter maior *spread* entre a taxa de aplicação e a taxa de captação.

Sobre a relação entre as inovações financeiras e a transformação dos bancos diante delas, Carvalho (2007) ainda ressalta a importância da criação de novos produtos voltados para a absorção e administração de riscos, através dos contratos derivativos; o rápido desenvolvimento de métodos de customização de serviços; e a rápida expansão de mercados de títulos. Segundo o autor, esses elementos, entre outros, explicam a caracterização da nova firma bancária.

Essas inovações financeiras, segundo Carcanholo (2001) e Freitas (2009), têm influência tanto sobre o montante quanto sobre o perfil dos recursos captados, o que permite aos bancos contornar as restrições e regulações impostas pelas autoridades monetárias sobre as reservas bancárias. O Banco Central pode, assim, ter os seus objetivos de gestão de liquidez da economia contrariados pelas estratégias adotadas pelos bancos na administração de seus ativos e passivos. E os novos instrumentos e procedimentos contribuem, ainda, para ampliar a complexidade das estruturas financeiras e das relações entre os devedores e credores. O resultado disso é o aumento da instabilidade da economia potencializada pelos processos de desregulamentação e globalização financeira, além da liberalização dos fluxos de capitais. A instauração de um mercado global unificado, permite às empresas industriais e financeiras contratar empréstimos ou aplicar fundos sem limites onde e quando quiserem, recorrendo aos diversos instrumentos financeiros existentes (PLIHON, 1995). As oscilações das expectativas dos agentes quanto à vulnerabilidade externa das economias torna a política econômica de um país dependente da dinâmica financeira dos capitais internacionais e das políticas econômicas dos países centrais.

Um exemplo dessa dependência é que uma crise internacional pode afetar o mercado de crédito doméstico mediante vários canais de transmissão, conforme verificamos em estudo do IEDI (2009). Uma retração das linhas de crédito internacionais tem impactos adversos tanto sobre os empréstimos bancários às empresas concedidos no país com base em *funding* externo (Adiantamentos dos Contratos de Câmbio – ACCs, repasses externos e financiamento às importações), como sobre a captação direta das empresas no mercado internacional (através de empréstimos bancários ou emissão de títulos). Dessa forma, os acontecimentos no mercado internacional, através dos influxos de capitais, afetam os bancos brasileiros por meio de dois modos: 1) a partir dos ativos bancários, visto que os movimentos dos capitais estrangeiros afetam a concessão de crédito por parte dos bancos e; 2) a partir dos passivos bancários, já que é possível captar mais ou menos recursos através do mercado estrangeiro.

Portanto, com base na perspectiva pós-keynesiana, este trabalho tem o propósito de mostrar como a natureza e a dinâmica volátil dos fluxos de capitais direcionados para a economia brasileira pode afetar o mercado de crédito doméstico, fazendo com que em momentos de crise a oferta de crédito na economia doméstica seja restringida.

3 - A dinâmica dos fluxos internacionais de capitais e seus impactos sobre o Brasil

A liberalização da conta financeira do balanço de pagamentos que ocorreu no Brasil, no início da década de 1990, associada ao arranjo macroeconômico delineado a partir da

implantação do Plano Real (centrado na meta de estabilização de preços e âncora cambial), provocou um forte aumento dos fluxos de capitais direcionados para as economias emergentes. Entretanto, esses fluxos de capitais apresentam natureza volátil, que tomam a forma de ciclos, em que se encadeiam em fases de elevada liquidez seguidas por períodos de absoluta escassez. Para Farhi (2004), esses ciclos de liquidez são entrecortados por miniciclos, que acentuam a volatilidade e incerteza dos agentes, uma vez que não se pode prever qual serão suas durações e intensidades.

Desse modo, os fluxos de capitais voláteis contribuem para aumentar a fragilidade externa das economias domésticas, pois as mudanças súbitas das expectativas dos investidores internacionais podem resultar em drástica redução do nível de desempenho da economia. Uma mudança nas expectativas dos agentes econômicos é amplificada pelo comportamento “imitativo” dos demais agentes (comportamento de manada e efeito contágio), o que leva a um ataque especulativo sem que sejam considerados os “fundamentos econômicos”. Ou seja, quando a incerteza nos mercados financeiros aumenta os agentes tendem a prever a psicologia do mercado e não os lucros esperados dos ativos, tornando os mercados financeiros instáveis; sendo assim, o comportamento dos outros agentes é mais “importante” do que a condução da política econômica (GABRIEL & OREIRO, 2008).

Neste contexto, os efeitos instabilizadores dos fluxos de capitais voláteis se tornaram explícitos nas diversas crises financeiras que eclodiram nos anos 1990, de tal sorte que os ciclos de liquidez internacional afetam o volume e direção dos fluxos de capitais destinados às economias emergentes, em especial ao Brasil.

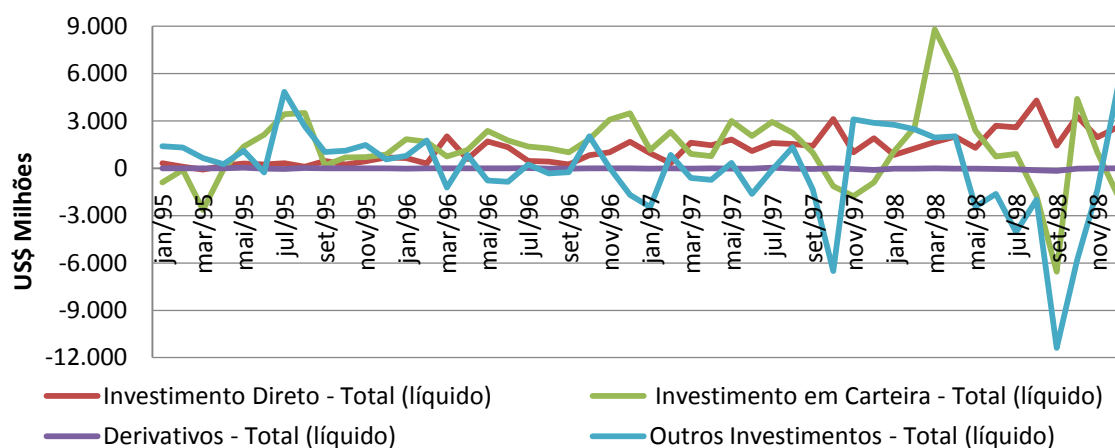
Para a análise da evolução da dinâmica dos fluxos de capitais internacionais direcionados ao Brasil e o impacto da volatilidade desses fluxos serão utilizados os dados das sub-contas da conta financeira do Balanço de Pagamentos brasileiro. A análise da dinâmica dos fluxos de capitais será dividida em quatro períodos, a saber: i) 1995 a 1998: em razão de ser um período em que vigorou no Brasil o sistema de câmbio administrado; ii) 1999 a 2002: em função de ainda se tratar de uma fase de relativa escassez de recursos internacionais destinados às economias emergentes; iii) 2003 a 2006: em função de se tratar de um novo ciclo de liquidez internacional; iv) 2007 a 2010: por abranger a crise internacional recente.

No que se refere ao primeiro período, entre 1995 e 1998, a partir da implementação do Plano Real, as contas externas brasileiras sofreram uma profunda alteração, de forma que na primeira fase do Plano, sob regime de câmbio administrado, a balança comercial tornou-se negativa em US\$ 5,6 bilhões e as transações correntes, em US\$ 26,4 bilhões ou 3,4% do PIB,

sendo a entrada de investimentos em carteira fundamental para financiar o déficit em transações correntes (CINTRA & PRATES, 2005).

A entrada de um intenso fluxo de recursos na economia brasileira, nesse período, foi possível visto que no início da década de 1990 foi observado um momento de fartura de capitais privados direcionados dos países centrais para a América Latina aliada à adoção de elevadas taxas de juros. Entretanto, parte importante destes capitais se vinculava aos investimentos em carteira (Gráfico 1), que são fluxos que possuem um caráter mais especulativo e que buscam, continuamente, alta lucratividade. Assim, a economia brasileira se tornou mais frágil e vulnerável aos movimentos desses capitais, já que esse tipo de investimento pode ser transacionado em mercados secundários, apresentando maior liquidez e, por isso, maior potencial de reversão frente às mudanças de expectativas dos investidores.

Gráfico 1: Brasil: Evolução da Conta Financeira – 1995 a 1998 – US\$ Milhões



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Banco Central do Brasil.

Nesse período também é possível observar a elevada participação do investimento estrangeiro direto (IED) na conta financeira, que pode ser relacionado ao processo de privatização de empresas estatais, iniciado na década de 1980 e ampliado nos anos 1990. Entre 1995 e 1998, o saldo da conta financeira variou entre US\$ 28.744 milhões (menor valor do período) e US\$ 33.514 milhões (maior valor do período). Isso porque, conforme já mostrado, foi um período em que ocorreram várias crises cambiais, o que fez o país encerrar o ano de 1998 com um saldo pouco maior do que o início do período aqui analisado (US\$ 29.381 milhões). Assim, podemos notar que a crise do México no final de 1994 não teve grandes repercussões para o ano de 1995, fazendo com que o ciclo de liquidez iniciado no começo da década se mantivesse.

A crise mexicana pode não ter afetado a economia de modo tão significativo, mas significou o “início do fim” da fase de alta liquidez para as economias emergentes, que se encerra com a crise da Rússia em 1998. Após essa crise uma fase de redução de liquidez se iniciou, sendo marcada ainda pela deflagração da crise brasileira em 1999, dados os impactos negativos das sucessivas crises cambiais ocorridas no período. Ademais, a crise da Rússia aumentou a aversão ao risco dos investidores internacionais, fazendo com que eles adotassem posturas mais cobertas e seguras e, nesse contexto, o elevado déficit em conta corrente brasileiro desencadeou uma acentuada fuga de capitais, provocando forte redução nas reservas internacionais do país e forçando a adoção do regime de câmbio flutuante.

O gráfico 1 também mostra que os investimentos diretos e os derivativos apresentaram um comportamento menos volátil que os investimentos em carteira e os outros investimentos. Isso porque o investimento direto externo possui um caráter menos especulativo e são vinculados às perspectivas de crescimento econômico nos países de origem e de destino, bem como às estratégias das empresas transnacionais. Já o que possui maior peso na conta denominada outros investimentos são os fluxos de moeda e depósitos, o que faz com que a conta financeira seja dominada por capitais altamente voláteis, que se movem conforme as expectativas dos agentes econômicos. Dessa forma, a abertura financeira fez ainda com que a política monetária brasileira ficasse de certa forma limitada, visto que para atrair recursos para o fechamento do Balanço de Pagamentos e sustentar a política cambial, era necessário que a Autoridade Monetária elevasse cada vez mais a taxa de juros doméstica³, o que gera implicações diretas na dívida pública interna do país.

No segundo período analisado, entre 1999 e 2002, temos uma redução da participação dos investimentos em carteira ao passo que os investimentos diretos passaram a desempenhar um importante papel (Tabela 1). A intensa entrada de recursos em tal sub-conta deve-se ao avanço do processo de desestatização nos setores de utilidade pública, com destaque para o setor de telecomunicações e à onda de expansão de grandes corporações produtivas e financeiras, impulsionada por operações de fusão e aquisição.

Como já foi dito, a fase de liquidez internacional que marcou o início da década chegou ao fim com as crises cambiais do primeiro período, principalmente com a crise da Rússia, que colocou fim ao período de abundância do ciclo de liquidez e fez com que iniciasse um período de escassez. Tais crises foram seguidas, ainda, por outras crises como a crise cambial do Brasil em 1999, crise da Turquia em 2001 e crise da Argentina em 2002.

³ As taxas de juros nominais ficaram em torno de 33% a.a. entre 1995 e 1998, conforme dados do Banco Central do Brasil.

Ademais, esse segundo período é marcado também pelos ataques de 11 de setembro e pelos escândalos contábeis nos Estados Unidos. Desse modo, esse conjunto de fatores fez com que houvesse uma retração dos fluxos de capitais para os países emergentes.

Tabela 1: Brasil: Participação das Sub-contas na Conta Financeira – 1999 a 2002 (%)

Discriminação	1999	2000	2001	2002
Conta Financeira	1,00	1,00	1,00	1,00
<i>Investimento Direto - Total</i>	<i>0,61</i>	<i>0,55</i>	<i>0,88</i>	<i>0,68</i>
Investimento Brasileiro Direto	0,05	0,06	0,09	0,13
Investimento Estrangeiro Direto	0,94	0,93	0,90	0,87
<i>Investimento em Carteira - Total</i>	<i>0,08</i>	<i>0,12</i>	<i>0,00</i>	<i>0,25</i>
Investimento Brasileiro em Carteira	0,07	0,16	0,47	0,06
Investimento Estrangeiro em Carteira	0,93	0,83	0,52	0,94
<i>Derivativos - Total</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,01</i>	<i>0,02</i>
<i>Outros Investimentos - Total</i>	<i>0,31</i>	<i>0,32</i>	<i>0,10</i>	<i>0,05</i>
Outros Investimentos Brasileiros	0,32	0,16	0,41	0,60
Outros Investimentos Estrangeiros	0,67	0,83	0,58	0,40

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Banco Central do Brasil.

Nesse contexto, temos que a fuga de capitais que ocorreu no Brasil ao gerar grande perda de reservas internacionais fez com que houvesse uma mudança do regime cambial brasileiro, de câmbio administrado para um regime de câmbio flutuante em janeiro de 1999. Com a adoção do novo regime e a elevação do risco-país, o fluxo líquido de recursos em moeda estrangeira para o setor privado se tornou negativo (conta outros investimentos), ou seja, as empresas passaram a reduzir seu endividamento em moeda estrangeira, tendo em visto o aumento do risco cambial; de modo que a forma de financiar o déficit em transações correntes foi a atração de investimento estrangeiro direto e fluxos de capitais externos para a Bovespa e para o sistema financeiro doméstico, sem gerar novos instrumentos e instituições para garantir o financiamento de longo prazo (CINTRA & PRATES, 2005).

Assim, entre meados de 1999 e 2000 é possível notar que, a despeito da volta de recursos para as contas investimento em carteira e investimento direto, o nível de recursos se mantém baixo e os outros investimentos têm uma queda acentuada, reduzindo participação relativa na conta financeira total (Tabela 1). Ademais, a partir de meados de abril de 2002, a deterioração das expectativas foi acentuada pelas reduções de risco promovidas pelas agências de classificações de risco e de crédito e pelos analistas de bancos internacionais. Aliado a esse fato, a possibilidade de que Luiz Inácio Lula da Silva ganhasse a eleição presidencial e não cumprisse contratos acentuou ainda mais as expectativas negativas em torno do Brasil. Entretanto, quando ficou claro que Lula honraria as dívidas e os contratos anteriormente

estabelecidos, as expectativas melhoraram, levando a uma redução das incertezas. Assim, no final de 2002, já foi possível notar o início de um novo ciclo de elevada liquidez internacional para as economias emergentes, que voltaram a receber grandes volumes de capital externo.

A partir do final de 2002/início de 2003 iniciou-se um novo ciclo de liquidez internacional que persistiu até meados de 2007, marcando o terceiro período em análise (2003-2007). Este novo ciclo surgiu depois das reduções das taxas de juros norte-americanas, o que mostra que a dinâmica da expansão ou retração de liquidez continuou sendo fortemente influenciada pelo movimento das taxas de juros do país emissor da moeda-chave do sistema monetário e financeiro internacional. Assim, as baixas taxas de juros dos países centrais levaram a uma expansão das aplicações em títulos de dívida de países emergentes (e entre eles o Brasil), indicando uma maior propensão a riscos e o retorno de posturas financeiras mais descobertas, do tipo *Ponzi*, conforme tipologia de Minsky (1986).

Além dessa fase favorável do ciclo de liquidez internacional, o governo Lula deu continuidade ao processo de abertura financeira com a adoção de algumas medidas, seguindo a mesma estratégia dos governos anteriores.⁴ Uma das medidas que se destaca é a unificação dos mercados de câmbio livre e flutuante e a extinção da Conta de Não-Residentes (CC5) em março de 2005, o que significou uma liberalização adicional das saídas de capitais ao eliminar os limites para que pessoas físicas e jurídicas convertam reais em dólares e os remetam ao exterior. Com essa medida é possível que qualquer residente no país efetue suas remessas diretamente, sem a intermediação das antigas contas de instituições financeiras não-residentes. No mesmo dia da adoção dessa medida, a cobertura cambial às exportações foi flexibilizada, com a ampliação dos prazos de retenção de dólares no exterior pelos exportadores, o que ampliou a conversibilidade da conta corrente do balanço de pagamentos.

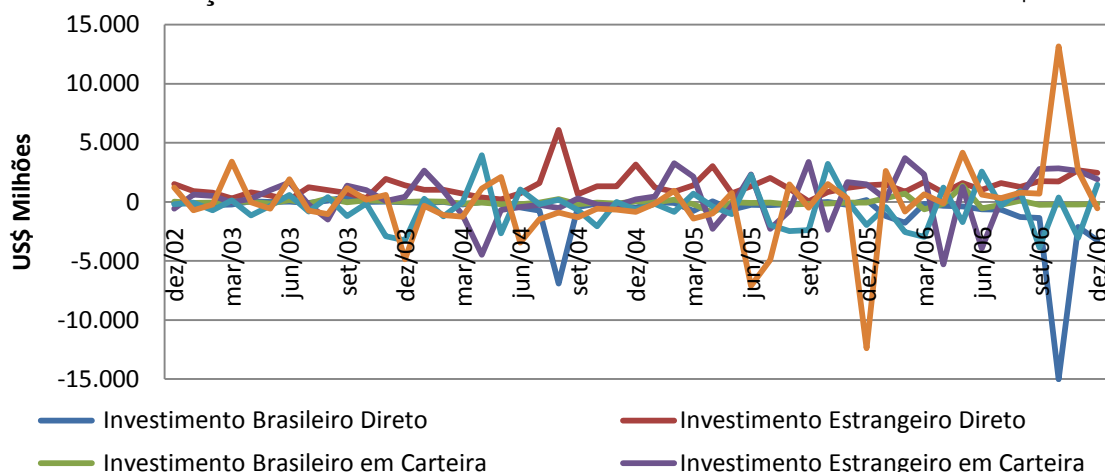
Em fevereiro de 2006, outra medida provisória foi adotada, sancionando a concessão de incentivos fiscais aos investidores estrangeiros para aquisição de títulos da dívida pública interna. Tal medida tinha a intenção de reduzir os custos, e dessa forma, estimular o aumento da demanda por títulos públicos internos pelos investidores estrangeiros. Desse modo, juntamente com a dinâmica internacional favorável, a ampliação do grau de abertura financeira foi um dos condicionantes do desempenho da conta financeira do Balanço de Pagamentos brasileiro entre os anos 2003 e 2006.

⁴ Conforme Prates (2006), a crescente integração financeira entre o país e o exterior nos últimos quinze anos foi promovida de forma *ad hoc*, seja mediante resoluções e circulares do Banco Central, seja por meio de Medidas Provisórias.

Enquanto no período analisado anteriormente as condições de liquidez internacional estavam desfavoráveis e resultaram em uma queda dos investimentos em carteira e outros investimentos; entre 2003 e 2006, com condições internacionais mais favoráveis com relação à liquidez e crescimento, percebemos uma retomada dos fluxos de capitais voluntários, o que permitiu o pagamento das operações de regularização com o FMI, realizadas anteriormente.

Não obstante, mesmo sendo um momento de liquidez internacional, houveram momentos de reversão de recursos, como em 2004. Naquele ano, a sinalização de que as taxas de juros norte americanas iriam se elevar provocou uma instabilidade no mercado de títulos de dívida dos países “emergentes”, em especial dos títulos dos países da América Latina. Tal fato fez com que os especuladores fossem levados a reestruturar suas carteiras ao menor sinal de risco, o que gerou um movimento de volatilidade (Gráfico 2), ainda que não se possa considerar que houve uma brusca retração da liquidez.

Gráfico 2: Evolução das Sub-contas da Conta Financeira – 2003 a 2006 – US\$ Milhões



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Banco Central do Brasil.

Desse modo, percebe-se que mesmo considerando uma melhora nos indicadores de risco e vulnerabilidade dos países emergentes, permanece um forte potencial de volatilidade nas contas financeiras dos Balanços de Pagamentos de tais países, na medida em que estas continuam tendo um forte peso de capitais instáveis e flexíveis. Ademais, o crescimento dos fluxos de investimentos estrangeiros diretos após 2004 se insere em um movimento de retomada dos fluxos de investimento externo direto para os países periféricos. Contudo, as outras modalidades de fluxos financeiros apresentam um caráter mais instável neste período, de forma que, a partir de 2005, os investimentos em carteira apresentaram fluxos positivos e os outros investimentos obtiveram uma redução no saldo negativo, apresentando ingresso

líquido somente em 2006. Além disso, o setor público brasileiro aproveitou as condições de liquidez favoráveis de 2005 para reestruturar sua dívida externa, reduzir o endividamento líquido do setor público e pré-financiar compromissos externos do ano seguinte.

Passando para o último período (2007-2010), observa-se que em 2007 os fluxos de capitais destinados à economia brasileira atingiram o maior valor já registrado pela série do Balanço de Pagamentos do Brasil, atingindo cerca de US\$ 88,4 bilhões e gerando superávit do Balanço de Pagamentos no mesmo ano; e só não foi ainda maior devido à eclosão da crise *Subprime* no final de julho. Um dos principais determinantes desse elevado saldo registrado deve-se ao ciclo de liquidez internacional iniciado em 2003 e ao fato de que a economia brasileira aproveitou ao máximo o *boom* de capitais externos para os países emergentes.

Assim como os fluxos de IED, os outros investimentos estrangeiros e os investimentos em carteira tiveram um aumento significativo até meados de 2007, sendo que no caso desses fluxos os fatores internos também tiveram sua influência e estimularam tanto a aplicação de não residentes em títulos e ações emitidas por residentes no país ou no exterior, como a contração de créditos comerciais e empréstimos de curto prazo junto aos bancos no exterior.

Destacam-se ainda duas fases distintas na evolução da conta financeira delimitadas pela crise financeira a partir do estouro da bolha especulativa no mercado norte-americano de hipotecas de alto risco. A primeira fase corresponde ao primeiro semestre de 2007, quando a trajetória do ingresso líquido dos fluxos financeiros foi ascendente e ancorada no forte crescimento dos investimentos estrangeiros em carteira e dos outros investimentos estrangeiros; revelando uma “euforia” característica dos momentos que antecedem a eclosão das bolhas e agentes menos avessos a correr riscos. No segundo semestre de 2007, por sua vez, houve uma reversão dessa trajetória, tornando-a descendente, visto que estas modalidades sofrem alterações em suas trajetórias a qualquer sinal de mudança no cenário econômico internacional ou nas expectativas dos agentes econômicos.

Já em 2008, a conta financeira apresentou um superávit de US\$ 28.296,5 milhões. Um conjunto de fatores externos e internos contribuiu para atenuar a retração dos fluxos de capitais estrangeiros para o país, no contexto de aprofundamento da crise financeira internacional. Um desses fatores foi o desempenho excepcional do IED, que atingiu valor recorde de cerca de US\$ 45 bilhões, estimulados pelas perspectivas de lucro nos setores produtores de commodities e nas indústrias baseadas em recursos naturais, tendo em vista a trajetória altista dos preços desses produtos até meados do ano de 2008; bem como pelo maior dinamismo do mercado interno. Ademais, a alta dos preços das *commodities* e a elevação da classificação do risco de crédito soberano do Brasil para “grau de investimento” pelas

agências internacionais de *rating* *Standard & Poors* e agência *Fitch* favoreceram os investimentos de portfólio em ações. Verifica-se, também, que o aumento do diferencial entre os juros interno e externo estimulou as aplicações em títulos públicos de renda fixa no país e as captações de empréstimos de curto prazo no exterior.

No primeiro semestre de 2008, apesar das variações mensais, os fluxos de recursos se mantêm positivos, enquanto no segundo semestre percebe-se que o efeito contágio da crise afeta principalmente os investimentos em carteira e os outros investimentos; ao passo que os investimentos diretos, em função do comportamento menos volátil e mais inercial, continuam apresentando superávit. De acordo com relatório da Fundap (2009), o forte aumento da aversão ao risco após a falência do banco de investimento *Lehman Brothers*, em meados de setembro de 2008, converteu a crise financeira internacional em um fenômeno sistêmico; de modo que o movimento de desalavancagem global e de fuga para a qualidade contaminou os fluxos financeiros por meio de dois canais de transmissão: i) a liquidação dos investimentos em portfólio no mercado financeiro doméstico e; ii) a contração dos créditos externos, incluindo os direcionados ao comércio exterior.

Além disso, com relação aos investimentos estrangeiros em carteira, o tempo e a intensidade do efeito contágio da crise não foram homogêneos, sendo que os investimentos em ações no país foram os primeiros a serem contaminados, tornando-se negativos a partir de julho e registrando o seu maior valor negativo em outubro (US\$ 6.066 milhões), quando o aumento da preferência pela liquidez e a necessidade de cobrir perdas em outros mercados resultaram em intenso resgate de aplicações dos investidores estrangeiros na Bovespa.

Tabela 2: Brasil: Participação das Sub-contas na Conta Financeira – 2007 a 2010 (%)

Discriminação	2007	2008	2009	2010
Conta financeira	1,00	1,00	1,00	1,00
<i>Investimento Direto - Total</i>	<i>0,30</i>	<i>0,85</i>	<i>0,35</i>	<i>0,35</i>
Investimento Brasileiro Direto	0,17	0,31	0,28	0,19
Investimento Estrangeiro Direto	0,83	0,68	0,72	0,81
<i>Investimento em Carteira - Total</i>	<i>0,54</i>	<i>0,04</i>	<i>0,48</i>	<i>0,62</i>
Investimento Brasileiro em Carteira	0,00	0,71	0,08	0,04
Investimento Estrangeiro em Carteira	0,99	0,28	0,92	0,95
<i>Derivativos - Total</i>	<i>0,01</i>	<i>0,01</i>	<i>0,00</i>	<i>0,01</i>
<i>Outros Investimentos - Total</i>	<i>0,15</i>	<i>0,10</i>	<i>0,16</i>	<i>0,02</i>
Outros Investimentos Brasileiros	0,37	0,39	0,68	0,51
Outros Investimentos Estrangeiros	0,63	0,61	0,32	0,49

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Banco Central do Brasil.

No ano de 2009 observou-se, além da melhora no ingresso líquido dos fluxos de capitais estrangeiros, uma mudança na composição desse ingresso. Enquanto, no ano anterior os investimentos diretos corresponderam à maior parte dos recursos, em 2009 essa participação se reduziu, de modo que os investimentos estrangeiros em carteira passaram a ter a maior participação na Conta Financeira, conforme mostra a Tabela 2.

Esse movimento de retorno de capitais com caráter mais volátil deve-se a um novo movimento mais geral de retorno desses fluxos para as economias “emergentes”, ao longo de 2009, em um contexto de melhoria nas condições dos mercados financeiros internacionais. Todavia, um conjunto de características específicas da economia brasileira contribuiu para fomentar a volta desses recursos. Por um lado, os investimentos em ações foram estimulados pelas perspectivas de alta dos preços desses papéis, associadas à forte desvalorização no último trimestre de 2008 e, em um momento posterior, à recuperação dos preços das *commodities* e do amplo mercado de consumo doméstico. Por outro lado, as captações externas, assim como as aplicações em títulos públicos de renda fixa no país, foram estimuladas pelo elevado diferencial entre os juros interno e externo, em um contexto de taxas de juros historicamente baixas nos países centrais.

Ademais, ocorreu menor saída de capitais brasileiros para o exterior, devido ao retorno líquido de investimentos brasileiros, em um contexto de baixas oportunidades de lucro nos países avançados; além de perspectivas favoráveis em relação à economia brasileira. Todavia, a saída de recursos pela sub-conta outros investimentos brasileiros (OIB) registrou um forte crescimento em função de três fatores: 1) aumento dos ativos dos bancos brasileiros no exterior; 2) maior número de empresas exportadoras que utilizou a prerrogativa de manter suas receitas no exterior, registradas no Balanço de Pagamentos como crédito comercial ativo; e em menor medida; 3) créditos comerciais ativos concedidos por residentes, em razão de uma mudança de ordem metodológica efetuada pelo Banco Central do Brasil, que passaram a ser contabilizados nessa conta.

O movimento das sub-contas financeiras observado em 2009 se intensifica em 2010. Novamente há uma forte enxurrada de capitais estrangeiros trazidos para a economia brasileira, com destaque para os fluxos mais especulativos, os investimentos estrangeiros em carteira e os outros investimentos estrangeiros, que aumentam em volume ainda mais.

4 – Análise da Oferta de Crédito no Brasil

Os dados correspondentes à oferta de crédito na economia doméstica utilizados neste trabalho são de dois tipos: o primeiro engloba dados do balancete analítico dos bancos

criadores de moeda, que consolida as contas de todas as instituições financeiras monetárias (bancos múltiplos com carteira comercial, bancos comerciais, Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal); e o segundo tipo se refere aos dados de instituições financeiras específicas a fim de melhor exemplificar as análises feitas do primeiro tipo. Todos os dados foram obtidos junto ao sistema de contas nacionais do Banco Central brasileiro e de suas informações bancárias contábeis, estando em milhões de reais.

As contas analíticas dos bancos criadores de moeda se referem a um conjunto de séries agrupadas ativo e passivo. Para os fins deste estudo, serão analisadas as participações de determinadas contas no total do ativo e do passivo dos bancos criadores de moeda, de modo que fique claro que em momentos de crise há uma tendência clara de aumento da liquidez dos bancos e diminuição da oferta de crédito, mesmo sendo o momento em que as empresas e famílias mais necessitam de recursos para honrarem seus compromissos.

A análise dos dados do sistema bancário brasileiro será dividida em dois sub-períodos (1995-2002 e 2003-2009) para melhor visualização nos gráficos, visto que o recorte dos dados é mensal. Ademais, os dados das contas analíticas dos bancos criadores de moeda referentes ao ano de 1995 só estão disponíveis para o mês de dezembro. Com relação aos dados de bancos específicos temos que os mesmos foram separados de acordo com o seu controle patrimonial. Os bancos analisados seguem abaixo: i) Bancos públicos: Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal e Banco do Nordeste; ii) Bancos privados nacionais: Bradesco, Itaú e Unibanco⁵; iii) Bancos privados estrangeiros: HSBC, Santander e ABN Amro (Real).⁶

A primeira fase analisada, entre 1995-2002, engloba a ocorrência e conseqüências de vários eventos importantes: inicia-se com a implementação do Plano Real; atravessa as crises cambiais do final da década de 1990 e termina com os ataques de 11 de setembro e a crise da Argentina. É possível notar, no início desse período, que as taxas de juros norte-americanas estão baixas e o câmbio sobrevalorizado, o que facilita a entrada de recursos estrangeiros para o Brasil, conforme visto na seção anterior. Há ainda um movimento de redução dos juros domésticos e percebe-se que há uma dominação dos títulos públicos pré-fixados. Ademais, associado a este movimento ocorreu a implementação do Plano Real, de modo que os bancos, em um primeiro momento, expandiram a oferta de crédito e se tornaram menos seletivos a fim de compensar as perdas das receitas inflacionárias. Os bancos adotaram, assim, posturas mais arriscadas e aumentaram o seu grau de alavancagem.

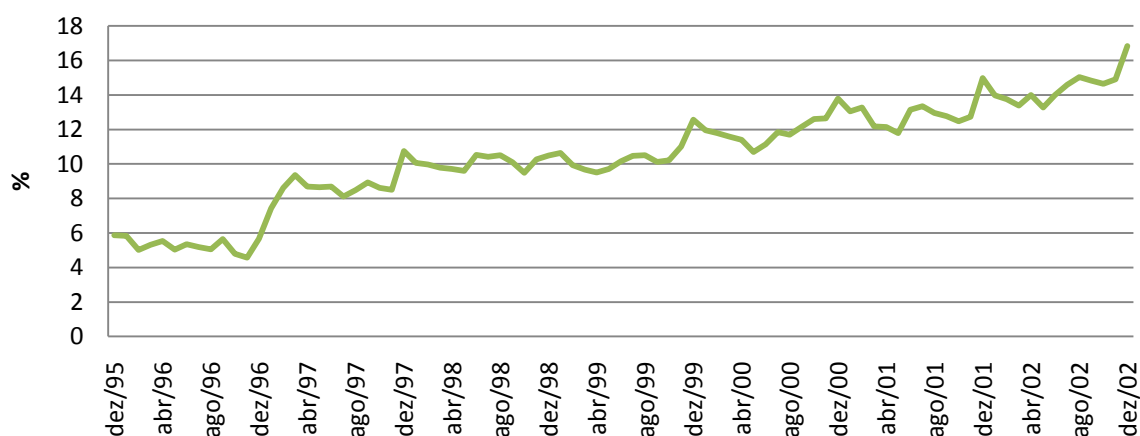
⁵ Para julho de 2007, julho de 2009 e dezembro de 2009 os dados do Unibanco se referem aos dados do Itaú-Unibanco.

⁶ Os dados referentes ao banco ABN Amro Real só estão disponíveis até 2008, visto que em 2009 o banco passou a ser controlado pelo banco Santander.

Entre o final de 1997 e 1999, momento de baixa liquidez internacional, ocorrem fugas de capitais das economias periféricas, desvalorização do câmbio e crescimento dos juros domésticos; efeitos derivados das crises ocorridas naqueles anos. A resposta dos bancos brasileiros (tanto públicos, como privados nacionais ou estrangeiros), nesse contexto de maior incerteza e instabilidade, foi aumentar a participação em seus portfólios dos títulos públicos pós-fixados pela taxa de juros em detrimento das operações de crédito.

Assim, a partir de meados de 1997, percebe-se a queda acentuada da participação das operações de crédito no total do ativo, de modo que se em dezembro de 1995 essa participação atingia 73,42%, em 1997 fica em torno dos 61%, chegando até mesmo a 53,01% em dezembro desse mesmo ano. A partir daí, essa relação tende a cair ainda mais, confirmando que em momentos de instabilidade e incerteza os agentes econômicos se tornam mais cautelosos, principalmente os bancos, que reagem restringindo a oferta de crédito, aumentando as aplicações em títulos públicos e a disponibilidade de reservas. Ademais, o aumento das taxas de juros na tentativa de conter as pressões inflacionárias em decorrência da expansão do crédito acentuou ainda mais a inadimplência dos agentes.

Gráfico 3: Brasil: Preferência pela Liquidez dos Bancos - 1995 a 2002 – (%)



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Banco Central do Brasil.

Diante dessa situação, os bancos aumentaram a sua preferência pela liquidez (PLB) e aversão ao risco. Isto pode ser visto por meio da aplicação de um índice de **PLB dos Bancos**⁷, que pode ser obtido através da **divisão do total dos depósitos à vista pelo total das**

⁷ O resultado da divisão foi multiplicado por 100 a fim de se obter um resultado em porcentagem e facilitar as análises, desse modo o índice varia de 0 a 100%, sendo que quanto mais próximo de 100% maior a preferência pela liquidez e mais os bancos preferem manter seus recursos na forma mais líquida possível, ou seja, na forma de depósitos à vista.

operações de crédito. O gráfico 3 mostra que enquanto no final de 1995 o índice de preferência pela liquidez atingiu 5,87%, no final de 1999 já ultrapassava os 12,5%.

Entre 2000 e 2002 percebe-se um período de ajuste e transição: ainda não existe uma total estabilidade internacional, dados o ataque de 11 de setembro, a crise da Argentina e a eleição presidencial no Brasil. Os agentes permanecem cautelosos e os bancos continuam a restringir a oferta de crédito e aumentar suas reservas. Além disso, a preferência pela liquidez dos bancos continua a aumentar, de modo que em dezembro de 2002 ela representa 16,83%, o maior índice observado nessa fase.

Com relação ao comportamento de alguns dos bancos privados nacionais (Bradesco e Unibanco), eles traçam um sentido inverso ao percorrido durante as crises ocorridas anteriormente, de forma que a importância relativa das operações de crédito no total do ativo aumenta (Tabela 3). Entretanto, os bancos estrangeiros se mostram mais avessos aos riscos e apresentam uma diminuição da participação das operações de crédito no seu portfólio.

Tabela 3: Participação % das Operações de Crédito Totais no Ativo - 1995 a 2002

Discriminação	Bancos Públicos			Bancos Privados Nacionais			Bancos Privados Estrangeiros		
	Banco do Brasil	CEF	Banco do Nordeste	Bradesco	Itaú	Unibanco	HSBC	Santander	ABN Amro
jul/95	6,387	2,789	27,534	0,480	9,528	1,761	0,269	10,950	10,342
dez/95	8,761	27,146	25,133	0,157	8,990	5,324	1,028	9,308	9,636
jul/96	7,821	26,015	10,906	0,411	8,136	4,160	0,903	8,544	19,658
dez/96	7,383	34,080	7,853	0,448	4,598	4,449	0,070	9,333	16,253
jul/97	6,378	30,827	0,285	2,002	8,018	4,365	8,043	6,278	12,723
dez/97	6,048	30,553	5,433	2,056	6,735	4,774	7,273	3,197	5,938
jul/98	4,885	33,713	2,340	4,745	5,230	3,608	5,498	2,591	3,798
dez/98	4,698	32,709	4,444	4,059	4,402	4,344	3,358	3,354	4,004
jul/99	3,927	20,032	3,734	3,688	4,172	5,217	2,564	2,847	4,523
dez/99	1,274	17,581	3,486	3,666	4,611	4,850	4,462	3,009	3,589
jul/00	0,839	11,146	3,062	2,251	3,040	3,803	2,956	2,937	4,922
dez/00	0,965	10,261	3,253	2,706	2,523	3,326	2,704	3,975	5,448
jul/01	1,076	2,579	3,383	2,897	2,674	5,465	2,858	5,881	0,181
dez/01	1,750	2,640	1,661	2,650	2,737	5,659	2,669	5,766	0,190
jul/02	1,683	2,242	2,666	2,771	1,658	4,505	3,467	5,225	0,154
dez/02	1,785	2,107	2,123	2,217	1,118	3,835	3,578	4,767	0,160

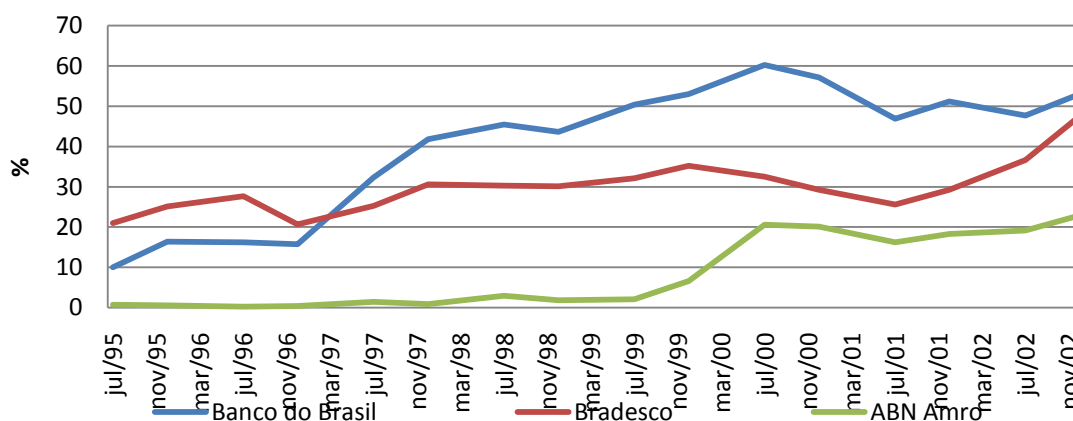
Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Banco Central do Brasil.
CEF: Caixa Econômica Federal.

A exceção dentre os bancos privados estrangeiros é o HSBC (participação em julho de 1995 de 0,269%, e em dezembro de 2002 de 3,578%). Isso se deve ao fato de que em 1997 ele passou a ter controle sobre o Banco Bamerindus e, dessa forma, além do aumento do seu montante de crédito ofertado, seu ativo também aumentou de modo significativo.

A preferência pela liquidez entre 1995 e 2002 também aumentou de modo significativo, principalmente nos anos das crises da Ásia, Rússia e Brasil. Isso nos leva a

pensar que mesmo que a volatilidade dos fluxos de capitais não tenha uma relação direta com a oferta de crédito no Brasil, ela de certa influencia o comportamento dos bancos. Essa intensa volatilidade traz insegurança e instabilidade para os bancos, que são os primeiros a responder a essa insegurança, seja reduzindo a oferta de crédito, aumentando as aplicações em títulos públicos, ou aumentando suas reservas, conforme Gráfico 4.

Gráfico 4: Índice de PLB do Banco do Brasil, Bradesco e ABN - 1995 a 2002 – (%)



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Banco Central do Brasil.

A despeito da estranha impressão de que a preferência pela liquidez de um banco público seja maior que a de um banco privado, o que deve ser levado em consideração é que a quantidade de depósitos à vista do Banco do Brasil cresceu a uma taxa bem superior a quantidade de crédito ofertada no período; ou seja, enquanto que os depósitos à vista cresceram a uma taxa de 13,73% de julho de 1995 a dezembro de 2002, as operações de crédito cresceram apenas 2,47% no mesmo período. Além disso, mesmo com uma quantidade de depósitos bem superior a do Bradesco, o Banco do Brasil possui uma quantidade de operações de crédito semelhante a esse banco. Outra consideração que deve ser feita é com relação ao ABN Amro, o aumento abrupto da sua preferência pela liquidez em meados de 1999 deve-se às aquisições desse banco no período: Banco Real S.A. (1998), Bandepe (1998), Paraiban (2001) e Sudameris (2003). Desse modo, houve um aumento significativo dos depósitos à vista e, em menor quantidade, das operações de crédito.

Ainda no que se refere ao aumento da preferência pela liquidez, podemos perceber também um aumento de aplicações em títulos e valores mobiliários (TVM) nos momentos de maior instabilidade. Nessa primeira fase analisada, esse aumento da participação dos títulos como uma forma mais segura de manter os seus recursos se dá principalmente entre 1997 e 1999, anos já citados exaustivamente como momentos de instabilidade. Não obstante tenha

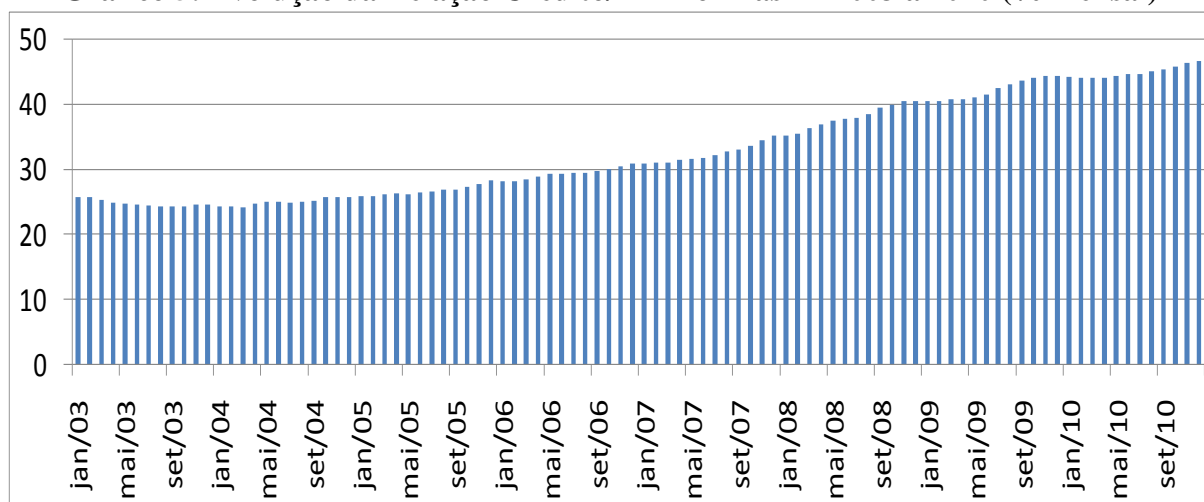
havido uma redução nessa participação, termina-se essa fase com uma participação dos títulos no total do ativo maior do que o ano inicial, pelo menos na maior parte dos bancos analisados.

Paralelamente ao aumento da participação dos títulos e valores mobiliários sobre o total dos ativos, nota-se, também, que há uma queda nas aplicações interfinanceiras por parte dos bancos. Estas correspondem às reservas secundárias, que caíram diante da elevação da taxa Selic, quando o Banco Central reagiu ao efeito contágio da crise asiática e russa.

No segundo período analisado, entre 2003 e 2010, diferentemente do anterior, não se notam crises financeiras internacionais significativas e a crise do sistema financeiro norte americano só viria a se manifestar no final de 2007, e a se aprofundar no segundo semestre de 2008. É uma fase de estabilidade e de forte liquidez internacional. Ademais, é uma fase em que o câmbio está valorizado e em que os juros domésticos passam por reduções paulatinas. Nota-se, também nesse período, o retorno da capacidade do governo de emitir títulos públicos pré-fixados perdida em meados de 1998.

Em um ambiente mais favorável e estável, como esse, os agentes voltam a ter um comportamento menos coberto e passam a arriscar mais. No que se refere aos bancos isso não é diferente. O crédito ofertado na economia aumenta de modo significativo, saindo do piso de 22% do PIB para atingir 46,6% do PIB em dezembro de 2010 (Gráfico 5). Ademais, mesmo no período da crise de *Subprime*, a relação crédito/PIB não diminui de modo significativo, ou seja, mesmo com os efeitos negativos da crise sobre o mercado de crédito doméstico, os bancos não deixaram de ofertar crédito. Na verdade o que acontece é que a oferta de crédito cresce a uma taxa menor, não seguindo o mesmo ritmo dos momentos favoráveis do ciclo.

Gráfico 5: Evolução da Relação Crédito/PIB no Brasil – 2003 a 2010 (% mensal)



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Banco Central do Brasil.

As perspectivas favoráveis de uma redução gradual das taxas de juros de curto prazo no final de 2005 nesse ambiente macroeconômico de aceleração do crescimento do PIB e da renda, além da estabilidade internacional estimularam as instituições financeiras a expandirem o seu mercado, ampliando a variedade de produtos destinados ao crédito pessoal. Assim, é comum notar nesse período alianças entre bancos e redes de loja de varejo, o que faz com que a oferta de crédito se eleve ainda mais.

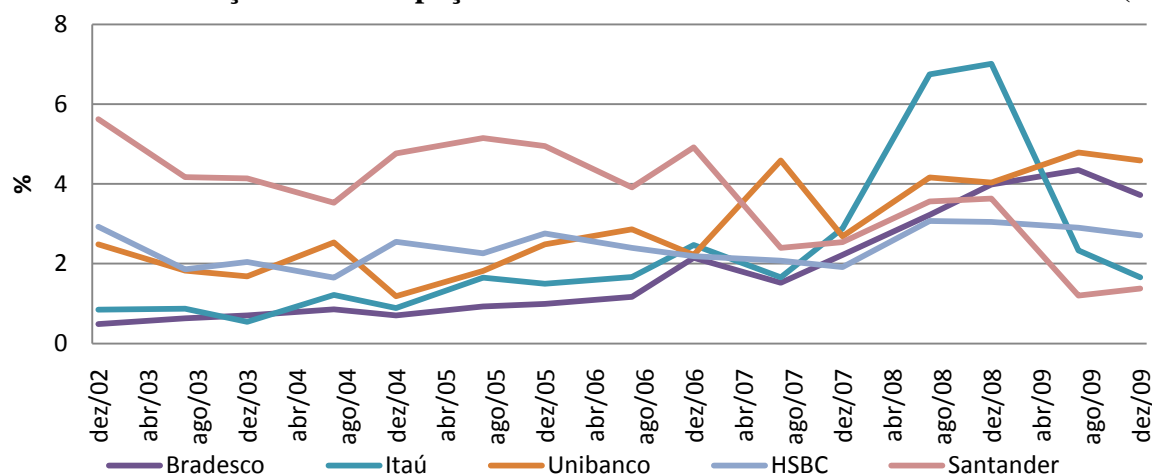
Os agentes se mantêm otimistas e tanto os bancos aumentam a disponibilidade de crédito, como pessoas de classes mais baixas se arriscam pegando recursos emprestados. É essa a fase do ciclo econômico em que a economia está em crescimento, o futuro se apresenta favorável e os bancos respondem reduzindo suas margens de segurança e financiando as posições com um aumento em sua carteira de empréstimos, estimulados pelo otimismo e redução do risco percebido pelos agentes. Os bancos adotam posturas mais ousadas, se expõem a maiores riscos e diminuem suas preferências pela liquidez em busca de maiores lucros nessa ambiente expansionista. Desse modo, há um aumento da disponibilidade de recursos para empréstimos e financiamentos.

Após essa fase de euforia com relação à oferta de crédito e a dinâmica internacional favorável, principalmente no que se refere à liquidez internacional, houve uma reversão do ciclo econômico. Essa reversão se deu com a falência do banco de investimentos *Lehman Brothers* em setembro de 2008, que transformou a crise financeira internacional já iniciada em meados de 2007, no mercado norte-americano de hipotecas de alto risco, em uma crise sistêmica de proporções globais. Diante disso, houve um aumento da preferência pela liquidez e da aversão ao risco, o que fez com que se desencadeasse um movimento de fuga de capitais em busca de qualidade de investimento e também a interrupção das linhas externas de crédito comercial. Com o aprofundamento dessa crise, percebe-se ainda uma realocação dos portfólios das filiais dos bancos estrangeiros, que respondendo às determinações das matrizes aumentaram a preferência pela liquidez e retraíram as operações de crédito.

O Gráfico 7 tenta captar algumas dessas considerações. Foram considerados apenas os bancos privados nacionais e estrangeiros, sendo que o banco ABN Amro não foi incluído devido à sua incorporação ao Santander em 2009. Nota-se que no período da crise do *Subprime*, desde o seu início em meados de 2007 até o início de 2009, há uma elevação significativa na participação dos títulos e valores mobiliários no total do ativo. Conforme dito anteriormente, a presença no Brasil de títulos públicos líquidos, rentáveis e de baixo risco permite uma rápida mudança na composição das carteiras dos bancos. Assim, em momentos

de crise e instabilidade, os bancos rapidamente optam por esse tipo de aplicações a fim de evitar grandes perdas e garantir a sua lucratividade no período.

Gráfico 7: Evolução da Participação dos TVM* no Total do Ativo – 2003 a 2010 – (%)



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do BCB. *TVM: Títulos e Valores Mobiliários.

Nesse sentido, fica claro que uma crise de proporções internacionais como essa, que leva a uma intensa fuga de capitais dos países que não emitem moeda forte tem impactos sobre o mercado de crédito doméstico mediante canais de transmissão indiretos. A deterioração das condições financeiras nas economias centrais contribui para um menor dinamismo das economias periféricas e de seus mercados de capitais, como ocorreu no Brasil. Para cobrir as perdas em seus países de origem, os investidores estrangeiros se desfizeram de suas posições no mercado de capitais domésticos, de modo que a captação de novos recursos pelas empresas brasileiras através de ofertas públicas iniciais no mercado de capitais nacional foi restringida (a maior parte dos investidores é estrangeira). Ademais, também houve uma retração da captação direta das empresas no mercado internacional mediante empréstimos dos bancos ou emissão de títulos e dos empréstimos bancários concedidos às empresas no país com base em Adiantamentos dos Contratos de Câmbio (ACC's), repasses externos e financiamento às exportações.

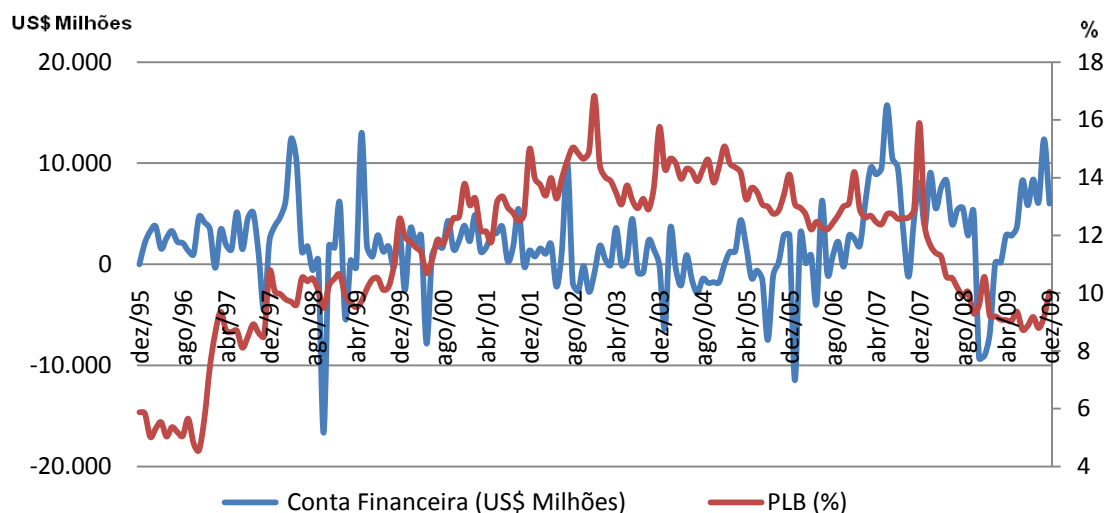
5 - A Relação entre Fluxos de Capitais e Oferta de Crédito⁸

Diante de todos esses elementos, percebemos que o Brasil por estar em uma posição periférica na economia internacional está sujeito a fugas de capitais e ataques especulativos que deixam a economia vulnerável e instável, sujeita à ocorrência choques externos. Assim,

⁸ O trabalho de Biancarelli (2008) amplia a associação dos efeitos do ciclo internacional de liquidez sobre o mercado de crédito para outro grande segmento do sistema financeiro brasileiro: o mercado de capitais.

quando a economia internacional não está muito bem e passa por momentos de crise, a conta financeira brasileira é afetada. Como foi visto, tal conta tem elevada participação de capitais voláteis, sujeitos à reversão ao menor sinal de risco ou mudança nas expectativas dos agentes.

Gráfico 8: PLB e o saldo da Conta financeira no Brasil - 1995 a 2009



Fonte: Elaboração Própria a partir dos dados do Banco Central do Brasil.

Os investidores estrangeiros sempre que desconfiam da capacidade do Brasil em honrar seus compromissos retiram seus recursos da economia doméstica. Por conseguinte, geram-se efeitos no saldo da conta financeira, bem como efeitos nas expectativas dos agentes econômicos, principalmente nas dos bancos. Desse modo, a relação entre os fluxos de capitais voláteis que se destinam à economia brasileira e a oferta de crédito na economia doméstica não é direta, mas sim devido aos impactos que essa volatilidade tem sobre a preferência pela liquidez dos agentes bancários, como verifica-se no Gráfico 8.

Sempre que ocorre uma crise internacional e os bancos desconfiam que podem perder recursos, ou que estão em uma posição tão alavancada que não são capazes de sustentá-la, aumentam sua preferência pela liquidez e fazem uma realocação no seu portfólio; de modo que o crédito se reduz imediatamente e há um aumento pela preferência de ativos mais líquidos e que lhe conferem maior segurança. Ao reduzir o crédito, o crescimento econômico também pode se reduzir, levando a um desaquecimento da economia, já que é o crédito que possibilita que novos investimentos possam ser efetivados.

Dessa maneira, é evidente que nos períodos mais críticos (crise da Ásia, 1997; da Rússia, 1998; do Brasil, 1999; ataques de 11 de setembro de 2001; crise da Argentina, 2002; e crise do *Subprime*, 2007/2008) a conta financeira brasileira apresentou quedas acentuadas,

dadas as fugas de capitais ocorridas nesses períodos. Isso se explica pelo fato da moeda doméstica não ser conversível, como a dos países centrais. Os investidores estrangeiros retiram seus recursos dos países que não emitem moeda forte em direção às aplicações mais seguras, a fuga por qualidade. Nestes momentos, nem o alto diferencial de juros é capaz de sustentar o “apetite” dos investidores. Ao deixarem de investir no Brasil, acentua-se a instabilidade e a vulnerabilidade econômica do País. Nesse contexto, os bancos, ao perceberem que suas expectativas otimistas não se concretizaram, buscaram se proteger dos riscos, optando por adotar posturas *hedge*, nos termos de Minsky (1986). É nesse ponto que a relação entre as duas variáveis analisadas nesse estudo se torna mais evidente.

A partir do momento em que ocorrem as fugas de capitais e os bancos adotam posturas mais conservadoras, há um aumento da preferência pela liquidez dos bancos, ou seja, a oferta de crédito na economia doméstica se reduz. É este, portanto, o impacto deletério que os fluxos de capitais voláteis geram sobre a oferta de crédito no Brasil.

6 – Considerações Finais

O alcance da estabilidade de preços teve impactos importantes nas transformações do setor bancário brasileiro. Os bancos tornaram-se eficientes na intermediação financeira e na geração de resultados, respondendo de forma dinâmica a partir da manutenção de seus elevados níveis de rentabilidade. Entretanto, essas instituições se mostram ineficientes na contribuição para o financiamento do desenvolvimento no que se refere à integração de parcela importante da população ao mercado de crédito e de serviços financeiros, ou seja, mesmo depois da estabilização monetária, os bancos brasileiros não têm cumprido o papel de dinamizar o ciclo de negócios. Parte deste resultado, verificado ao longo deste trabalho, se deu como resposta ao ciclo internacional de liquidez.

Nos termos de Keynes (1930), os bancos têm dado preferência à circulação financeira em detrimento da circulação industrial. Isso se deve às especificidades dos títulos públicos federais: ativos que combinam elevados níveis de liquidez e rentabilidade ao mesmo tempo. A existência desses ativos permite ao sistema bancário no Brasil obter elevados níveis de rentabilidade a partir de uma composição de portfólio flexível, capaz de responder de maneira espontânea às oportunidades de lucro percebidas pelos bancos.

Dessa forma, foi verificado a partir da análise de dados do consolidado bancário no Brasil, que ao invés de cumprir um papel de estabilizador no sistema, os bancos são agentes instabilizadores, que retraem a oferta de crédito quando percebem a retração da economia, aumentando sua preferência pela liquidez. Quando analisados os bancos privados percebe-se,

ainda, que o ajuste de portfólio nos momentos de estabilidade é muito menos pró-crédito do que o esperado, se tomarmos como parâmetro os outros sistemas bancários. No que tange aos bancos públicos, pode-se dizer que eles que sustentam a oferta de crédito nos momentos de crise e, além disso, sustentam a oferta de crédito de áreas que o sistema privado não atua. Os bancos estrangeiros, por sua vez, atuam mais como “especuladores” do que como “emprestadores” e isto se deve ao fato de que a questão central do setor privado é a de gerar a máxima rentabilidade possível com alguma margem de segurança e liquidez, independentemente da geração, ou não, de crédito.

Assim, sob a abordagem de Minsky (1986), a análise do período selecionado nos mostra que há ajustes cíclicos dos bancos brasileiros e, além disso, há um limite à expansão do crédito mesmo em períodos de estabilidade. Esses ajustes cíclicos dos bancos instalados ficam evidentes quando se compara os momentos em que se tem um maior volume de crédito com o contexto internacional favorável, em que há alta liquidez internacional e forte fluxo de capitais estrangeiros destinados ao país, como o momento atual. Quando essa situação internacional muda, os bancos se retraem, diminuindo a oferta de crédito justamente no momento em que os agentes mais necessitam de recursos para saldar seus compromissos.

Portanto, este trabalho procurou mostrar que a atuação dos bancos na economia brasileira está de certa forma subordinada às flutuações cíclicas pelas quais a economia internacional passa, de modo que sempre que ocorre uma reversão do ciclo há um rebatimento quase que imediato na conta financeira do Brasil e, conseqüentemente, no seu volume de crédito ofertado pelo sistema bancário. Mesmo não existindo uma relação direta de causalidade entre essas duas variáveis (saldo da conta financeira e volume de crédito), elas acabam tendo praticamente os mesmos determinantes. Se o saldo da conta financeira depende do humor dos investidores internacionais e de expectativas favoráveis para ser positivo, o volume adequado de crédito ofertado depende do humor dos grandes bancos e de uma perspectiva otimista acerca do comportamento da economia internacional.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ADACHI, V.; BALARIN, R. (2008) “Banqueiros despistaram a vizinhança”. *Valor Econômico*, São Paulo, 4 novembro, 2008.
- BIANCARELLI, A. (2008). “O sistema financeiro doméstico e os ciclos internacionais de liquidez”. Relatório do Projeto de Pesquisa – *O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento*. Campinas: Cecon/IE/Unicamp e Rio de Janeiro: BNDES (mimeo).

- CARCANHOLO, M. D. (2001) “Desregulamentação e abertura financeira: repercussões sobre a autonomia de política econômica e as crises cambiais”. In: *Economia Ensaios*, Uberlândia, vol. 15, n. 2.
- CARVALHO, F. C. (2007). “Estrutura e Padrões de Competição no Sistema Bancário Brasileiro: uma Hipótese para Investigação de Alguma Evidência Preliminar”. In: Paula, L.F.; Oreiro, J.L.. (Org.). *Sistema Financeiro. Uma Análise do Setor Bancário Brasileiro*. 1a. ed. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2007, v. , p. 103-123.
- CHICK, V. (1986). “The evolution of the banking system and the theory of saving, investment and Interest”. In: ARESTIS, P.; DOW, S. (Eds.). *Money, method and Keynes: selected essays of Victoria Chick*, London: Macmillan, 1992. p.193-205.
- CINTRA, M. A. M.; PRATES, D. M (2005). “Os fluxos de capitais para o Brasil nos anos 90”. In: Antonio Correa de Lacerda. (org.). *Crise e Oportunidade: o Brasil e o Cenário internacional*. São Paulo: Sobeet e Editora Lazuli.
- FARHI, M. (2004) “As economias emergentes e os ciclos de liquidez”. In: *Boletim Política econômica em Foco*. Campinas: Instituto de Economia da Unicamp, v. 3, p. 25-34.
- FREITAS, M. C. P. (2009) “Os efeitos da crise global no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito”. In: *Estudos Avançados*, 23 (66).
- FUNDAP (2009) “Os fluxos de capitais para a economia brasileira em 2008”. In: *Debates Fundap*. Disponível em: <<http://www.fundap.sp.gov.br/debatesfundap/pdf/conjuntura/Os%20fluxosdecapitaisparaaeconomiabrasileiraem2008.pdf>>. Acesso em: 17/06/2010.
- GABRIEL, L. F.; OREIRO, J. L. (2008) “Fluxos de capitais, fragilidade externa e regimes cambiais: uma revisão teórica”. In: *Revista de Economia Política*, v.28, n.2 (110).
- IEDI. (2009) “A crise Internacional e a economia brasileira: o efeito-contágio sobre as contas externas e o mercado de crédito em 2008”. Disponível em: <http://www.iedi.org.br/admin_ori/pdf/20090407_crise.pdf>. Acesso em: 12/05/2010.
- KEYNES, J. M. (1930) *A Treatise on money*. London: Macmillan.
- _____. (1982) “Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda”. Editora Atlas.
- MINSKY, H. P. (1986) “Stabilizing and unstable economy”. New Haven, Yale Univ. Press.
- MUNHOZ, V. C. V. ; CORREA, V. P. (2009) “Volatilidade dos fluxos financeiros no Brasil: uma análise empírica por meio do Modelo ARCH (Autoregressive Conditional Heteroskedastic Model)”. In: *Análise Econômica* (UFRGS), Porto Alegre, ano 27, n. 52, p. 201-232, setembro.
- PAULA, L. F. R.; ALVES JR, A. J. (2003) “Comportamento dos Bancos, Percepção de Risco e Margem de Segurança no Ciclo Minskiano”. In: *Análise Econômica*, Porto Alegre, v. 21, n. 39, p. 137-162.
- _____. (2006) “Bancos e crédito: a abordagem pós-keynesiana de preferência pela liquidez”. In: *Revista de Economia*, UFPR, v. 32, n. 2 (ano 30), p. 81-93, jul./dez.
- PLIHON, D. (1995) “A ascensão das finanças especulativas”. In: *Economia e Sociedade*, n.5, dezembro.
- PRATES, D. M. (2005) “As assimetrias do Sistema Monetário e Financeiro Internacional”. In: *Revista de Economia Contemporânea*, v. 9. n. 2, maio/agosto.
- _____. (2006) “A inserção externa da economia brasileira no governo Lula”. In: Ricardo Carneiro (org). *A supremacia do mercado*. São Paulo: FAPESP/ UNESP.
- RESENDE, M. F.; AMADO, A. (2007) “Liquidez Internacional e ciclo reflexo: algumas observações para a América Latina”. In: *Revista de Economia Política*, vol. 27, n. 1 (105), pp.41-49, janeiro-março.
- STIGLITZ, J. e WEISS, A. (1981). “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”. *American Economic Review* 71(3): 393-410.