

**unesp**  UNIVERSIDADE ESTADUAL PAULISTA  
“JÚLIO DE MESQUITA FILHO”  
Faculdade de Ciências e Letras  
Campus de Araraquara - SP

**ALEX NERY CAETITÉ**

**EVOLUÇÃO RECENTE DOS MERCADOS DE CRÉDITO E  
DE TÍTULOS NO BRASIL E SUA ATUAÇÃO NO  
FINANCIAMENTO DOS MACRO-SETORES INDÚSTRIA,  
COMÉRCIO E SERVIÇOS (1996–2007): UMA  
INTERPRETAÇÃO PÓS-KEYNESIANA**



ARARAQUARA - SP  
2009

**ALEX NERY CAETITÉ**

**EVOLUÇÃO RECENTE DOS MERCADOS DE CRÉDITO E  
DE TÍTULOS NO BRASIL E SUA ATUAÇÃO NO  
FINANCIAMENTO DOS MACRO-SETORES INDÚSTRIA,  
COMÉRCIO E SERVIÇOS (1996–2007): UMA  
INTERPRETAÇÃO PÓS-KEYNESIANA**

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências e Letras – Unesp/Araraquara, como requisito para obtenção do título de Mestre em Economia.

**Linha de pesquisa: Política Econômica, Finanças e Desenvolvimento**

**Orientador: Prof. Dr. Eduardo Strachman**

ARARAQUARA - SP  
2009

ALEX NERY CAETITÉ

**EVOLUÇÃO RECENTE DOS MERCADOS DE CRÉDITO E  
DE TÍTULOS NO BRASIL E SUA ATUAÇÃO NO  
FINANCIAMENTO DOS MACRO-SETORES INDÚSTRIA,  
COMÉRCIO E SERVIÇOS (1996–2007): UMA  
INTERPRETAÇÃO PÓS-KEYNESIANA**

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências e Letras – Unesp/Araraquara, como requisito para obtenção do título de Mestre em Economia.

**Linha de pesquisa: Política Econômica, Finanças e Desenvolvimento**

**Orientador: Prof. Dr. Eduardo Strachman**

Data da defesa: 23/10/2009.

**MEMBROS COMPONENTES DA BANCA EXAMINADORA:**

---

**Presidente e Orientador: Prof. Dr. Eduardo Strachman**  
UNESP - FCLAr

---

**Membro Titular: Prof. Dr. Rogério Gomes**  
UNESP - FCLAr

---

**Membro Titular: Prof. Dr. Frederico Gonzaga Jayme Júnior**  
UFMG - Cedeplar

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

Ao Povo Brasileiro.

## AGRADECIMENTOS

Aos professores da UNESP Araraquara pelos longos anos de aprendizado durante meus cursos de graduação e mestrado. Um agradecimento especial ao meu orientador e amigo, Professor Dr. Eduardo Strachman, pela sua educação, paciência, generosidade, amplo saber e inúmeras contribuições ao longo do desenvolvimento desta dissertação. Sem ele este trabalho não seria uma realidade.

À Banca de Qualificação, nas pessoas do Prof. Dr. Carlos Eduardo de Carvalho, da PUC São Paulo, e do Prof. Dr. Elton Eustáquio Casagrande, da Unesp, que com suas críticas e sugestões contribuíram para o aperfeiçoamento deste trabalho.

Aos funcionários da pós-graduação e, em especial, à Cristina que sempre foi muito atenciosa ao atender as solicitações dos alunos.

À Lilian Nery, minha esposa, pela paciência e compreensão durante o período de realização deste trabalho.

À minha mãe por tudo o que ela fez, faz e fará por mim.

Durante o período de aula tive a oportunidade de conhecer pessoas interessantes, formadas em boas e respeitadas universidades, o que contribuiu para o meu aperfeiçoamento pessoal. Por esse motivo, meu muito obrigado aos colegas de mestrado. Dentre esses colegas destaco meu grande amigo, Guilherme Costa, a quem devo bons momentos de descontração e companheirismo ao longo da dura jornada do mestrado. Meu agradecimento especial a você “guri”.

Outra pessoa importantíssima para a realização deste trabalho foi meu irmão por consideração, Felipe Branco, que me aturou em sua casa durante um ano! Minha eterna gratidão a este grande amigo.

Um agradecimento especial também a Maurílio Benite, mestre em economia pela Fea-USP Ribeirão Preto, pela leitura atenta seguida de válidas contribuições.

Agradeço a todos os autores dos livros que li e espero um dia contribuir para o desenvolvimento da Ciência Econômica de maneira semelhante às contribuições que eles prestam.

Por fim, agradeço a todos aqueles que, direta ou indiretamente, contribuíram para a realização deste trabalho.

## RESUMO

*Esta dissertação apresenta uma análise, a partir de uma ótica pós-keynesiana, da trajetória do volume total de crédito e de títulos para o financiamento empresarial e, mais especificamente, para os macro-setores indústria, comércio e serviços, no Brasil, entre os anos 1996-2007. Esse período é dividido em dois (1996-2003 e 2004-2007) sendo o primeiro caracterizado pela estabilidade do volume e fluxo desses recursos e o último pela evolução consistente dos mesmos.*

**Palavras-chave:** *Mercado de crédito; Mercado de títulos; Teoria pós-keynesiana; Bancos; BNDES; Bolsa de Valores.*

## **ABSTRACT**

*This thesis analyses, through a post-keynesian perspective, the trajectory of the total volume of credit and bonds to finance business and, more specifically, for the industrial macro-sectors, commerce and service, in Brazil, between 1996-2007. The period is two folded (1996-2003 and 2004-2007), being the former characterized by the volume and flow of those resources and the later through its consistent evolution.*

**Key-words:** *Credit market; Bond market; Post-Keynesian theory; Banks; BNDES; Stock Exchange.*

## ÍNDICE

<b>LISTA DE TABELAS</b> .....	<b>IX</b>
<b>LISTA DE GRÁFICOS</b> .....	<b>X</b>
<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>11</b>
<b>1. EVOLUÇÃO DO MERCADO BRASILEIRO DE CRÉDITO (1996-2007)</b> .....	<b>17</b>
1.1 Referencial teórico .....	19
1.2 Evolução do mercado brasileiro de crédito no período 1996-2003: a estabilidade ....	27
1.2.1 <i>Apreciação dos fatos históricos</i> .....	27
1.2.2 <i>Apreciação crítica dos fatos</i> .....	43
1.3 Evolução do mercado brasileiro de crédito no período 2004-2007: o crescimento.....	45
1.3.1 <i>Apreciação dos fatos históricos</i> .....	45
1.3.2 <i>Apreciação crítica dos fatos</i> .....	49
<b>2. EVOLUÇÃO DO MERCADO BRASILEIRO DE TÍTULOS (1996-2007)</b> .....	<b>56</b>
2.1 Referencial teórico .....	59
2.2 Evolução do mercado brasileiro de títulos no período 1996-2003: a estabilidade.....	63
2.2.1 <i>Apreciação dos fatos históricos</i> .....	63
2.2.2 <i>Apreciação crítica dos fatos</i> .....	73
2.3 Evolução do mercado brasileiro de títulos no período 2004-2007: o crescimento .....	74
2.3.1 <i>Apreciação dos fatos históricos</i> .....	74
2.3.2 <i>Apreciação crítica dos fatos</i> .....	80
<b>3. A ATUAÇÃO DOS MERCADOS DE CRÉDITO E DE TÍTULOS NO FINANCIAMENTO EMPRESARIAL NO BRASIL (1996-2007)</b> .....	<b>82</b>
3.1 Evolução do volume de empréstimos com recursos livres para empresas no Mercado Brasileiro de Crédito, no período 1996-2007: a atuação dos bancos .....	85
3.2 Evolução do volume de financiamentos com recursos controlados para empresas no Mercado Brasileiro de Crédito, no período 1996-2007: a atuação do BNDES.....	96
3.3 Evolução das emissões primárias de títulos privados no mercado brasileiro de títulos: a atuação da Bolsa de Valores.....	108
<b>CONCLUSÃO</b> .....	<b>112</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b> .....	<b>115</b>

## LISTA DE TABELAS

<i>Tabela 1 – Indicadores macroeconômicos (1995-2007)</i> .....	13
<i>Tabela 2 – O efeito das expectativas assimétricas sobre o racionamento de crédito</i> .....	27
<i>Tabela 3 – Alíquotas de recolhimento sobre encaixes obrigatórios (compulsório) - (Jun. 1994 – Out. 1999)</i> .....	29
<i>Tabela 4 - Alíquotas de recolhimento sobre encaixes obrigatórios (compulsórios) - (Out. 1999 – Ago. 2003)</i> .....	34
<i>Tabela 5 – Percentual de PCLD por faixa de risco de crédito</i> .....	35
<i>Tabela 6 – Volume de operações de crédito (recursos livres e direcionados) do Sistema Financeiro Nacional por atividade econômica (1996-2003)</i> .....	40
<i>Tabela 7 – Volume de operações de crédito (recursos livres e direcionados) do Sistema Financeiro Nacional por atividade econômica (2004-2007)</i> .....	48
<i>Tabela 8 – Tendências das trajetórias das operações de crédito do SFN por atividade econômica (1996-2007)</i> .....	50
<i>Tabela 9 – Volatilidade do Ibovespa em diferentes períodos</i> .....	66
<i>Tabela 10 – Emissões primárias no mercado de capitais nacional (1997-2004)</i> .....	69
<i>Tabela 11 – Emissões de CRI e FIDC (1996-2007)</i> .....	76
<i>Tabela 12 – Volume total de compras e vendas de títulos na Bovespa, por tipo de investidor (2001-2007)</i> .....	78
<i>Tabela 13 – Emissões primárias de títulos no mercado de capitais nacional (2004-2007)</i> .....	80
<i>Tabela 14 – Prazo médio diário consolidado* das operações de crédito com recursos Livres/Referenciais para taxas de juros</i> .....	90
<i>Tabela 15 – Volume de operações de crédito do SFN com Recursos Livres - Volume total por modalidade de operações</i> .....	93
<i>Tabela 16 – Percentual do volume de operações de crédito com recursos livres em relação ao volume de operações com recursos livres e direcionados aos macro-setores indústria, comércio e serviços (2002-2007)</i> .....	95
<i>Tabela 17 - Volume de recursos financeiros do sistema bancário às atividades empresariais indústria, comércio e serviços (2002-2007)</i> .....	95
<i>Tabela 18 - Efeitos do trade-off risco x qualidade dos projetos nas decisões de enquadramento do BNDES</i> .....	100
<i>Tabela 19 - Volume de recursos financeiros do sistema BNDES às atividades empresariais indústria, comércio e serviços (2002-2007)</i> .....	105
<i>Tabela 20 – Participação percentual das atividades empresariais mais representativas no total dos desembolsos realizados pelo Sistema BNDES (2002-2007)</i> .....	106
<i>Tabela 21 – Emissões primárias* no mercado de títulos, divididas entre as atividades indústria, comércio e serviços (2002-2007)</i> .....	110
<i>Tabela 22 – Participação percentual das atividades empresariais mais representativas no total de emissões primárias de ações, debêntures e notas promissórias (2002-2007)</i> .....	110

## LISTA DE GRÁFICOS

<i>Gráfico 1 - Quantidade de Cédula de Crédito Bancário (ago. 2001-set.2003)</i> .....	36
<i>Gráfico 2 – Volume de operações de crédito (recursos livres e direcionados) do Sistema Financeiro Nacional por atividade econômica (1996-2003)</i> .....	41
<i>Gráfico 3 – Fluxo dos investimentos estrangeiros ao Brasil (1996-2007)</i> .....	47
<i>Gráfico 4 – Volume de operações de crédito (recursos livre e direcionados) do Sistema Financeiro Nacional por atividade econômica (2004-2007)</i> .....	49
<i>Gráfico 5 – Saldo das operações de crédito consignado (2004-2008)</i> .....	51
<i>Gráfico 6 – Distribuição do volume de crédito no SFN por nível de risco (AA, A, B e C), nos anos 2000, 2004 e 2007</i> .....	55
<i>Gráfico 7 – Emissões primárias de títulos selecionados no mercado de títulos nacional (1996-2007)</i> .....	59
<i>Gráfico 8 – Variação acumulada do Ibovespa em final de período (1996-2003)</i> .....	65
<i>Gráfico 9 - Participação percentual no total de compras e vendas na Bovespa, por tipo de investidor - (2001-2007)</i> .....	77
<i>Gráfico 10 – Variação acumulada do Ibovespa em final de período (2004-2007)</i> .....	79
<i>Gráfico 11 – Operações de crédito do SFN por origem de recursos</i> .....	85
<i>Gráfico 12 – Taxas de juros pré-fixadas por modalidade de operações com recursos livres - 1996-2007 (em final de período)</i> .....	91
<i>Gráfico 13 – Prazo médio diário consolidado das operações de crédito com Recursos Livres (2002-2007)</i> .....	91
<i>Gráfico 14 – Saldos das operações de Crédito Referencial PJ (recursos livres)</i> .....	92
<i>Gráfico 15 – Saldos de operações de crédito com recursos livres e direcionados (1996-2007)</i> .....	97
<i>Gráfico 16 – Sistema BNDES – Total de desembolsos anuais (1996-2007)</i> .....	102
<i>Gráfico 17 – Sistema BNDES – Total de desembolsos anuais “ajustado” (1996-2007)</i> ..	103
<i>Gráfico 18: Sistema BNDES – desembolsos anuais por porte de empresa (1996-2007)</i> .	108

## INTRODUÇÃO

O crédito é definido como uma relação financeira entre duas partes, uma credora e outra devedora, na qual uma delas (a credora) concede liquidez à outra (a devedora), mediante um prêmio de liquidez e risco/incerteza comumente intitulado juro. Essa relação financeira tem como noções fundamentais a confiança, expressa na promessa de pagamento pelo devedor, o risco/incerteza e o tempo transcorrido entre a aquisição e o pagamento da dívida. Nas economias capitalistas, a concessão de crédito tem se concentrado nas chamadas instituições financeiras, devido ao seu poder de arremeter recursos financeiros e informações acerca dos devedores, e do seu grau de especialização em emprestar e, principalmente, receber o crédito concedido (JACOB, 2003).

A importância dos sistemas de crédito para a economia tem sido analisada pelos mais importantes teóricos da ciência econômica. Schumpeter (1985), por exemplo, destacou como característica mais distintiva do capitalismo, o desenvolvimento dos sistemas de crédito, uma vez que a organização desses sistemas liberta o empreendedor da necessidade de nascer rico ou ter capital próprio para realizar seus empreendimentos. Na visão schumpeteriana, os bancos são os credores típicos do capitalismo e a função essencial do crédito é conferir poder de compra ao empresário para que este possa realizar investimentos inovadores (LUCCHESI, 2008).

Stiglitz e Greenwald (2004), por sua vez, ao destacarem a importância dos sistemas de crédito para a ciência econômica, escreveram que a abordagem tradicional da economia monetária, baseada na demanda de moeda para transações, apresenta várias falhas e não fornece uma explicação convincente de como e porque a moeda tem importância. O argumento deles é que a chave para compreender a economia monetária está na demanda e oferta de crédito e, conseqüentemente, no entendimento profundo da função dos bancos. Opinião similar é dada pelo megainvestidor George Soros (1996, p. 29), quando afirma que “é o crédito que importa, não o dinheiro [ou a moeda]”.

Para Levine e Zervos (1996, p. 29), a importância do crédito se expressa na sua influência sobre as variáveis reais de uma economia. Eles afirmam que um sistema bancário desenvolvido (além de um mercado de capitais líquido) está fortemente correlacionado com taxas atuais e futuras de crescimento econômico, acumulação de capital e crescimento da produtividade. Para eles, a existência de uma forte ligação entre o desenvolvimento

financeiro e o crescimento econômico sugere que os fatores financeiros são parte integrante do processo de crescimento econômico.

Visão semelhante é dada pela teoria pós-keynesiana, que também considera o crédito como uma variável essencial na determinação das variáveis reais da economia, como o produto e o emprego. Para os pós-keynesianos, os bancos, principais agentes no fornecimento de crédito, são entendidos como instituições que visam o lucro e que estão conscientes dos riscos associados à sua atividade e da sua capacidade de inovar e de criar depósitos (ALVES; DYMSKI; PAULA, 2008). Como qualquer outra firma, eles têm preferência pela liquidez e, com base em suas expectativas, administram dinamicamente seus balanços com o intuito contínuo de conciliar lucratividade e liquidez (OLIVEIRA & CARVALHO, 2007; CARVALHO, 2007). As atitudes das firmas bancárias exercem impactos no meio circulante e, conseqüentemente, afetam as variáveis reais da economia, dado que, para esses teóricos, a moeda não é neutra nem no curto e nem no longo prazo (PAULA, 1999).

Essas opiniões não esgotam todo o montante de teorias que defendem posições semelhantes sobre a importância do crédito no estudo da ciência econômica. Elas apenas fornecem uma noção dessa importância que, atualmente, tem ganhado ainda mais vulto, tendo em vista a grave crise financeira desencadeada nos Estados Unidos, a partir de 2007. Trata-se de uma crise originada no sistema financeiro americano, em virtude de uma cadeia de empréstimos (originalmente imobiliários), baseada em devedores que apresentavam maiores possibilidades de insolvência e que, posteriormente, quando do aumento da preferência pela liquidez dos agentes econômicos (o que os motivou a liquidarem seus créditos), levou bancos e outras instituições financeiras ao redor do mundo a uma situação de falência (BRESSER-PEREIRA, 2008), impactando negativamente todo o sistema econômico mundial.

Para o caso brasileiro, a importância do crédito tem ganhado cada vez mais visibilidade em razão da ampliação do volume de recursos no mercado financeiro a partir de 2004. Borges (2008, p. 38), por exemplo, destacou que “pela primeira vez em muitos anos, os bancos brasileiros estão cumprindo o seu papel de dar crédito às pessoas e às empresas, algo que durante muito tempo não foi possível devido à instabilidade econômica”.

Em que pese esse movimento ser recente, para alguns autores, as condições macroeconômicas para o crescimento do volume de crédito no Brasil começaram a parecer propícias já a partir da implantação do Plano Real, em julho de 1994, com o fim do período de alta inflação. A tabela 1 mostra que, já no primeiro ano completo de existência da nova moeda, 1995, o PIB apresentou crescimento de 4,2% e foi acompanhado por um nível de inflação que, embora elevado, se mostrou bastante reduzido frente às taxas apresentadas na década anterior.

**Tabela 1 – Indicadores macroeconômicos (1995-2007)**

Ano	PIB*	PIB	TAXA SELIC	TJLP**	PTAX	IPCA****
	R\$ milhões	var. real (%)	média % a.a.	% a.a.	taxa***	var. %
1995	1.846.112	4,2	41,22	17,72	0,9174	22,41
1996	1.885.812	2,2	23,94	11,02	1,0051	9,56
1997	1.949.464	3,4	39,79	9,89	1,0780	5,22
1998	1.950.153	0,0	31,24	18,06	1,1606	1,65
1999	1.955.108	0,3	19,03	12,50	1,8147	8,94
2000	2.039.299	4,3	16,19	9,75	1,8302	5,97
2001	2.066.021	1,3	19,05	10,00	2,3504	7,67
2002	2.120.943	2,7	23,03	10,00	2,9212	12,53
2003	2.145.265	1,1	16,92	11,00	3,0783	9,30
2004	2.267.893	5,7	17,50	9,75	3,0751	7,60
2005	2.339.522	3,2	18,24	9,75	2,7032	5,69
2006	2.427.370	3,8	13,19	6,85	2,1499	3,14
2007	2.558.821	5,4	11,18	6,25	1,8533	4,46
* a preços de 2007						
** Taxa vigente de outubro a dezembro de cada ano						
*** Taxas de dezembro						
****taxa média anual do câmbio comercial de compra						
*****variação percentual acumulada						
Fonte: Banco Central do Brasil (2008)/ IBGE/ Conjuntura Econômica (2008)						

Ao longo dos dois anos seguintes (1996 e 1997), o PIB continuou a apresentar taxas positivas (embora menores), e foi acompanhado de redução do índice inflacionário (IPCA), das taxas de juros que indexam operações de longo prazo (TJLP) e, de maneira menos acentuada, da taxa básica de juros (SELIC)<sup>1</sup>. Assim, diante de um cenário de abertura comercial e financeira, crescimento do produto, redução da taxa básica de juros e estabilidade dos preços, esperava-se que os agentes econômicos demandassem mais

<sup>1</sup> O aumento da taxa de juros em 1997 foi uma consequência da crise na Ásia, que discutiremos no primeiro capítulo desta dissertação.

recursos, fosse para consumo ou para investimentos, após 1994, com a implantação do Plano Real.

De fato, nos primeiros meses após a implantação do Plano, o volume de crédito apresentou elevações, com alguns autores destacando esse comportamento. Puga (1999, p. 46-47) escreveu que, nos primeiros meses do Plano Real, a queda das transferências inflacionárias pós-estabilização da economia exigiu uma profunda reestruturação do sistema financeiro brasileiro e motivou o aumento das operações de crédito que, por sua vez, também foram favorecidas pelo rápido crescimento econômico decorrente da estabilização.

De maneira similar, Cerqueira (1998) afirmou que, dentre os desdobramentos que se seguiram à estabilização, um dos mais importantes foi o reaparecimento do crédito, em especial do crédito para consumo. Esse reaparecimento, por um lado, atendia a uma demanda reprimida por quase duas décadas de inflação elevada e, por outro, respondia à necessidade dos bancos de encontrarem um substituto para as transferências inflacionárias, responsáveis por parcela expressiva dos seus ganhos passados.

Por fim, Paula (1999, p. 1) destacou que

"no primeiro momento do Real, os bancos, no contexto de forte crescimento da demanda por crédito, compensaram as perdas das receitas inflacionárias expandindo crédito e adotando uma postura financeira mais ousada; no segundo momento, a partir da crise bancária de 1995 e, posteriormente, com a crise externa de 1997/1998, passaram a adotar uma postura mais defensiva, expressão de sua maior preferência pela liquidez e aversão ao risco"

Assim, pode-se dizer que esse crescimento inicial do crédito foi momentâneo, pois, além do costumeiro comportamento defensivo do sistema bancário brasileiro, externalidades negativas afetaram seu desempenho. O volume de recursos do sistema financeiro (tanto para o setor público quanto o privado), quando visualizado em final de período (dezembro de cada ano) e deflacionado pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), mostrou uma tendência estável (em torno de R\$ 500 bilhões), entre 1996 e 2003 (tabela 6 e gráfico 2). Com a estabilidade do volume de recursos no mercado de crédito, poderia se esperar que outras fontes de financiamento adquirissem maior participação no endividamento empresarial, como as emissões primárias de títulos privados, no chamado Mercado de Títulos.

Nesse mercado e, mais especificamente, na Bolsa de Valores, a resposta inicial às modificações macroeconômicas do período pós-Plano Real, também foi de crescimento do volume de transações. As emissões primárias de debêntures, ações e notas promissórias atingiram um recorde de cerca de 8,3% da poupança interna bruta, em 1995. Cysne e Faria (1997) atribuíram esses resultados positivos a três fatores: primeiro, a abertura do mercado de títulos ao exterior que permitiu a entrada de recursos amparados em análise técnica mais rigorosa, aproveitando o crescimento dos fluxos de capitais em direção às economias emergentes. Segundo, o processo de reformas estruturais, acelerado a partir de 1990, em particular, pelas privatizações de empresas estatais. Terceiro, a queda drástica da inflação propiciada pelo Plano Real, sendo este claramente um fator de estabilização dos preços e dos volumes de negócios no mercado de ações.

No entanto, essa trajetória de crescimento de emissão de títulos no mercado primário de capitais mudou, a partir de 1998, em consequência dos impactos negativos da seqüência de crises financeiras, do racionamento de recursos financeiros no mercado internacional, do racionamento de crédito no mercado interno, além de problemas internos que serão identificados ao longo desta dissertação, se mostrando bastante volátil até 2004 quando, por razões que serão tratadas no segundo capítulo deste estudo, começou a apresentar crescimento de forma consistente.

A motivação para a realização desta dissertação parte então de duas proposições fundamentais: primeiro, a grande influência do tema crédito e financiamento para a teoria e os sistemas econômicos e, segundo, a análise da trajetória dos mercados de crédito e de títulos no Brasil, após a conquista da estabilidade monetária com o Plano Real. O principal interesse desta obra é construir um texto que busque analisar e compreender de que forma o sistema financeiro, via mercado de crédito e de títulos, tem se comportado no financiamento dos agentes econômicos e, mais especificamente, no financiamento empresarial, ao longo dos últimos doze anos (1996-2007).

Será feita a apresentação e análise da trajetória recente da oferta de recursos pelo sistema financeiro nacional, via mercado de crédito (MC) e de títulos (MT)<sup>2</sup> em geral e, em particular, aos macro-setores empresariais indústria, comércio e serviços (setorizado

---

<sup>2</sup> Quando se busca identificar a natureza e o contrato resultantes da relação financeira (crédito) faz-se a divisão do mercado financeiro em dois, o mercado de crédito e o mercado de títulos, nos quais essas características se mostram bastante distintas. Maiores detalhes sobre a definição desses conceitos serão apresentados no decorrer do texto.

conforme classificação CNAE<sup>3</sup>), ao longo do período 1996-2007. A escolha desse período justifica-se pela sua importância econômica, tendo em vista se tratar da segunda metade da década de 1990, marcada por grandes transformações na economia brasileira, principalmente após a implantação do Plano Real, em julho de 1994, e do período mais recente para o qual se tem disponibilidade de dados. O estudo parte de 1996 em função da escassez de dados mais detalhados anteriores a esse ano.

A estrutura do texto é composta por três capítulos. No primeiro capítulo, será analisada, à luz da teoria pós-keynesiana, a trajetória do volume de crédito disponibilizado para empresas via MC, frente ao volume total de crédito fornecido para os demais agentes (pessoas físicas e governos). Serão feitas considerações sobre os impactos no MC exercidos pelas crises nacionais e internacionais, pelas regulamentações financeiras e pelos programas de reestruturação adotados ao longo de cada um desses períodos. Para facilitar a análise o período será dividido em dois: de 1996 a 2003, no qual se observará um período de estabilidade do volume geral de crédito, e de 2004 a 2007, no qual se observará o crescimento deste volume.

No segundo capítulo será apresentada a evolução do fluxo de recursos e do número de emissões primárias no mercado brasileiro de títulos, entre os anos de 1996 e 2007. O intuito será visualizar as causas e as conseqüências da abertura financeira, característica da segunda metade da década de 1990, sobre a estabilidade do fluxo de emissões de títulos nos primeiros anos do século XXI e do crescimento desse fluxo após 2004. Mais uma vez, para facilitar a análise, o período será dividido em dois, de 1996 a 2003 e de 2004 a 2007, assumindo critérios semelhantes aos atribuídos para o mercado de crédito, em que se considerarão os fatos mais relevantes que impactaram a trajetória da emissão dos títulos nesses períodos. A análise dos dados desse mercado será baseada no conceito pós-keynesianos de alocação de portfólio em ambientes com incerteza fundamental.

---

<sup>3</sup> A CNAE - Classificação Nacional de Atividades Econômicas - é o instrumento de padronização nacional dos códigos de atividade econômica e dos critérios de enquadramento utilizados pelos diversos órgãos da Administração Tributária do país. Trata-se de um detalhamento aplicado a todos os agentes econômicos que estão engajados na produção de bens e serviços, podendo compreender estabelecimentos de empresas privadas ou públicas, estabelecimentos agrícolas, organismos públicos e privados, instituições sem fins lucrativos e agentes autônomos (pessoa física). A CNAE resulta de um trabalho conjunto das três esferas de governo, elaborada sob a coordenação da Secretaria da Receita Federal e orientação técnica do IBGE, com representantes da União, dos Estados e dos Municípios, na Subcomissão Técnica da CNAE, que atua em caráter permanente no âmbito da Comissão Nacional de Classificação - CONCLA (<http://www.receita.fazenda.gov.br/PessoaJuridica/CNAEFiscal/txtcnae.htm>, acesso em 13 jun. 2009).

No terceiro capítulo da dissertação, a análise se concentrará no detalhamento do crédito para empresas. Será feita uma análise dos créditos livres que, caracteristicamente, são fornecidos por bancos; dos créditos controlados, caracteristicamente fornecidos pelo sistema BNDES; e dos recursos captados via MT, com a emissão de títulos de dívida (debêntures, notas promissórias, etc.) e de propriedade (ações), na Bolsa de Valores. A análise procurará revelar como se deu a distribuição desses recursos entre os macro-setores indústria, comércio e serviços<sup>4</sup>, com o objetivo de compreender qual (is) o (s) setor(es) mais beneficiado(s), em termos de recursos do sistema financeiro, com o crescimento recente do volume de crédito na economia brasileira.

Por fim, na conclusão, serão sumariadas as principais observações apresentadas ao longo da dissertação.

## **1. EVOLUÇÃO DO MERCADO BRASILEIRO DE CRÉDITO (1996-2007)**

O MC se caracteriza por funcionar a partir de normas contratuais definidas de acordo com as necessidades específicas (prazos, garantias, juros, etc.) das duas partes envolvidas na relação financeira, a credora e a devedora, claramente identificadas<sup>5</sup>, e que negociam basicamente operações de empréstimos, arrendamentos e financiamentos. As operações nesse mercado ocorrem tipicamente no âmbito das instituições financeiras bancárias (bancos comerciais e múltiplos) e das sociedades financeiras com operações de financiamento de bens de consumo duráveis. Os contratos resultantes desse mercado são, na sua maioria, não negociáveis<sup>6</sup>, ou seja, não revendidos em um mercado secundário, como acontece com os títulos privados, como as ações, por exemplo (CARVALHO *et.al*, 2000).

A disponibilização dos dados referentes a esse mercado é feita, no caso brasileiro, pelo Banco Central do Brasil (Bacen). É importante ressaltar que o Bacen computa e consolida somente as estatísticas de crédito do Sistema Financeiro Nacional, de forma que as operações de crédito contratadas diretamente no exterior (financeiras ou não) não são

---

<sup>4</sup> Foi excluído dessa análise o setor agrícola, pois os recursos direcionados a esse setor possuem características muito específicas.

<sup>5</sup> As transações nesse mercado geralmente ocorrem de forma individualizada, o que permite que as partes envolvidas sejam facilmente e/ou claramente identificadas.

<sup>6</sup> Recentemente, essa característica tem se modificado em face da securitização, uma inovação financeira que permite a negociação de carteiras de crédito entre bancos. Vale ressaltar que as discussões atuais sobre esse tema, tendo em vista a atual crise do chamado *subprime*, podem criar regulamentações no mercado que diminuam a frequência e/ou a intensidade dessa inovação financeira.

registradas. Assim, por exemplo, “se uma empresa toma recursos no Banco Itaú Europa (sediado em Luxemburgo) ou com o Citibank de Nova Iorque, estas operações não entram nas estatísticas do Banco Central” (LUCCHESI, 2008, p. 111).

Os dados são apresentados em termos de estoque, ou seja, em saldos no final de período. Isto é relevante, pois, como se verá no segundo capítulo desta dissertação, as informações referentes à evolução do MT são disponibilizadas em termos de fluxo, o que exige muito cuidado em eventuais comparações diretas da evolução de ambos os mercados. Em razão dessa particularidade, a análise dos dados referentes aos dois mercados será realizada separadamente ao longo do texto.

Cabe ressaltar uma dificuldade verificada na pesquisa e que decorre do próprio conceito de mercado de crédito. Em muitas definições desse termo, considera-se que neste mercado são negociados os empréstimos e financiamentos de prazos curtos e médios, ficando a cargo do mercado de capitais, os de longo prazo. Com isso, nessas definições, freqüentemente o BNDES não é considerado um fornecedor de recursos no mercado de crédito, mas sim no mercado de capitais.

Entretanto, essa classificação dos mercados financeiros em termos de prazos (curto, médio e longo) não parece adequada ao mercado financeiro brasileiro. Como resalta Lucchesi (2008) o conceito de prazos no Brasil é divergente entre os vários veículos de comunicação que se propõem a defini-lo. A autora, que no seu trabalho está mais preocupada em definir o termo longo prazo, escreve que há uma “ausência de conceituação rigorosa sobre o que se entende sobre financiamento de longo prazo” (Ibid, 2008, p. 15).

Portanto, se não há definição nem mesmo sobre o próprio conceito de prazo (curto, médio ou longo) não parece razoável, tampouco, a divisão do mercado financeiro sob o enfoque dos prazos relativos às operações fornecidas pelos seus mercados. Por isso será considerada, nesta dissertação, a dicotomia do mercado financeiro em termos da natureza e do contrato resultantes da relação financeira (mercado de crédito e de títulos), e não em termos de prazos (curto, médio e longo), como freqüentemente se faz em trabalhos que consideram a divisão do mercado em “de crédito” e “de capitais”. Não é inoportuno ressaltar que, com a definição adotada, é mais prudente considerar o BNDES como fornecedor de recursos no âmbito do mercado de crédito do que no mercado de títulos.

Este primeiro capítulo está dividido em três seções. A primeira apresenta o referencial teórico pós-keynesiano sobre o qual será embasada a análise da evolução do mercado de crédito nos dois períodos considerados (1996-2003 e 2004-2007). Não será objetivo desta primeira seção apresentar toda a teoria pós-keynesiana acerca do mercado de crédito, mas sim expor aqueles conceitos que se mostram mais úteis para a análise a ser desenvolvida.

A segunda seção está dividida duas subseções. Na primeira destas subseções se analisam os dados históricos referentes à evolução do volume de recursos disponibilizados pelos agentes financeiros do mercado de crédito brasileiro (principalmente bancos), ao longo do período 1996-2003. Serão apresentados apenas os fatos históricos recentes acerca do desempenho desse mercado, com breves comentários teóricos. Na segunda subseção, será feita a apreciação, com base no referencial pós-keynesiano apresentado na seção 1.1, dos principais motivos identificados como os responsáveis pela trajetória de estabilidade (ver gráfico 2) do volume de crédito nesse período.

Por fim, na terceira e última seção, que tem estrutura idêntica à segunda, serão apresentados os dados históricos referentes à evolução do volume de recursos disponibilizados pelos agentes financeiros do mercado de crédito (principalmente bancos), ao longo do período 2004-2007, para em seguida, analisá-los com base no referencial teórico pós-keynesiano, apresentado na seção 1.1.

### **1.1 Referencial teórico**

Essa seção tem por objetivo apresentar alguns conceitos desenvolvidos pela teoria keynesiana, que servem de base para a análise da evolução do mercado de crédito, a ser apresentada na seção seguinte. Ao longo dos anos, esses conceitos têm se mostrado importantes para a explicação de muitos fenômenos econômicos, dentre os quais o processo de decisão dos bancos em ambientes de incerteza e o impacto desse processo na oferta de crédito. No que tange à incerteza, Knight, em *Risk, Uncertainty and Profit* (1921[1972]) aponta que os agentes não possuem conhecimento perfeito acerca do futuro, o que implica na existência de incertezas inerentes à atividade humana, em geral, e econômica, em particular.

Uma parte dessas incertezas pode ser mensurada com o uso de cálculos probabilísticos (Knight dá como exemplo para esses casos, o lançamento de um dado

perfeito), mas outra parte não possui bases científicas que permitam o cálculo da probabilidade de sua ocorrência (o exemplo para esses casos é a possibilidade de um edifício pegar fogo). Segundo Knight (ibid., p. 232), a primeira forma de incerteza praticamente nunca se encontra no mundo dos negócios, enquanto que a segunda é extremamente comum, motivo pelo qual merece toda a atenção dos economistas.

Keynes, como se sabe, em alguns estudos sobre Moore e Burke, pensava já por volta de 1905, em eventos para os quais não se podem determinar cientificamente probabilidades (Skidelsky, 1983). Em 1910, por exemplo, Keynes escreveu que o investidor

*“will be affected, as is obvious, not by the net income which he will actually receive from his investment in the long run, but by his expectations. These will often depend upon fashion, upon advertisement, or upon purely irrational waves of optimism or depression. Similarly by risk we mean not the real risk as measured by the actual average of the class of investment over the period of years to which the expectation refers, but the risk as it is estimated, wisely or foolishly, by the investor. His desire that the net rate of interest shall be as high as possible will be modified by the usually conflicting desire that the rate of risk shall be as low as possible. But no mathematical rule can be laid down respecting the exact compromise which will be struck between the fear of loss and the desire for a high rate of interest... Since the risk of which we must take account is the subjective risk... its magnitude very largely depends upon the amount of relevant information regarding the investment that is easily accessible to him. What would be a risky investment for an ignorant speculator may be exceptionally safe for the well-informed expert. The amount of risk to any investor practically depends, in fact, upon the degree of his ignorance respecting the circumstances and prospects of the investment he is considering. It will, however, also depend on what we may term the objective risk, so far as that is known to him, arising, for instance, out of bad unstable government or the uncertainty of the seasons.”*(apud Skidelsky, 1983, p. 208).

Posteriormente, Keynes (1973b, p. 113-114) apresentou sua definição de incerteza da seguinte maneira:

“Por conhecimento “incerto” (...) eu não pretendo simplesmente distinguir o que é conhecido por certo, daquilo que é apenas provável. O jogo de roleta não está sujeito, nesse sentido, à incerteza (...). Até as condições climáticas são apenas moderadamente incertas. O sentido no qual eu estou usando o termo se refere à incerteza que há na perspectiva de uma guerra na Europa, ou do preço do cobre ou da taxa de juros para os próximos vinte anos (...). Sobre esses acontecimentos não há bases científicas sobre as quais formar qualquer cálculo probabilístico. Nós simplesmente não os conhecemos.”

A incerteza está presente naquelas situações em que o conhecimento não é suficiente para uma tomada plenamente racional de decisões (uma vez que parte do conhecimento, inclusive sua probabilidade, simplesmente inexistente), de forma que a ação

não pode ser totalmente baseada em conhecimento (DEQUECH, 1996). Em tal situação, portanto, as decisões são ao menos parcialmente tomadas com fundamentos a-rationais, pois, não podem ser completamente racionais decisões baseadas, ao menos parcialmente, em eventos desconhecidos e com probabilidade desconhecida (DEQUECH, 1998).

Essa forma de conhecimento “incerto” passou a ser chamada de incerteza não-probabilística, uma vez que reflete a idéia de que o futuro não pode ser reduzido a um cálculo probabilístico atuarial, pois, os agentes econômicos simplesmente desconhecem muitos dos principais eventos futuros, inclusive suas probabilidades (WOLFSON, 1996), em razão de interações por demais complexas, inovações, etc. Alguns economistas passaram a empregar o termo “incerteza em um sentido forte” e/ou “incerteza fundamental”, para refletir aquelas situações em que o conhecimento não é suficiente para a tomada de decisões, de forma que a ação não pode ser totalmente baseada em conhecimento (DEQUECH, 1996).

Em oposição a essa forma de incerteza há o conceito de incerteza probabilística ou mensurável (KNIGHT, 1972), ou ainda, segundo terminologia alternativa, incerteza fraca (DEQUECH, 2000). Para que se destaque bem a diferença entre essas duas formas de incerteza, Knight (ibid.) sugere que se nomeie essa última de “risco”, deixando o termo “incerteza” somente para expressar o conceito de incerteza não-probabilística/forte/não mensurável. Seguindo esta sugestão, Ferrari Filho e Conceição (2001, p. 101) definem então que o risco se manifesta em situações nas quais a tomada de decisão acerca de um determinado evento é realizada em um contexto no qual a distribuição de probabilidade deste evento é conhecida, ao passo que a incerteza está presente nas situações nas quais a tomada de decisão sobre um evento específico é realizada em um contexto em que inexistem uma distribuição de probabilidade para ele<sup>7</sup>.

Outra distinção que merece cuidado está na confusão relativa à associação da idéia de incerteza com a de ignorância total dos agentes sobre os eventos futuros. Dequech (1996, p. 122) chama a atenção para isso, ao afirmar que incerteza não significa ignorância completa (não é completa, mas implica, obviamente, algum grau de ignorância), pois, os agentes econômicos estão – ou pelo menos deveriam estar – cientes da incerteza, ou, em

---

<sup>7</sup> Essa distinção é sugerida por Knight mais como uma ferramenta didática que auxilie na compreensão do conceito de incerteza, do que como um dogma rígido que deva ser seguido pelos teóricos econômicos que, porventura, façam uso desses conceitos.

outras palavras, as pessoas sabem – ou deveriam saber – que não sabem o suficiente. Um dos aspectos da realidade sobre os quais algum conhecimento é possível, diminuindo a incerteza geral sobre os eventos, encontra-se na existência de instituições que reduzem a incerteza.

Dentre essas instituições estão os contratos, as leis, as hierarquias, os costumes e as crenças que, em conjunto, recebem o nome de convenções. As convenções funcionam como redutoras da incerteza, sem que jamais, no entanto, a eliminem por completo. A aceitação da existência de convenções como instrumentos redutores da incerteza constitui-se em um aspecto importante para compreender como as decisões são tomadas em ambientes de incerteza fundamental ou não-probabilística (PAULA, 2003 e DEQUECH, 2000).

Segundo Keynes (1973), decisões humanas que envolvam o futuro, sejam elas pessoais, políticas ou econômicas, não podem depender de estrita expectativa matemática, tendo em vista que, bases totalmente objetivas para realizar tais cálculos não existem. É o impulso inato para a atividade (os *animal spirits*, não fundamentalmente, portanto, assentados sobre dados objetivos) o que, muitas vezes, faz com que os gastos produtivos ocorram. Para Keynes, então, os agentes econômicos são, ao menos em parte, movidos pelo que ele chamou de otimismo espontâneo, que se aprecia ou se deprecia em razão de alterações do estado de confiança dos agentes<sup>8</sup>.

“O estado de confiança expressa o grau limitado de certeza sobre a ocorrência de um determinado evento e é, portanto, inversamente proporcional à incerteza presente nas expectativas formuladas pelos agentes” (PAULA, 2003, p. 337). Isso significa que, a depreciação ou apreciação do estado de confiança dos agentes decorre de eventos que causem, respectivamente, aumento ou diminuição das incertezas nas expectativas formuladas pela maioria ou pela média dos agentes econômicos (ou, em alguns casos, por um único agente especificamente). Assim, quando o ambiente possui baixa incerteza, os agentes tendem a apresentar um estado de confiança maior do que quando o ambiente possui alta incerteza.

---

<sup>8</sup> Acerca dessa afirmação, Keynes alerta que não se deve concluir que tudo depende de ondas de psicologia irracional, pois, o estado de expectativa de longo prazo é, na maioria das vezes, estável e, mesmo quando não o é, outros fatores exercem seus efeitos compensatórios. Assim, o importante, alerta Keynes, é perceber “que a nossa inteligência faz o melhor possível para escolher o melhor que pode haver entre as diversas alternativas, calculando sempre que se pode, mas retraindo-se, muitas vezes, diante do capricho, do sentimento ou do azar (KEYNES, 1985, p. 118)”

Nesse sentido, Oreiro (2001, p. 26) argumenta que, no que tange ao processo de tomada de decisão, cada indivíduo poderá procurar imitar o comportamento médio dos demais indivíduos, seja por acreditar que os outros têm mais informação do que a que ele possui, seja porque o conjunto das expectativas dos agentes conforma uma tendência mais provável para algumas variáveis econômicas, ou ainda, segundo Keynes (1973), porque, para muitos agentes, em especial os banqueiros, é melhor, do ponto de vista de suas reputações, fracassar com o mercado do que vencer contra ele<sup>9</sup>. Os agentes assumem, portanto, em grande parte das vezes, comportamentos convencionais, os quais levam em conta o estado vigente de opiniões sobre o futuro, incluindo a opinião da média dos participantes do mercado acerca da percepção quanto ao grau de incerteza do ambiente.

Nas palavras de Paula (2003, p. 337, aspas no original), “os agentes buscam, assim, criar regras, convenções, rotinas e práticas que, ao invés de eliminar, permitam ‘contornar’ a incerteza de suas expectativas quanto ao futuro.” Um desses comportamentos convencionais manifesta-se na demanda por liquidez ou preferência pela liquidez que, na sua forma mais extrema, se reflete na demanda/preferência por moeda, o ativo de maior liquidez existente. Como define Bernstein (1998, p. 16), liquidez significa a habilidade para reverter uma decisão ao menor custo de transação possível. Isso implica que a demanda por liquidez é uma função da incerteza, uma vez que, sem incerteza, os agentes nunca iriam precisar, ou mesmo querer, reverter uma decisão, pois, se eles conhecessem todo o futuro, ou ao menos todas as probabilidades quanto a ele, não teriam dificuldades, em qualquer momento, para uma tomada de decisões ótimas que dispensariam sua atenção para o resto da vida.

A preferência pela liquidez, portanto, constitui-se em um *hedge* contra as incertezas do futuro, sendo diretamente proporcional a esta última (CARVALHO, 2005; FERRARI FILHO; CONCEIÇÃO, 2001), de forma que quanto maior (menor) a incerteza do ambiente, maior (menor) a preferência pela liquidez. Quando o comportamento médio dos agentes tende ao aumento da preferência pela liquidez e/ou da demanda por moeda e outros ativos líquidos, em detrimento da demanda por ativos de menor liquidez, como bens capital e/ou ativos fixos, em geral ocorre uma redução da demanda agregada e, conseqüentemente,

---

<sup>9</sup> Para uma visão em que um agente, inclusive um banco, pode ter vantagens em seguir contra a maioria, ver Dequech (1998).

da atividade econômica (PAULA; ALVES JR., 2003).

Pode-se afirmar, portanto, que é a existência de incerteza que explica a volatilidade do investimento (dado o estado de confiança da maioria dos agentes econômicos) e, por conseguinte, a racionalidade em relação à maior ou menor preferência pela liquidez, tem como principais conseqüências as flutuações da demanda efetiva e do desemprego. “Incerteza, portanto, é a razão para as pessoas reterem moeda. Quanto maior a incerteza em relação às expectativas dos agentes econômicos, mais esses estarão inclinados a postergar decisões de gasto e, por conseguinte, a preferência pela liquidez crescerá” (FERRARI FILHO; CONCEIÇÃO, 2001, p. 103).

Quando se analisa o mercado bancário a partir desses conceitos, alguns resultados interessantes são observados. Para os pós-keynesianos, bancos são instituições que visam o lucro e que estão conscientes dos riscos associados à sua atividade e da sua capacidade de inovar e criar depósitos. Como qualquer outra firma que atua sob condições de incerteza, os bancos têm preferência pela liquidez e, com base em suas expectativas sobre o futuro, adaptam seu portfólio de modo a conciliar o *trade-off* percebido entre lucratividade (ou rendimento) e liquidez (ALVES JR; DYMSKI; PAULA, 2008). Em outras palavras, a preferência pela liquidez desses agentes é fortemente determinada por suas expectativas, e suas estratégias são definidas de acordo com suas percepções de risco (não quantificável) e oportunidades de lucro (PAULA, 2003; PAULA, 2006).

Ademais, os bancos são vistos pelos pós-keynesianos como agentes ativos, que administram dinamicamente seu balanço patrimonial (ativo e passivo), procurando influenciar as preferências dos clientes/depositantes através do gerenciamento das suas obrigações e da introdução de inovações técnicas e financeiras. Essas características e comportamentos das firmas bancárias têm impacto decisivo sobre as condições de financiamento dos agentes, afetando as variáveis reais da economia, como o produto e o emprego (MINSKY, 1986; PAULA, 1999).

Assim, a escolha entre os ativos que compõem o portfólio dos bancos dependerá das expectativas e do estado de confiança destes em relação ao retorno esperado e da avaliação dos riscos/incerteza<sup>10</sup> (*trade off* risco-rentabilidade) associados a cada alternativa de

---

<sup>10</sup> Segundo Carvalho *et al.* (2000), esses riscos não são descritos por distribuições fixas de probabilidade como sugere a abordagem neoclássica, mas variam com a própria conjuntura.

empréstimo, os quais, em grande medida, dependem da informação<sup>11</sup> sobre os emprestadores e do ciclo econômico. Quando as expectativas dos bancos em relação ao futuro são otimistas, isto é, quando a incerteza e a expectativa de elevados riscos diminuem, eles privilegiam a rentabilidade à liquidez e mantêm em seus balanços patrimoniais mais empréstimos a clientes (mesmo aqueles com risco calculado mais elevado) e ativos de maior risco, do que títulos públicos ou privados não provenientes de crédito, o que tende a provocar um aumento da oferta de crédito na economia. Do contrário, quando as expectativas são pessimistas (incerteza mais elevada), os bancos aumentam sua preferência pela liquidez em relação à rentabilidade potencial de créditos mais lucrativos, porém com maiores riscos, ampliando então a participação de ativos líquidos nos seus balanços em relação aos provenientes de créditos (mas com elevado grau de risco), de forma que a oferta de crédito na economia tende a reduzir-se (CARVALHO, 1999).

Seguindo esta lógica, Paula e Alves Jr. (2003) afirmam que as escolhas ativas dos bancos dependem, portanto, do estado de expectativas ou de confiança dos dirigentes dessas instituições em relação ao risco, à rentabilidade e à liquidez dos ativos, assim como, em relação ao desempenho futuro da economia (percepção do grau de incerteza do mercado). Além disso, essas escolhas ativas serão definitivas para causarem ou evitarem o racionamento de crédito, uma vez, que as condições de oferta no mercado de crédito são soberanas sobre as condições de demanda.

Essa afirmação está expressa na visão de economistas pós-keynesianos como Chick (1994) e Minsky (1957), que sugerem que o volume de negócios bancários e de depósitos não depende exclusivamente das decisões dos clientes, ou seja, da demanda por crédito<sup>12</sup>, nem tampouco da restrição de reservas impostas pelas autoridades monetárias, mas depende também, **e em maior medida**, do interesse negocial dos ofertantes de crédito (bancos) que, quando estão dispostos a negociar, procuram inovar tanto em relação à captação de recursos (administração de passivos e gerenciamento de reservas) quanto na busca de novas oportunidades de empréstimos e outras operações financeiras (inovações financeiras – ZENDRON, 2006).

---

<sup>11</sup> Informação é essencial no processo de crédito, ou como afirma Stiglitz (2004, p. 57), “o crédito se baseia em informação”.

Isso significa que, dadas as expectativas dos bancos, eles tendem a apoiar projetos que apresentem perspectivas favoráveis na relação risco/incerteza x retorno. Assim, se determinados projetos apresentarem rentabilidade que compense os riscos assumidos, os bancos provavelmente irão apoiá-los com o fornecimento de crédito. No que se refere à demanda por crédito, a análise risco/incerteza x retorno também é válida, de forma que a decisão de investimento do empresário está relacionada à sua percepção de que o retorno, em geral, deve ser maior do que o risco – uma vez mais, não inteiramente quantificável – de determinado projeto. Se, na visão do empresário, a rentabilidade for maior do que o risco do projeto, ele tenderá a investir seus recursos nesse empreendimento e buscar financiamento no mercado de crédito para financiar o capital faltante (GITMAN, 2004). O problema nessa relação de oferta e demanda por crédito reside justamente na diferença de percepção que bancos e empresários têm em relação ao *trade off* risco/incerteza x rentabilidade.

Segundo Wolfson (1996, p. 450-451), embora ofertantes e demandantes de crédito estejam sujeitos à incerteza fundamental, isto não implica que ambos tenham as mesmas percepções acerca da lucratividade e riscos/incertezas futuros de determinado projeto. Na verdade, o mais provável é que eles tenham percepções diferentes, uma vez que ofertantes, em geral, são mais avessos ao risco do que os demandantes (que comumente são otimistas em relação aos seus próprios projetos, bem como ao valor das garantias que oferecem), além de, acrescente-se, normalmente conhecerem melhor o futuro empreendimento do que seus financiadores (Stiglitz, 1989). Para Wolfson (1996), tudo o que é necessário para compreender a teoria de racionamento de crédito baseada na incerteza keynesiana é, portanto, que ofertantes e demandantes de crédito avaliam o futuro diferentemente, ou seja, eles têm expectativas assimétricas.

Wolfson (ibid.) defende que a existência de expectativas assimétricas implica em duas conclusões: 1. alguns projetos podem ser considerados seguros (com rentabilidade superior ao risco) tanto por ofertantes quanto por demandantes de crédito e; 2. alguns projetos podem ser considerados seguros pelos demandantes, mas julgados como de alto

---

<sup>12</sup> Embora não dependa exclusivamente da decisão de clientes, a oferta de empréstimos bancários nunca é independente da demanda, pois como escreve Wray (2003, p. 132, aspas no original), os “bancos oferecem empréstimos somente porque alguém está querendo ‘tomar emprestada’ moeda bancária.”

risco pelos ofertantes<sup>13</sup>. No primeiro caso, provavelmente haverá a concessão de empréstimos, pois, os bancos, ao confiarem nas expectativas dos empreendedores (e nas suas próprias) e avaliarem os empreendimentos como seguros, os considerarão uma oportunidade de auferir lucro sem comprometer sobremaneira seus ativos. No segundo caso, provavelmente haverá racionamento de crédito, pois, os bancos não comprometerão seus ativos em empreendimentos que considerem de risco muito elevado<sup>14</sup>. Essas implicações estão sistematizadas na tabela abaixo:

**Tabela 2 – O efeito das expectativas assimétricas sobre o racionamento de crédito**

		Demandantes de crédito (empreendedor/consumidor)	
		Seguro	Arriscado
Ofertantes de crédito (bancos)	Seguro	Empréstimo	****
	Arriscado	Racionamento	****

Fonte: Wolfson (1996, p.452)

Essa tabela sugere, portanto, assim como Chick (1994) e Minsky (1957), que os bancos desempenham papel decisivo no tocante ao racionamento ou não do crédito, uma vez que são os agentes do mercado que, em última análise, decidem sobre esse racionamento (ALVES JR.; DYMSKI; PAULA, 2008). Assim, tanto a diminuição quanto a elevação do volume de crédito na economia são definidas, segundo a teoria pós-keynesiana, pelas estratégias dos bancos, em conjunto com as expectativas e estratégias dos demandantes de crédito (sendo esta última, menos decisiva na decisão final).

## 1.2 Evolução do mercado brasileiro de crédito no período 1996-2003: a estabilidade

### 1.2.1 Apreciação dos fatos históricos

Na década de 1990, o Brasil passou por grandes mudanças econômicas, dentre as quais se destacaram: a abertura comercial; a abertura da conta de capital do balanço de pagamentos; a reforma do Estado, com privatizações de empresas estatais; a securitização

<sup>13</sup> Não se considera que os demandantes avaliem seus projetos como sendo de alto risco, uma vez que, teoricamente, se isto ocorrer, eles não irão investir seus recursos no empreendimento e não procurarão os bancos para financiarem o capital restante.

<sup>14</sup> Na prática os bancos brasileiros atribuem níveis de risco para os empreendimentos conforme critérios definidos pela Resolução do Banco Central n. 2.682, de 21 de dezembro de 1999, racionando crédito para os empreendimentos cuja

dos empréstimos da dívida externa via Plano Brady; e o lançamento de um novo plano econômico de estabilização monetária, o Plano Real (ZONENSCHAIN, 1998).

Inicialmente, as expectativas (de curto prazo) favoráveis dos agentes em relação a esse conjunto de medidas provocaram grande crescimento do consumo e expansão do nível de atividade econômica do país. Todavia, o crescente desequilíbrio do balanço de pagamentos brasileiro e a crise mexicana de 1994/1995, que iniciara uma reversão dos fluxos de capitais internacionais ao Brasil, frustraram as expectativas dos agentes econômicos e provocaram o fim dessa expansão já em 1995, quando o país entrou numa fase de estagnação (FILGUEIRAS, 2000). Em reação a esse cenário, ao longo de todo o ano de 1995, o governo federal buscou contrair a liquidez financeira no país com a promoção de um aperto na política monetária, por meio da manutenção de elevadas alíquotas sobre os depósitos compulsórios e de aumentos sucessivos da taxa básica de juros, a SELIC, que encerrou o ano com uma média anual expressiva de 41,22%<sup>15</sup>.

As constantes elevações dos níveis da taxa SELIC, após a decisão do aperto monetário, tiveram por objetivo afetar negativamente a demanda por crédito, pois, indiretamente provocaram um aumento dos custos dos empréstimos bancários. Essa influência da taxa SELIC sobre o custo dos empréstimos bancários é destacada em muitos estudos (KOYAMA; NAKANE, 2002; AFANASIEFF; LHACER; NAKANE, 2001; OREIRO *et al.* 2006; BIGNOTTO; RODRIGUES, 2006) que apresentam evidências de significância na relação positiva entre a taxa SELIC e o *spread* bancário, e concluem que os bancos aumentam as margens cobradas nas taxas de empréstimos à medida que há aumento da taxa SELIC. Uma das explicações desse efeito está no fato de os bancos manterem em seus portfólios títulos indexados à SELIC (títulos quase livres de risco, com alta liquidez e rentabilidade positiva), o que aumenta o custo de oportunidade para os bancos emprestarem, passando a embutirem um elevado prêmio de risco na concessão de crédito (LEAL, 2007).

Da mesma forma, a manutenção de altos níveis das alíquotas de recolhimento dos compulsórios sobre depósitos e aplicações financeiras também objetivou influenciar negativamente a demanda por crédito. Essa relação é mais evidente, dado que um dos usos

---

avaliação apresente risco calculado maior do que o determinado em suas políticas internas (em geral, os riscos que são considerados elevados e desaconselháveis de apoio financeiro são E, F, G e H).

<sup>15</sup> Ver tabela 1, página 13.

dos recolhimentos compulsórios é justamente o controle do crédito<sup>16</sup>, sendo uma elevação das suas alíquotas equivalente a uma taxação sobre a captação de recursos e um aumento do custo de oportunidade na manutenção de encaixes ociosos. A tabela 3 mostra o comportamento dos depósitos compulsórios no período 1994-1999.

**Tabela 3 – Alíquotas de recolhimento sobre encaixes obrigatórios (compulsórios) (Jun. 1994 – Out. 1999)**

		Recursos a vista	Depósitos a prazo	Depósitos de poupança	Operações de Crédito	FIF curto prazo	FIF 30 dias	FIF 60 dias
Anterior ao plano real		40%		15%				
1994	Jun	100%	20%	20%				
	Ago		30%	30%				
	Out				15%			
	Dez	90%	27%					
1995	Abr		30%					
	Mai				12%			
	Jun				10%			
	Jul	83%				35%	10%	5%
	Ago		20%	15%	8%	40%	5%	0%
	Set				5%			
	Nov				0%			
1996	Ago	82%				42%		
	Set	81%				44%		
	Out	80%				46%		
	Nov	79%				48%		
	Dez	78%				50%		
1997	Jan	75%						
1999	Mar		30%					
	Mai		25%					
	Jul		20%					
	Ago					0%	0%	
	Set		10%					
	Out	65%	0%					

Fonte: Banco Central do Brasil (2007)

Até novembro de 1995, todas as fontes de recursos estavam sujeitas aos depósitos compulsórios e, além disso, a principal dessas fontes (os depósitos à vista) teve sua alíquota mantida em níveis superiores a 75% em quase toda a segunda metade da década<sup>17</sup>. Isso reflete a preocupação das autoridades monetárias à época, em restringir a capacidade de expansão do crédito bancário e, conseqüentemente, a expansão da demanda e da produção,

<sup>16</sup> Os outros usos desse instrumento são: fornecer (ou não) liquidez ao sistema bancário, estabilizar a demanda por reservas bancárias (ao tornar mais fácil e estável o gerenciamento de liquidez por parte de cada banco) e controlar os agregados monetários via multiplicador monetário (CARVALHO, *et al.* 2000).

com vistas a manter a estabilidade de preços nos primeiros anos do Plano Real. No tocante ao crédito com prazos mais extensos, a restrição dava-se com a manutenção de elevados níveis da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP)<sup>18</sup>, uma vez que essa se constitui no principal indexador das operações do BNDES.

O uso conjunto da SELIC, da TJLP e dos compulsórios como instrumentos de contenção da liquidez da economia foram eficazes para manter estável o volume de crédito do sistema financeiro. Entretanto, é mister ressaltar que esses instrumentos visavam, em primeiro lugar, sanar dificuldades econômicas internas geradas pelo cenário de crise internacional.

Mais adiante, em abril de 1996, a economia apresentou alguns sinais de recuperação e voltou a crescer influenciada, principalmente, pelo retorno à normalidade dos mercados financeiros internacionais. No entanto, esse crescimento teve breve duração e, já a partir de 1997, o país apresentou novamente desempenho recessivo em consequência da sobreapreciação do real e das novas crises mundiais na Ásia, em outubro de 1997, e na Rússia, em agosto de 1998, que influenciaram negativamente as expectativas dos investidores internacionais sobre os mercados emergentes, incluindo o próprio Brasil, e provocaram uma recomposição do portfólio desses agentes, em âmbito mundial, a favor de ativos de menor risco (FILGUEIRAS, 2000), provocando uma fuga de capitais dos mercados emergentes.

No caso do Brasil, esse ambiente de fuga de capitais foi acompanhado de movimentos especulativos contínuos contra o real (que se mantinha sobreapreciado), implicando em aumentos significativos da taxa de juros interna. No fim de 1998, a pressão de especulação se intensificou e as reservas estrangeiras do Brasil começaram a se esvaír muito rapidamente (KRUGMAN; OBSTFELD, 2001). Com isso, surgiram novas dificuldades para o financiamento do déficit em transações correntes brasileiro e as autoridades monetárias se viram forçadas à tomada de medidas para a contenção da fuga excessiva de capitais externos do país.

---

<sup>17</sup> Em junho de 1994, ou seja, exatamente um mês antes da introdução da nova moeda (o real), a alíquota de compulsórios sobre os depósitos a vista chegou a 100%.

<sup>18</sup> A TJLP é calculada pelo Bacen, que considera a rentabilidade média atualizada dos títulos da dívida externa emitidos pelo Brasil durante a negociação das condições do Plano Brady, e dos títulos da dívida pública interna federal emitidos no mercado primário. Apesar de ser uma taxa anual, seu período de vigência é trimestral. O BNDES é a única instituição que oferece recursos atrelados a essa taxa, visto ser igualmente o único órgão a possuir passivos (PIS/Pasep, Fundo de Amparo ao Trabalhador – FAT – e Fundo da Marinha Mercante – FMM) sobre os quais paga TJLP.

Da mesma forma, o FMI se mostrou preocupado com a possibilidade de uma crise brasileira ameaçar a estabilidade (ainda que breve) conquistada por países vizinhos como a Argentina, o Chile e o México, e ajudou a formar um fundo de estabilização de mais de US\$ 40 bilhões para contribuir com a defesa do real. “Duplicando com eficiência as reservas estrangeiras no Brasil, o recurso do empréstimo visava acalmar os temores dos investidores enquanto o governo do Brasil colocava a casa fiscal em ordem” (Ibid., p.730).

Assim, em 1998, foi anunciado pelo governo brasileiro um acordo internacional com organismos multilaterais e governos estrangeiros, através do qual o país recebeu, aproximadamente, US\$ 41,5 bilhões, ao mesmo tempo em que conduziu a privatização de empresas nacionais, principalmente as de telefonia. No entanto, esse auxílio dos organismos internacionais não foi suficiente para evitar que a situação se agravasse, chegando a saída diária de capitais a atingir US\$ 1 bilhão, ao longo de 1998 (SIQUEIRA, 2007).

Para conter essa fuga de capitais e estancar a perda de reservas, no dia 15 de janeiro de 1999, o Banco Central adotou o regime de câmbio flutuante, deixando o real flutuar livremente depois de ter, sem sucesso, alargado a banda cambial por três dias consecutivos. Em julho do mesmo ano, o Banco Central adotou também o regime de metas inflacionárias (BAHRY, 2003, p. 20), planejando, com o uso conjunto desses dois regimes, criar condições institucionais para direcionar a política monetária ao objetivo de assegurar a estabilidade de preços e reduzir a necessidade de manutenção de elevadas taxas de juros, a fim de equilibrar o balanço de pagamentos (BACEN, 2000).

Contudo, esses objetivos não foram alcançados, pois, nos primeiros anos do século XXI, novas crises internas e externas exigiram a manutenção de elevadas taxas de juros, ao mesmo tempo em que a taxa de inflação se mostrava crescente, atingindo variação anual de 12,53%, no seu momento mais crítico, em 2002 (ver tabela 1).

Com relação ao setor bancário, essa situação de retração da liquidez financeira, via restrições ao crédito, dentre outras conseqüências, agravou (ainda mais) o mau desempenho dos bancos que, desde o início do Plano Real, já se mostravam em dificuldades em razão da perda das chamadas receitas inflacionárias<sup>19</sup>. Essas receitas, que decorriam da não correção monetária integral dos depósitos a vista e de outras aplicações de curtíssimo prazo mantidas

por pessoas físicas e jurídicas nos bancos, com o Plano Real e o fim da inflação alta, foram reduzidas, o que provocou uma alteração nas perspectivas de rentabilidade e estratégias de concorrência dos bancos no Brasil (CINTRA, 2006).

Diante do cenário de restrição ao crédito e redução de receitas, alguns bancos concederam empréstimos de maneira desorganizada e não criteriosa, de forma que o aumento da inadimplência foi questão de tempo. Esta elevação da inadimplência levou alguns bancos a privilegiarem as operações de tesouraria, sobretudo as operações de mercado de títulos da dívida pública, o que resultou em graves dificuldades para algumas instituições. Inicialmente, os pequenos bancos e aqueles criados a partir de instituições não-bancárias foram os mais atingidos, pois, não tinham estrutura adequada para operarem em um ambiente não-inflacionário.

Neste contexto, entre julho de 1994 e agosto de 1997, foram liquidados ou sofreram intervenção extrajudicial do Banco Central 41 bancos, dos quais os casos mais críticos foram os do Banespa, Banerj, Bamerindus, Econômico e Nacional, haja vista a importância dessas instituições para o setor financeiro (SIQUEIRA, 2007). A eclosão de uma crise bancária sistêmica se mostrava cada vez mais provável e era nítida a fragilidade do sistema financeiro nesse período, de forma que as autoridades monetárias adotaram ações com o intuito de fortalecer e reestruturar o sistema através de programas e medidas que se estenderam por toda a segunda metade da década de 1990 (VASCONCELOS *et al.*, 2004).

Dentre essas medidas se destacaram o Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (PROES), em agosto de 1996, que teve como objetivo retirar do mercado bancos públicos considerados ineficientes<sup>20</sup>, através de privatizações, liquidações ou transformações desses em instituições não-bancárias; o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER), também em agosto de 1996, que permitiu o saneamento e a concentração do sistema bancário brasileiro; a criação do Fundo Garantidor de Créditos (FGC), para garantir depósitos bancários limitados ao valor de R\$ 20 mil, oferecendo maior

---

<sup>19</sup> Também chamadas receitas com *floating*, cujo nome técnico é ganho com passivos sem encargos, deduzidos da perda com ativos não-remunerados.

<sup>20</sup> Conforme informações do Bacen (1998), a necessidade de redução da presença estatal em instituições financeiras decorreu do histórico de iliquidez dos ativos das instituições administradas por entes públicos, refletida nos constantes usos dos recursos de assistência financeira de liquidez do Banco Central. Com essa redução, esperava-se que a União ficasse desobrigada de realizar aporte de recursos a estas instituições, tidas como ineficientes, e pudesse transferir os passivos com o público destes bancos estatais para instituições financeiras melhor estruturadas.

segurança aos poupadores de recursos; as exigências para a implantação de sistemas formais de controles internos pelas instituições integrantes do SFN (Resolução n. 2.554, de 24 de setembro de 1998), com o objetivo de melhorar a mensuração e administração de riscos; a Resolução 2.493, de maio de 1998, através da qual se permitiu que os bancos vendessem parte ou toda sua carteira de crédito para as denominadas Companhias Securitizadoras de Créditos Financeiros, abrindo margem nos seus passivos para a concessão de novos empréstimos (VASCONCELOS; STRACHMAN, 2002; ANDREZZO; LIMA, 2002).

Em conjunto com essas medidas e sob a justificativa de estimular a concorrência e ampliar o crédito<sup>21</sup>, foi incentivada a abertura do setor financeiro ao capital estrangeiro, inclusive com a venda de grandes instituições varejistas domésticas, como o Banco Real (comprado pelo holandês ABN Amro Bank), o Bamerindus (comprado pelo britânico HSBC) e o Noroeste (comprado pelo espanhol Santander). Segundo Paula e Marques (2006, p. 248), através da Exposição de Motivos n. 311, encaminhada pelo Ministro da Fazenda à Presidência da República ainda em agosto de 1995, o aumento da participação de instituições financeiras estrangeiras no sistema financeiro nacional foi considerado de **interesse nacional**, uma vez que elas agregariam mais capital, conhecimento, tecnologias e concorrência ao sistema bancário doméstico.

De fato a internacionalização do setor bancário, seguida por uma reação positiva de grandes instituições financeiras nacionais que também “entraram na onda” de fusões e aquisições, contribuiu para evitar a eclosão da temida crise sistêmica, constituindo-se em mais uma solução de saneamento das instituições financeiras em dificuldades. Além disso, entre o final de 1999 e o início de 2000, o cenário econômico interno novamente começou a mostrar sinais de recuperação, melhorando a expectativa dos agentes econômicos.

Essa nova fase de expansão econômica foi motivada pela retomada da estabilidade da conjuntura internacional, pela ampliação da oferta mundial de recursos financeiros e pela melhora das expectativas dos agentes nacionais e internacionais sobre a economia brasileira. Os prognósticos dos analistas financeiros nesse período eram de crescimento do

---

<sup>21</sup> Segundo Vasconcelos e Strachman (2002, p. 57) “(...) uma das justificativas [apresentadas como] favoráveis ao ingresso de bancos estrangeiros no Brasil é a de que esses seriam mais propensos a realizarem operações de crédito do que as instituições nacionais, pois teriam o acúmulo de experiência e técnicas nessa área em seus países de origem. A esperança era de que a migração para o Brasil de instituições bancárias originárias de economias em que a proporção de crédito em relação ao PIB fosse muito mais alta que a brasileira trouxesse junto esse mesmo nível de crédito.”

PIB, impulsionado pela ação conjunta do dinamismo da indústria, estabilidade do câmbio e inflação, expansão do crédito e redução da taxa de juros (UNIBANCO, 1999; ITAÚ, 1999).

Em outubro de 1999, as alíquotas de recolhimento sobre encaixes compulsórios incidentes sobre os recursos a vista foram reduzidas de 75% para 65% e tornaram-se nulas sobre os depósitos a prazo (redução de 10% para 0%). Tais reduções, segundo o Banco Central<sup>22</sup>, implicaram transferência dos montantes de recursos vinculados em títulos<sup>23</sup> para as carteiras livres das instituições, conferindo-lhes maior flexibilidade. Posteriormente, em março e junho de 2000, houve novas reduções na alíquota de depósitos à vista para 55% e 45%, respectivamente.

**Tabela 4 - Alíquotas de recolhimento sobre encaixes obrigatórios (compulsórios)  
(Out. 1999 – Ago. 2003)**

		Recursos a vista	Depósitos a prazo	Depósitos de poupança	Operações de Crédito	FIF curto prazo	FIF 30 dias	FIF 60 dias
1999	Out	65%	0%					
2000	Mar	55%						
	Jun	45%						
2001	Set		10%					
2002	Jun		15%					
	Jul			20%				
2003	Fev	60%						
	Ago	45%						

Fonte: Bacen (2007)

Além disso, a SELIC média do ano 2000 foi reduzida para 16,19% a.a., nível significativamente baixo para os padrões nacionais, considerando que na maior parte do período 1996-1999 a taxa foi superior a 30 % a.a. Isso contribuiu para a redução das taxas de juros das operações prefixadas com pessoas físicas e jurídicas, as quais decresceram de 62,3% a.a., ao final de 1999, para 51% a.a., ao término do ano 2000 (ibid.). A TJLP, taxa básica nas operações do BNDES, também sofreu redução, passando de 12,5% a.a. para 9,75% a.a., com o intuito de estimular o uso de operações desta instituição, voltadas, caracteristicamente, ao financiamento de investimentos de maior maturação.

<sup>22</sup> Ainda segundo o Bacen (1999, p. 45), “[a] desativação dos recolhimentos compulsórios sobre recursos a prazo implicou desvinculação de títulos da ordem de R\$ 27 bilhões.”

<sup>23</sup> Os compulsórios relativos a depósitos a prazo são recolhidos em títulos públicos federais e registrados no Sistema Eletrônico de Liquidação e Custódia (SELIC).

Com essas medidas novamente esperou-se uma elevação do volume de crédito e, preventivamente, no intuito de evitar a eclosão de uma crise de inadimplência como a ocorrida em meados dos anos 1990 e, ao mesmo tempo, minimizar as assimetrias de informação e a seleção adversa no mercado de crédito nacional, as autoridades monetárias, por meio da Resolução n. 2.682, de 21 de dezembro de 1999, mas que entrou em vigência somente em 1º de março de 2000, estabeleceram critérios mais rigorosos para a análise de risco de crédito.

Antes dessa Resolução, as regras para classificação da carteira de crédito eram baseadas, exclusivamente, no prazo de inadimplência, desconsiderando o risco potencial do tomador de recursos e da própria operação, sendo os créditos classificados de maneira simples em: normal (vencidos até 60 dias), atraso (vencidos há mais de 60 dias e menos de 180 e com garantias suficientes) e liquidação (vencidos há mais de 60 dias sem garantias e há mais de 180 dias, mesmo que com garantias suficientes).

Com a Resolução n. 2.682 houve uma sofisticação na atribuição de níveis de risco para as operações bancárias, com os ativos de crédito passando a ser classificados em nove níveis, seguindo uma ordem crescente de risco (AA, A, B, C, D, E, F, G, H) com as provisões sobre créditos de liquidação duvidosa (PCLD) sendo requeridas gradualmente e constituídas mensalmente a partir do segundo nível, não podendo ser inferiores ao somatório dos percentuais sobre o valor total das operações de crédito apresentado na tabela 5.

**Tabela 5 – Percentual de PCLD por faixa de risco de crédito**

Nível de risco da operação	Percentual de provisão
<b>AA</b>	<b>0%</b>
<b>A</b>	<b>0,5%</b>
<b>B</b>	<b>1%</b>
<b>C</b>	<b>3%</b>
<b>D</b>	<b>10%</b>
<b>E</b>	<b>30%</b>
<b>F</b>	<b>50%</b>
<b>G</b>	<b>70%</b>
<b>H</b>	<b>100%</b>

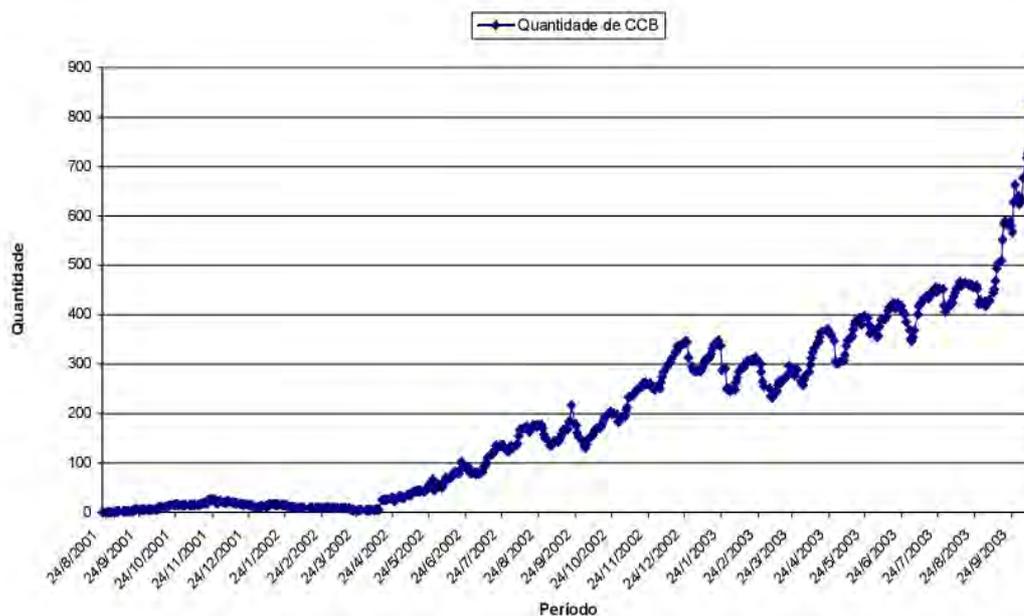
Fonte: Bacen (2007)

Outra inovação desse período, que também teve por objetivo reduzir os riscos das operações de crédito, veio por meio da Medida Provisória n. 1.925, de 14 de outubro de

1999, que criou a Cédula de Crédito Bancário, um título de crédito que pode ser emitido por pessoas físicas ou jurídicas, com ou sem garantias, em favor de instituições cedentes de recursos, representando a promessa de pagamento em dinheiro dos compromissos assumidos por meio de empréstimos (BACEN, 2000).

Esta cédula pode ser utilizada em qualquer modalidade de operação de crédito e possibilita às instituições financeiras securitizarem seus recebíveis, por meio da emissão de certificados lastreados nesses títulos, a fim de negociarem esses créditos no mercado nacional ou internacional, abrindo margem em seus passivos para concessão de novos empréstimos. Além disso, a CCB tem um trâmite mais simples e rápido no processo de execução judicial, visto não se submeter à fase de reconhecimento da legitimidade do crédito (ibid.). O gráfico 1 deixa evidente o sucesso inicial desse instrumento no mercado de crédito, ao mostrar a quantidade crescente desses títulos nos seus primeiros anos de existência.

**Gráfico 1 - Quantidade de Cédula de Crédito Bancário (ago. 2001-set.2003)**



Fonte: Cetip apud Bacen (2003a)

Todo o cenário se mostrava, assim, favorável à retomada do crescimento do crédito, até que alguns eventos causaram mudanças dessa expectativa, já a partir do segundo semestre de 2000. A iminência da crise argentina e o desaquecimento da economia

americana, após a explosão da bolha especulativa relacionada às chamadas empresas “pontocom”, que afetou o desempenho das bolsas de valores de vários países, deterioraram as expectativas dos agentes e causaram impactos que foram sentidos no segundo semestre de 2000 e, mais intensamente, no ano seguinte. Os prognósticos sobre os números da economia se deterioraram abruptamente frente a essas perspectivas e muitos analistas previram para o final do ano 2000, recessão, alto desemprego, inflação de dois dígitos, dólar acima de R\$ 3,00 e um forte choque dos juros (UNIBANCO, 2000).

Contudo, mesmo com a diminuição do otimismo dos agentes, as medidas favoráveis ao mercado de crédito, adotadas ao longo do ano 2000, associadas às expectativas favoráveis dos agentes sobre a situação econômica nacional, foram responsáveis por um leve crescimento (8,2%) do volume de operações de crédito do sistema financeiro destinadas ao setor privado, de forma que, ao final de 2000, se alcançou o maior volume de operações de crédito destinadas a este setor, desde os cinco anos anteriores. Com isso, mesmo com a continuidade do decréscimo do crédito ao setor público, tanto na esfera federal quanto na estadual-municipal (redução total de 33,7%), o crédito total do sistema financeiro teve evolução real de 5,7%, entre 1999 e 2000, atingindo o montante de R\$ 524 bilhões (em valores de 2007) ao final do período.

A partir de 2001, com a crise argentina e a desaceleração da economia americana, além do surgimento de um novo complicador, o racionamento de energia elétrica no Brasil (SOUZA, 2007), criou-se um cenário que causou prejuízos significativos ao desempenho da economia brasileira e provocou elevação das pressões inflacionárias e tendência ascendente para a taxa de câmbio. A resposta das autoridades monetárias se deu com o estímulo do aumento da oferta de moeda estrangeira no mercado interno por meio de elevações das metas para taxa SELIC, que foram fixadas em 19% a.a., em 18 de julho de 2001 (a taxa média do ano anterior fora de 16,19% a.a.).

No entanto, em 11 de setembro de 2001, os ataques aos EUA intensificaram a desaceleração da economia americana e reforçaram as oscilações no valor do dólar (BACEN, 2001). Alguns agentes do mercado financeiro passaram a reter moeda estrangeira, com o intuito de especularem com as oscilações do mercado cambial. Isso exigiu nova resposta das autoridades monetárias, de maneira que,

“[a]o final de setembro, medidas adicionais foram adotadas com vistas a

desestimular a retenção de moeda estrangeira por agentes internos. Nesse sentido, foram reativados os recolhimentos compulsórios sobre depósitos a prazo, cuja alíquota foi elevada de 0% para 10%. Como essas exigibilidades são cumpridas em títulos federais, a reativação reduziu o potencial do sistema financeiro em se posicionar em moeda estrangeira. Adicionalmente, a parcela mínima das exigibilidades sobre recursos à vista que deve ser mantida como reservas bancárias passou de 60% para 80% da posição média, visando reduzir o potencial para retenção de moeda estrangeira no curtíssimo prazo. Assinale-se que a alíquota de recolhimento compulsório sobre recursos à vista, que é cumprida pelo critério de posição média em duas semanas de movimentação, foi mantida em 45%” (BACEN, 2001, p. 54).

Neste contexto, ao final de 2001, a média anual da taxa SELIC foi superior em três pontos percentuais à média do ano anterior, o câmbio continuou a se depreciar, atingindo média anual de R\$ 2,35/dólar contra R\$ 1,83/dólar em 2000, a inflação também evoluiu, passando de 5,97% a.a., em 2000, para 7,67% a.a., ao final de 2001, e o PIB apresentou variação real de 1,3% contra 4,3% do ano anterior. O mercado de crédito refletiu esse cenário desfavorável e também sofreu quedas, apresentado um montante de operações de crédito de R\$ 505 bilhões em dezembro de 2001, contra os R\$ 524 bilhões de dezembro de 2000.

No ano seguinte surgiram indícios de melhora das expectativas sobre o cenário econômico nacional. No entanto, essas expectativas se diluíram rapidamente em virtude do cenário desfavorável de baixo crescimento mundial, incertezas quanto à futura política econômica interna no período pré-eleitoral (“efeito-Lula”), maior aversão ao risco por parte dos investidores internacionais e perspectivas de guerra no Golfo Pérsico, de maneira que, a partir de meados do terceiro trimestre de 2002, a condução da política monetária nacional se caracterizou por uma postura conservadora, tendo em vista o aumento na preferência pela liquidez dos agentes econômicos.

Em fins de 2002, a variação real da inflação foi de 12,53%, com taxa média do câmbio a R\$ 2,92/dólar e SELIC média de 23% a.a. (nível semelhante ao de 1996). Além disso, houve redução do crédito externo e excessiva volatilidade no mercado cambial, que provocaram, já no início de 2003, a elevação das expectativas inflacionárias brasileiras de curto prazo. Como consequência desses eventos, as autoridades monetárias ampliaram a meta de inflação para 2003 de 4% para 8,5%, e, paralelamente, a meta de superávit fiscal de 3,75% para 4,25% do PIB, visando manter a trajetória da dívida pública em níveis considerados sustentáveis. Da mesma forma, a taxa de juros foi elevada, em fevereiro de

2003, para 26,5% a.a. e, adicionalmente, no mesmo mês, a alíquota sobre os depósitos a vista aumentou de 45% para 60%, retirando de circulação cerca de R\$ 8 bilhões com o objetivo de reverter o crescimento da inflação<sup>24</sup> (BACEN, 2003).

Ao final de 2003 o volume de crédito permaneceu no mesmo patamar de 2002 que, de certa maneira, se manteve em patamares semelhantes aos anos anteriores (1996-2001). Para visualizarmos a evolução do volume de crédito no sistema financeiro no período todo (1996-2003), a tabela 6 e o gráfico 2 apresentam esse volume dividido entre setor privado e público, considerando as seguintes definições do Bacen, baseadas na Carta-Circular nr. 2.903, de 23.3.2000.

**Rural:** compreende as operações realizadas em conformidade com as normas específicas do crédito rural, deferidas a produtores rurais e demais pessoas físicas e jurídicas que satisfaçam as condições para contratação de operações da espécie;

**Indústria:** engloba o crédito direcionado ao financiamento das atividades de extração, beneficiamento e transformação, inclusive de produtos agropecuários, construção de edificações e outras obras contratadas por pessoas jurídicas, serviços industriais de utilidade pública, produção, transmissão e distribuição de energia elétrica, distribuição de gás encanado e água, serviços de saneamento e operações voltadas a empreendimentos imobiliários não residenciais;

**Comércio:** refere-se às operações contratadas por entidades que operam como intermediários na compra e venda de bens, abrangendo as atividades atacadistas e varejistas;

**Habitação:** abrange as operações realizadas com pessoas físicas ou cooperativas habitacionais, com a finalidade de construção, reforma ou aquisição de unidades residenciais. As operações voltadas a empreendimentos imobiliários não residenciais classificam-se em indústria;

**Pessoas físicas:** referem-se às operações de responsabilidade direta de pessoas físicas, exceto as deferidas para construção, reforma ou aquisição de habitações;

**Outros serviços:** refere-se às entidades não classificadas nos itens anteriores e que atuam, entre outras, nas áreas de transporte, serviços postais e de telecomunicações, educação e cultura, assistência médico-hospitalar, conservação e reparação, diversões,

---

<sup>24</sup> Em valores de 2003.

jornais, rádio e televisão, publicidade e propaganda, informática, segurança, mão-de-obra, assessoria e consultoria, filantropia, etc.

Setor público: inclui governo administração direta (governos federal, estaduais e municipais, além de ministérios e secretarias estaduais e municipais), indireta (autarquias, fundações, institutos e outros órgãos mantidos, principalmente, com recursos orçamentários do governo) e atividades de empresas públicas (unidades econômicas de propriedade de governos, ou sob seu controle, que atuam no sentido de produzir e vender ao público bens e serviços. Devem ser incluídas neste grupo as empresas públicas e as sociedades de economia mista, referentes aos governos federal, estadual e municipal).

**Tabela 6 – Volume de operações de crédito (recursos livres e direcionados) do Sistema Financeiro Nacional por atividade econômica (1996-2003)**

R\$ milhões (valores constantes de 2007) - Saldos de dezembro

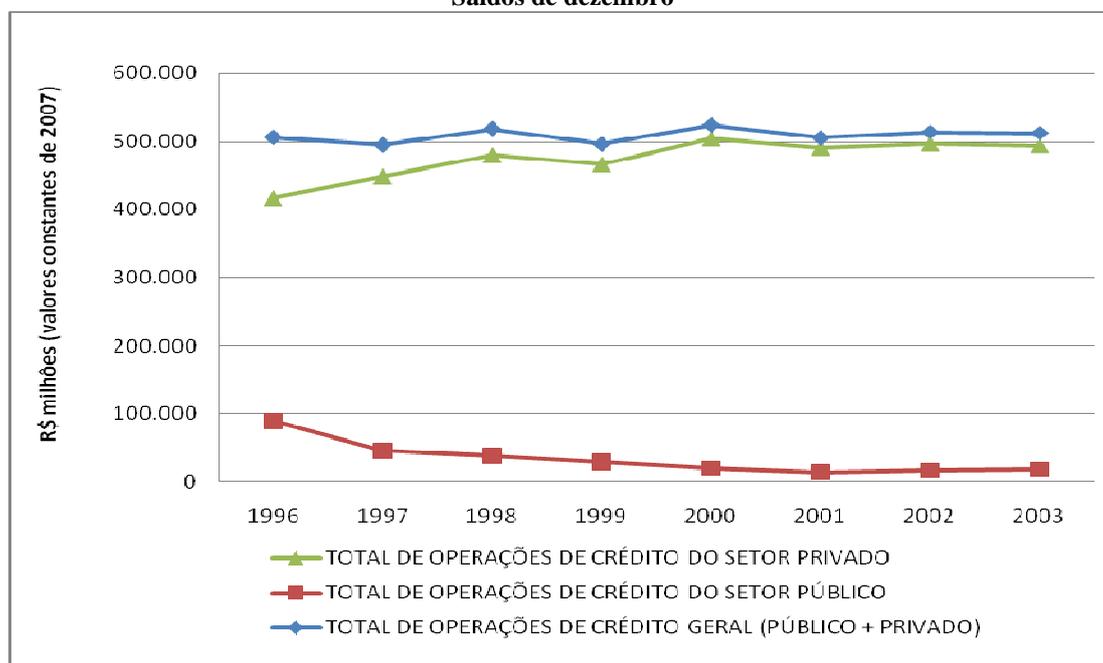
	SETOR PRIVADO						Total Setor Privado	SETOR PÚBLICO			TOTAL
	Rural	Indústria	Comércio	Outros Serviços	Habitação	Pessoas Físicas		Governo Federal	Gov. Estaduais e Municipais	Total Setor Público	
<b>1996</b>	38.304	120.182	56.554	58.153	96.074	47.031	416.299	9.597	80.257	89.854	506.152
<b>1997</b>	43.091	127.752	55.188	59.935	95.495	66.736	448.197	6.660	39.759	46.419	494.616
<b>1998</b>	47.290	134.823	47.474	80.990	101.099	67.953	479.629	9.055	30.004	39.059	518.688
<b>1999</b>	44.850	143.923	48.984	65.279	91.047	71.913	465.995	6.561	23.445	30.006	496.001
<b>2000</b>	46.328	139.198	51.514	74.889	90.803	101.578	504.310	5.473	14.434	19.907	524.217
<b>2001</b>	41.007	148.712	54.809	90.136	36.083	120.062	490.810	5.850	8.579	14.429	505.240
<b>2002</b>	49.454	155.234	54.065	91.585	32.659	113.691	496.687	4.434	12.734	17.168	513.855
<b>2003</b>	57.959	143.170	53.010	87.987	30.642	121.279	494.047	5.806	12.556	18.363	512.410

Setorização conforme Carta-Circular nr. 2.903, de 23.3.2000

Fonte: Bacen (2008)

Nota-se que o volume de crédito para o setor privado apresentou elevação de aproximadamente 18,6%, entre o final dos períodos 1996 e 2003, refletindo basicamente a incorporação de encargos financeiros ao principal, enquanto que o crédito para o setor público sofreu redução de 79,5% no mesmo período. De maneira geral o volume total de crédito do sistema financeiro nacional se manteve praticamente constante (elevação de aproximadamente 1,2%), no período 1996-2003. Como já foi dito em outra oportunidade, esse comportamento do volume de crédito contrariou as previsões de muitos analistas e agentes do sistema financeiro, que acreditavam em uma expansão do crédito após a estabilização da moeda (SOARES, 2001).

**Gráfico 2 – Volume de operações de crédito (recursos livres e direcionados) do Sistema Financeiro Nacional por atividade econômica (1996-2003)**  
Saldos de dezembro



Fonte: Bacen (2008)

No âmbito microeconômico há algumas particularidades que ressaltamos a seguir: a expressiva redução do crédito ao setor público verificada neste período foi motivada, principalmente, pela estratégia do governo federal de liquidar os empréstimos estatais contraídos com bancos públicos, principalmente os estaduais<sup>25</sup> (CORRÊA, 2006), no intuito de tornar esses bancos mais atraentes para o processo de privatização, além de atender aos objetivos propostos no âmbito do PROES. Da mesma maneira, o crescimento atípico do crédito ao governo federal (aproximadamente 36%), no período 1997-1998, teve como principais causas, segundo o Bacen (1998, p. 62).

“a contratação de empréstimos para financiamento de atividades das frentes emergenciais contra a seca no Nordeste, com recursos do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT); assunção de dívida ao amparo da MP n. 1.773-32, de 14.12.98, referente à equalização da taxa de juros prevista nos contratos de

<sup>25</sup> Sobre a relevância que tinha o setor financeiro nas dívidas dos estaduais valem as considerações de Corrêa (2006, p. 110): “(...) em termos dos Bancos Comerciais Oficiais, verificamos uma forte deterioração dos ativos, pois são efetuados empréstimos incobráveis, concedidos a governos estaduais e empresas estatais. Os governos estaduais valeram-se do comando político sobre os Bancos Públicos Estaduais, usando-os, tanto para carregar os títulos da dívida mobiliária não colocados junto ao setor privado, quanto para tomar empréstimos com o objetivo de atender aos gastos públicos e aos problemas emergenciais. Assim, o Estado aparecia como principal tomador dos créditos destes bancos, sendo que em 1984, chega a ser responsável por 70% das operações de crédito dos mesmos.”

renegociação das dívidas estaduais (IGP-DI + 5% a.a. a 7,5% a.a.) e a taxa de juros over/Selic utilizada nas linhas de crédito do Proes, para bancos federais, na aquisição de passivos de bancos estaduais junto ao público, nos termos das Circulares n. 2.745, de 18.3.97, e 2.871, de 4.3.98.”

No tocante ao setor privado, os movimentos atípicos se mostraram na elevação do crédito ao setor de outros serviços e à habitação, entre 1997-1998, e às pessoas físicas, entre 1996-1997, tendo em vista que os demais setores apresentaram trajetórias mais regulares, seja de crescimento (no caso da indústria) ou de decréscimo (no caso do comércio). O aumento do crédito ao setor de serviços, no período 1997-1998, deveu-se, em grande medida, “à assunção de créditos do Tesouro Nacional pelo BNDES, contra consórcios adquirentes de empresas do Sistema Telebrás, no valor de R\$ 6,7 bilhões” (BACEN, 1998, p. 58), que, em valores de 2007, correspondem a aproximadamente R\$ 12,6 bilhões.

Já no tocante ao setor habitacional, o crescimento de aproximadamente 6% no período 1997-1998 refletiu o impacto de algumas medidas adotadas pelo governo federal, como a constituição de companhias hipotecárias e de maturação dos fundos de investimento imobiliário, assim como de companhias securitizadoras de recebíveis, constituídas por agentes econômicos ligados especificamente ao setor habitacional (ibid.). Por sua vez, o crescimento do crédito às pessoas físicas, entre 1996 e 1997, deveu-se ao crescimento de 971% das operações de *leasing*, em 1997, após a elevação da alíquota do imposto sobre operações financeiras (IOF), de 6% para 15%, incidente sobre as operações de crédito, mas não incidente sobre as operações de *leasing* (BACEN, 1997).

O destaque de alta entre os setores deu-se entre 2000 e 2001 para os créditos destinados às pessoas físicas, os quais foram ampliados, porém, como consequência do crescimento das operações de crédito rotativo (cheque especial), indicando um endividamento não planejado, derivado mais de dificuldades financeiras das famílias do que do direcionamento de recursos para a aquisição de bens de consumo duráveis (BACEN, 2001). De 2001 a 2003, esses créditos se mantiveram relativamente estáveis, com média de R\$ 118 bilhões por ano.

O destaque de queda (de aproximadamente 60%) deu-se com os recursos destinados à habitação, entre 2000 e 2001, e foi determinado basicamente pelo montante de recursos repassados pela Caixa Econômica Federal (CEF) à Empresa Gestora de Ativos (Emgea) e

para a União, no intuito de amparar o Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais, em conformidade com a Medida Provisória n. 2.196, de 28 de junho de 2001. Além disso, a queda desses recursos foi motivada pela suspensão de algumas linhas de crédito pela Caixa Econômica Federal, que alegou haver descasamento entre o custo de captação e a receita financeira dos créditos concedidos por essas linhas (BACEN, 2001). Por fim, vale destacar que o volume de recursos destinados ao setor rural cresceu, ao longo do período, em função de políticas agrícolas expressas, por exemplo, no maior volume de recursos disponibilizados para a safra 2003/2004.

### **1.2.2 Apreciação crítica dos fatos**

Em um primeiro esforço de análise acerca da evolução do volume de crédito nesse período pode-se dividi-lo em dois, de acordo com características particulares, embora ambos tenham se destacado pela inércia da evolução dos recursos transacionados no mercado de crédito. O primeiro período abrange os anos entre 1996 e 1999 e se caracterizou, em termos de evolução do crédito do sistema financeiro, pelo pequeno crescimento (11,94%) do crédito destinado ao setor privado, e pelo forte decréscimo (66,61%) do crédito ao setor público (destacadamente aos governos estaduais e municipais).

O segundo período, que vai de 2000 a 2003, se caracterizou pela relativa estabilidade do crédito destinado ao setor privado (decrécimo de 2,04%), e ainda por uma mais elevada redução dos empréstimos ao setor público, de 7,76%, de maneira que o volume geral de operações de crédito do sistema financeiro também permaneceu praticamente estável, apresentando decréscimo de 2,25% no período.

Com essas considerações sobre as variações da trajetória do volume de crédito, pode-se afirmar que, de maneira geral, o volume de crédito se manteve em níveis relativamente estáveis ao longo do período 1996-2003, refletindo tanto a tendência de postergação das decisões de investimento das empresas e de consumo das famílias, sobretudo de bens de maior valor unitário, quanto (e principalmente) o conservadorismo da política econômica e dos bancos, além da seletividade desses últimos na concessão de novos empréstimos.

Uma interpretação a partir dos conceitos pós-keynesianos de preferência pela liquidez e avaliação de riscos por parte dos bancos, considera que esse posicionamento de

conservadorismo e seletividade dos bancos na concessão de novos empréstimos, pode ser entendido como uma maior preferência pela liquidez desses agentes diante da elevação das incertezas, agravadas pelas crises que marcaram esse período e pelas condições desfavoráveis predominantes nos cenários externo e interno traduzidas, segundo o BACEN (2002, p. 60), em contração de financiamentos internacionais e volatilidade da taxa de câmbio, com repercussões adversas sobre os níveis da atividade econômica, das taxas de juros e do nível de preços. A isso se somou o conservadorismo da política econômica, que elevou e manteve elevadas (em média) as taxas básicas de juros, as quais, como vimos, estabelecem uma maior ou menor preferência pela liquidez dos bancos, via “custo de oportunidade”, mas também reduzem a Eficácia Marginal do Capital em geral.

Então, em função do ambiente de alta incerteza gerado pelas seguidas crises financeiras internacionais e pelas respostas inadequadas dos gestores domésticos da política econômica a elas, os bancos privilegiaram a liquidez à rentabilidade e evitaram a ampliação de empréstimos, tendo em vista a baixa liquidez desse ativo frente aos demais ativos que compõem o balanço bancário. Esse comportamento dos bancos foi identificado por Paula (2006, p. 91-92) quando, ao analisar o crédito no Brasil no período junho/1998 – dezembro/2004, afirmou que “a alocação de portfólio dos bancos tem estado dominada pelo curtíssimo prazo e alta preferência pela liquidez, que tem resultado em baixa oferta de crédito e elevado *spread*.”

Os efeitos das medidas adotadas pelas autoridades monetárias no sentido de reduzir incertezas do mercado (PROES, PROER, FGC, controles internos pelas instituições do SFN, Resolução 2.493, abertura do setor financeiro ao capital estrangeiro, entre outras) e, conseqüentemente, reforçar a participação do sistema financeiro no desenvolvimento do país, causaram apenas leves aumentos do volume de crédito em determinados momentos e, em outros, algumas pequenas reduções desse volume, de forma que não se mostraram capazes, no geral, nem para reduzir e nem para aumentar de forma significativa o volume de recursos financeiros, ao longo do período analisado.

Além disso, os efeitos resultantes dessas alterações no volume de crédito foram momentâneos, ou seja, tiveram curta duração. Mesmo com a intensificação de medidas favoráveis à expansão do crédito após 2000, esse volume não apresentou a elevação contínua que, em princípio, se desejou. Esse comportamento parece indicar que houve uma

predominância das condições do ambiente econômico sobre as medidas políticas direcionadas a melhora do desempenho do mercado, de forma que essas condições foram a base para os agentes formarem suas expectativas, durante o período analisado.

Tendo em vista o aumento das incertezas em função do cenário econômico internacional e nacional desfavorável, os agentes econômicos adotaram nesse período outra convenção que, por experiência, lhes parecia mais prudente: a preferência pela liquidez. Esse comportamento, quando analisado em relação aos ofertantes de crédito (bancos), indica racionamento de crédito, pois, quando as expectativas dos banqueiros são pessimistas (incerteza e expectativa de altos riscos mais elevadas), os bancos aumentam sua preferência pela liquidez em relação à rentabilidade (CARVALHO, 1999).

### **1.3 Evolução do mercado brasileiro de crédito no período 2004-2007: o crescimento**

#### **1.3.1 Apreciação dos fatos históricos**

O ano de 2003 teve um início problemático. As especulações sobre possíveis alterações de rumo da política econômica e sobre a existência de um “Plano B” do novo governo que, teoricamente, colocaria em prática políticas econômicas de eficiência duvidosa, defendidas por parte do Partido dos Trabalhadores (PT), aumentavam a incerteza do mercado acerca dos rumos que a economia tomaria, prejudicando investimentos e consumo e, conseqüentemente, prejudicando o alcance das metas almejadas para as taxas de juros e de inflação.

No final de 2003, ao término do primeiro ano do governo Lula, as citadas incertezas foram superadas em virtude das repetidas ações políticas consideradas responsáveis por grande parte dos agentes econômicos – ainda que objetos de críticas acerbas por parte de vários economistas, empresários e trabalhadores. Com isso os temores de vários agentes acerca das políticas econômicas que seriam adotadas pelo governo petista foram substituídos pela convicção de que a nova equipe estava dando continuidade às principais políticas do governo anterior, tendo em vista a manutenção de instrumentos característicos da antiga administração como as metas de inflação, os elevados níveis da taxa básica de juros, o ajuste fiscal permanente e o regime de câmbio flutuante.

Os impactos negativos daquilo que passou a ser chamado de “efeito-Lula” decresceram e tornou-se possível o crescimento do Produto, ao mesmo tempo em que a

taxa de variação da inflação reduzia-se constantemente, alcançando 9,3%, em 2003 e 7,6%, em 2004, enquanto que a taxa SELIC se elevou em apenas 0,5%, no mesmo período.

Obviamente a melhora das expectativas dos agentes acerca do mercado não foi motivada apenas pelos fatores políticos e econômicos internos. A conjuntura internacional desse período se mostrava favorável ao aparecimento desses resultados. Segundo Filgueiras e Gonçalves (2007, p. 57) “[d]esde 2003 a economia mundial tem experimentado dinamismo extraordinário, que se reflete nas esferas produtivo-real, comercial, tecnológica e monetário-financeira das relações internacionais”.

Cabe destacar que essa expansão econômica pós-2003 (mas que apresentaria resultados mais consistentes a partir de 2004) foi impulsionada pelo crescimento do volume de comércio exterior e pela elevação dos preços internacionais, sendo que o determinante desse último foi a pressão de demanda, decorrente das elevadas taxas de crescimento da renda mundial, com destaque para a China e os EUA (CARNEIRO, 2007).

O mais importante notar é que, no tocante à esfera monetário-financeira, os indícios foram de crescimento do nível de liquidez internacional (quantidade de ativos monetários) e da quantidade de ativos financeiros negociados internacionalmente<sup>26</sup>, como consequência do dinamismo da economia mundial desse período e também da valorização financeira (fictícia) de uma boa parcela destes ativos, nesse período. Grande parte desses recursos, no período em análise, foi direcionada para a compra de títulos privados e públicos nos mercados emergentes (investimentos em portfólio), dentre eles o Brasil, haja vista a maior rentabilidade desses títulos em relação aos ofertados pelos países centrais, e a redução da aversão ao risco dos investidores, característica de momentos de expansão econômica.

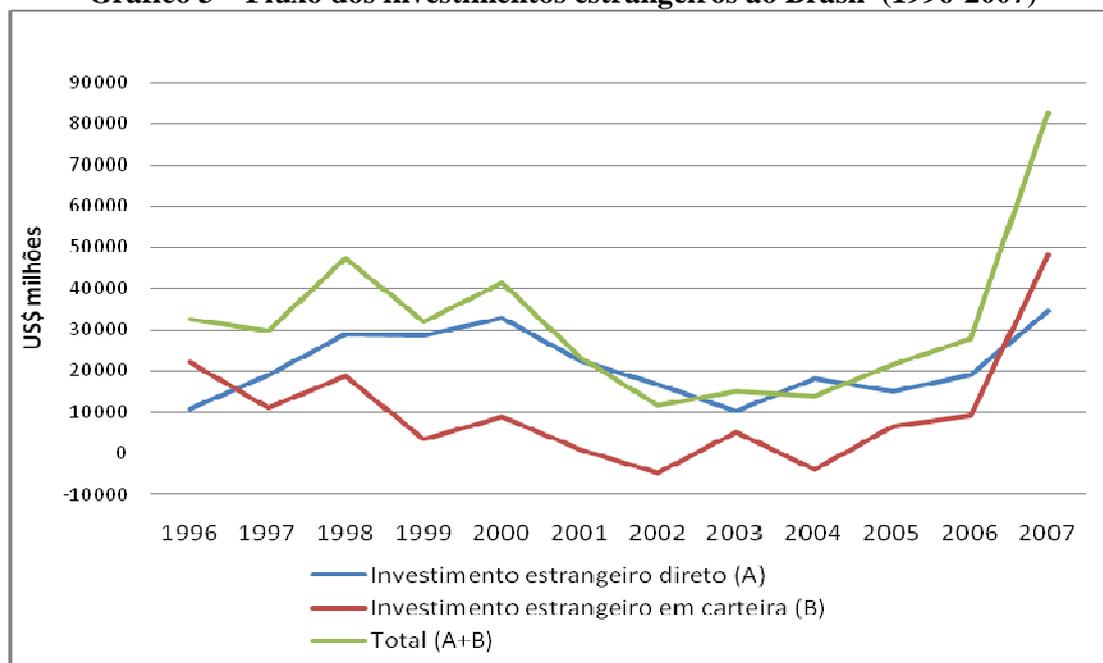
No tocante aos investimentos diretos, houve uma concentração do fluxo de capitais externos ao Brasil nesses investimentos, e mais especificamente, na conta participação no capital, de 1997 a 2000, como consequência do processo de desestatização de setores de utilidade pública (com destaque para as telecomunicações) e da onda global de expansão das grandes corporações produtivas e financeiras, impulsionada pelas operações de fusão e aquisição. A partir de 2000, esses investimentos se reduziram, em decorrência,

---

<sup>26</sup> “A evidência da expansão da liquidez internacional é dada pelo volume de recursos internacionais mundiais. Essas reservas mais do que duplicam em 2002 e 2006: passam de US\$ 2,4 trilhões no final de 2002 para US\$ 4,9 trilhões em 2006 (...) A relação entre as reservas internacionais e o PIB mundial aumentou continuamente, de 10,9% em 2002 para 14,1% em 2006.” (FILGUEIRAS; GONÇALVES, 2007, p. 43).

principalmente, do menor número de privatizações, da baixa taxa de crescimento doméstica e da desaceleração econômica dos países centrais, em especial, dos Estados Unidos, principal país de origem dos investimentos diretos ao Brasil (CINTRA; PRATES, 2004).

**Gráfico 3 – Fluxo dos investimentos estrangeiros ao Brasil (1996-2007)**



Fonte: Bacen (2008)

De maneira geral, o fluxo de investimentos estrangeiros ao Brasil, tanto em carteira quanto direto, apresentou trajetória declinante, a partir de 1998<sup>27</sup>, e voltou a crescer somente a partir de 2004 (gráfico 3) como consequência do crescimento dos valores totais dos ativos financeiros mundiais e do dinamismo da economia mundial que, conforme já destacado, motivaram a redução da aversão ao risco dos investidores internacionais. Os impactos exatos dessa entrada de recursos no país não são mensurados nesse trabalho, mas é visível a importância que esses recursos têm para o desempenho econômico brasileiro, tendo em vista sua participação decisiva na apresentação dos saldos positivos do balanço de pagamentos ao longo nos últimos sete anos.

Esse aumento das condições internacionais de liquidez foi também responsável pela valorização expressiva dos títulos da dívida brasileira, de forma que, segundo o Bacen

<sup>27</sup> Houve elevação do montante desses investimentos entre 1999 e 2000 em função, principalmente, da rápida melhora de cenário em 2000.

(2003, p. 53), “o *spread* entre os títulos americanos e brasileiros reduziu-se progressivamente, de 1.324 pontos bases, em janeiro [de 2003], para 569, em média, em dezembro, favorecendo novas captações no exterior”, influenciando diretamente o custo das operações de crédito no sistema bancário e incentivando o aumento da demanda por operações de crédito.

Isso reforça a tese de que o cenário econômico internacional foi fundamental para que o cenário interno, a partir do final de 2003, se mostrasse mais estimulante à melhora inicial das expectativas dos agentes. Com o tempo essas expectativas se reforçaram com a apresentação de taxas de crescimento do PIB brasileiro mais consistentes do que as apresentadas nos períodos anteriores<sup>28</sup>, e com a redução gradual da taxa SELIC e do nível de preços.

Neste contexto, a partir de 2004 teve início o tão esperado crescimento do volume de operações de crédito, com destaque para as operações ao setor privado, em todos os níveis. O volume de operações para o setor público, por sua vez, apresentou leve decréscimo, nesse período, sem variações atípicas que mereçam maiores comentários. Ao longo do quadriênio 2004-2007, houve forte crescimento (67,6%) do volume de crédito do sistema financeiro ao setor privado e baixo decréscimo desses recursos ao setor público, como observamos na tabela e gráfico abaixo:

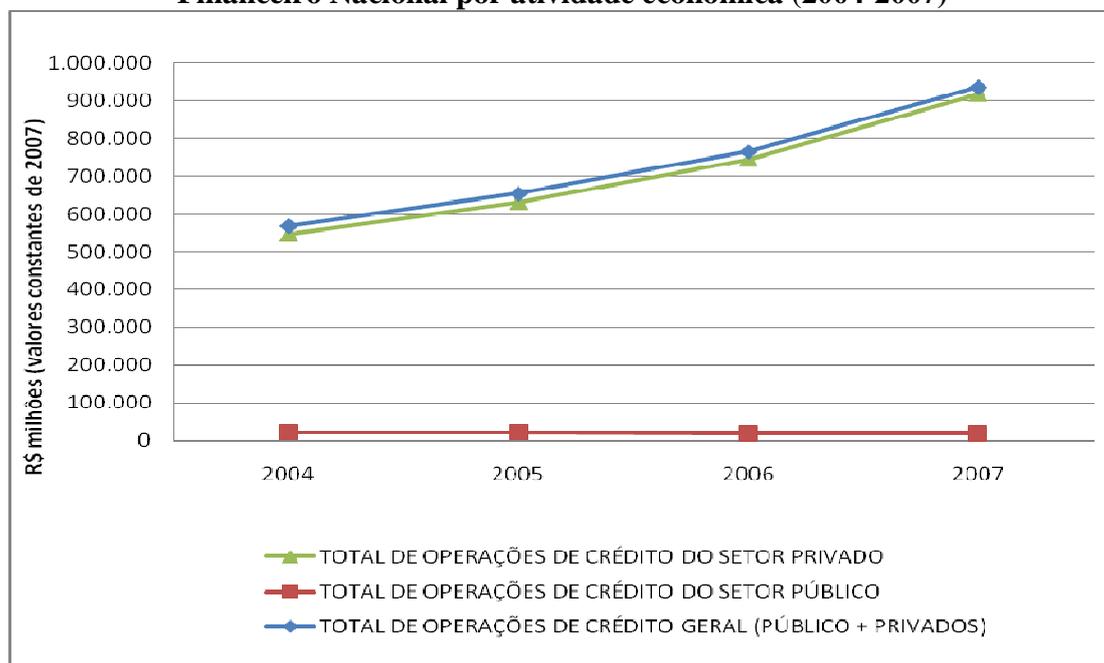
**Tabela 7 – Volume de operações de crédito (recursos livres e direcionados) do Sistema Financeiro Nacional por atividade econômica (2004-2007)**  
R\$ milhões (valores constantes de 2007) – Saldos de dezembro

	SETOR PRIVADO							SETOR PÚBLICO			TOTAL
	Rural	Indústria	Comércio	Outros Serviços	Habitação	Pessoas Físicas	Total Setor Privado	Governo Federal	Gov. Estaduais e Municipais	Total Setor Público	
<b>2004</b>	66.657	142.527	62.555	90.608	29.349	155.327	547.023	5.742	16.135	21.878	568.901
<b>2005</b>	71.061	149.704	69.508	106.864	31.330	203.395	631.862	4.914	17.235	22.149	654.011
<b>2006</b>	81.146	171.921	81.931	126.938	37.281	246.333	745.550	4.381	15.333	19.714	765.264
<b>2007</b>	89.202	213.901	97.661	156.232	45.852	314.286	917.134	3.588	15.245	18.833	935.967

Fonte: Bacen (2008)

<sup>28</sup> Esse período concentra os dois melhores desempenhos do PIB dos últimos doze anos: 5,7% de variação real, em 2004, e 5,4%, em 2007.

**Gráfico 4 – Volume de operações de crédito (recursos livre e direcionados) do Sistema Financeiro Nacional por atividade econômica (2004-2007)**



Fonte: Bacen (2008)

### 1.3.2 Apreciação crítica dos fatos

De forma geral, foram verificadas tendências para cada um dos períodos analisados que, em síntese, foram: estabilidade da trajetória do volume de crédito entre 1996-2003 e crescimento a partir de 2004. Como já salientado, os oito primeiros anos de estabilidade, se divididos em dois períodos de quatro anos, apresentaram variações distintas para o crédito ao setor privado e ao setor público. Entre 1996 e 1999 houve pequeno crescimento do crédito destinado ao setor privado (11,94%) e forte decréscimo do crédito ao setor público (66,61%), enquanto que, entre 2000 e 2003, houve uma relativa estabilidade do crédito destinado ao setor privado (decrécimo de 2,04%) e uma elevada redução dos empréstimos ao setor público (7,76%). A tabela 8 sistematiza essas tendências das trajetórias para cada período.

A hipótese até aqui é de que o principal motivador desse crescimento do volume de crédito tem sido o cenário econômico sem crises e a influência deste sobre as expectativas dos agentes econômicos. Outros fatores também tiveram influência sobre esse comportamento do mercado de crédito, mas suas influências são menores. Tome-se, por exemplo, a influência de políticas discricionárias de incentivo ao crédito. O destaque dessas

políticas está com o crédito em consignação, instituído em setembro de 2003, mas com fortes efeitos sobre o volume de crédito pessoal, a partir de 2004.

**Tabela 8 – Tendências das trajetórias das operações de crédito do SFN por atividade econômica (1996-2007)**

Período	Setor Privado		Setor Público		Total	
	Tendência	Var. %	Tendência	Var. %	Tendência	Var. %
<b>1996-1999</b>	Baixo crescimento	11,94%	Forte decréscimo	-66,61%	Estabilidade	-2,01%
<b>2000-2003</b>	Estabilidade	-2,04%	Estabilidade	-7,76%	Estabilidade	-2,25%
<b>2004-2007</b>	Forte crescimento	67,66%	Baixo decréscimo	-13,92%	Forte crescimento	64,52%

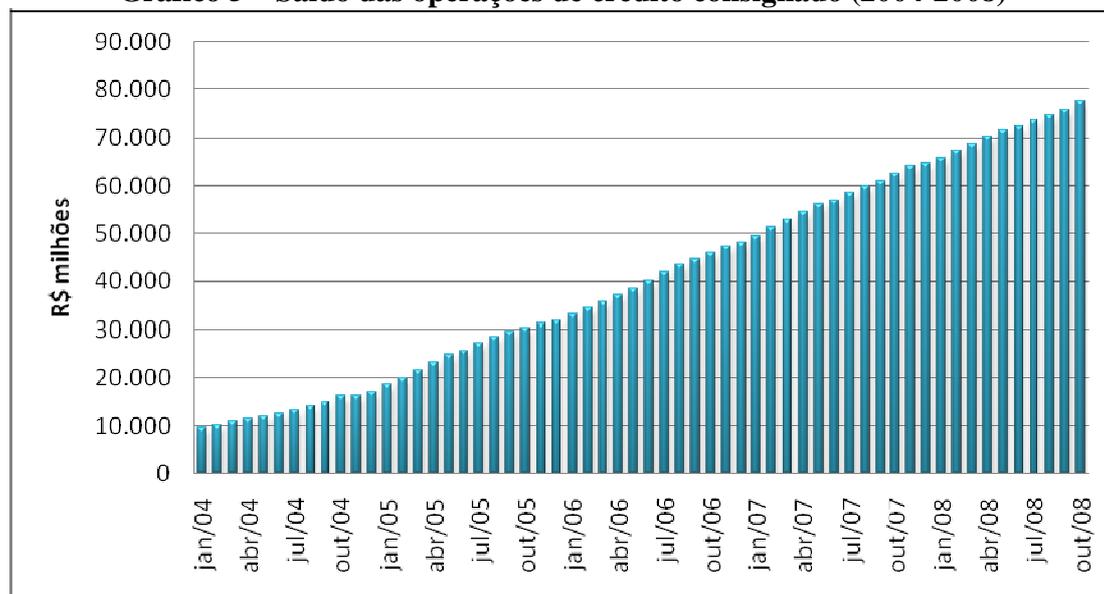
Crerários assumidos para classificar a tendência da trajetória das operações de crédito: | 0%| <estabilidade ≤ |10%| - |10%| <baixo crescimento/decrécimo ≤ |20%| - |20%|<forte crescimento/decrécimo ≤ |∞%|

Fonte: Elaboração própria

Essa modalidade de crédito prevê o desconto em folha de pagamento das prestações de dívidas contraídas por pessoas físicas com o sistema financeiro (limitado a 30% da remuneração do indivíduo), a partir da negociação entre sindicatos de trabalhadores, empresas e o sistema financeiro. A estrutura dessa modalidade de crédito, teoricamente, reduz as assimetrias de informação e o risco de crédito para o emprestador e permite, por conseqüência, a redução do custo financeiro para o tomador do empréstimo, ao mesmo tempo em que amplia o nível de segurança dos contratos entre bancos e tomadores, estimulando a demanda por crédito. Com o gráfico 5 se nota a expressiva evolução do saldo das operações contratadas no âmbito desta modalidade de crédito, a partir de 2004.

Contudo, afora o crédito consignado, não foram adotadas políticas de crédito de grande vulto que justificassem o crescimento do volume total de crédito, após 2004. A maioria das Resoluções do Banco Central foi direcionada a medidas de regulamentação do sistema financeiro e, de forma geral, não foram mais expressivas do que as medidas adotadas antes de 2004, apresentadas na primeira parte deste trabalho. Dentre estas medidas se destacaram o Comunicado n. 12.746, de 2004, referente aos procedimentos de adesão ao novo Acordo de Basiléia (Basiléia II), que pretendia ampliar o requerimento de capital das instituições financeiras também para risco operacional (o Basiléia I considerava requerimento de capital somente para riscos de crédito e de mercado); e a Resolução 3.400, de 2006, que ampliou o valor máximo de garantia proporcionada pelo FGC de R\$ 20 mil para R\$ 60 mil e autorizou o conselho de administração deste Fundo a reduzir o percentual da contribuição mensal devida pelas instituições associadas, de 0,025% para 0,0125%.

**Gráfico 5 – Saldo das operações de crédito consignado (2004-2008)**



Fonte: Bacen (2008)

Outro fator de influência se encontra na redução da taxa interna de juros. Como já observado, houve progressiva queda da taxa SELIC nesse período, o que diminuiu o custo dos empréstimos bancários, tendo em vista a já analisada influência da primeira sobre o segundo. Contudo, como será visto no capítulo 3, essa diminuição nos custos dos empréstimos bancários (ao menos para as empresas, o foco deste estudo) não teve efeitos tão significativos no volume de crédito total. Isso porque as operações que tiveram maior crescimento relativo nesse período, capital de giro e conta garantida, não foram aquelas de menor custo financeiro (conta garantida, por exemplo, manteve-se como a operação de maior custo – ver gráfico 12 e tabela 15), não deixando evidente, portanto, uma relação que justifique que o aumento do volume de crédito foi consequência da diminuição do custo das operações de empréstimo.

Por fim, outro instrumento de política monetária que poderia justificar o crescimento das operações de crédito após 2004 são os recolhimentos compulsórios. No entanto, eles foram alterados pela última vez em 8 agosto de 2003, quando a alíquota dos recolhimentos compulsórios sobre depósitos a vista passou de 60% para 45%, não sofrendo novas alterações. As alíquotas relativas aos demais depósitos se mantiveram nos níveis indicados na tabela 4, de forma que não podemos atribuir aos recolhimentos compulsórios os méritos sobre o crescimento do volume de crédito observado após 2004.

Assim, com base nessas observações, pode-se notar que parece bastante plausível a suposição de que o crescimento do volume de crédito decorreu da melhora nas expectativas dos agentes econômicos numa análise semelhante, porém em sentido contrário à proposta para o período 1996-2003. Assim, recorrendo novamente à teoria pós-keynesiana, a sugestão é de que o cenário econômico de estabilidade interna e externa foi fundamental para esse comportamento do crédito, uma vez que favoreceu as expectativas dos agentes financeiros para o fornecimento de empréstimos.

O encadeamento dos fatos decorrentes dessa idéia parte da suposição de que a melhora nas expectativas dos bancos em relação ao futuro, em virtude da melhora do cenário econômico, diminuiu suas incertezas e sua preferência pela liquidez, de forma que esses agentes privilegiaram um pouco mais a rentabilidade em detrimento da liquidez, fornecendo mais empréstimos aos agentes econômicos.

Além disso, pode-se dizer que as políticas econômicas, no Brasil, ao longo do período 1996-2007, não foram capazes de isolar o país aos choques internacionais, no que tange ao crescimento econômico, o qual se manteve baixo quando comparado ao crescimento econômico médio mundial, mas, sobretudo, quando cotejado ao dos países em desenvolvimento. No entanto, a política econômica conseguiu certo isolamento do país – e este é o ponto geralmente destacado por economistas e outros analistas – quanto a crises externas<sup>29</sup> e a fortes surtos inflacionários, dado que a inflação anual, medida pelo IPCA, manteve-se abaixo de dois dígitos em todos os anos do período 1996-2008, com exceção de 2002, quando atingiu 12,53%. Grande parte deste “sucesso” foi alcançado via flutuações acentuadas da taxa de câmbio, com suas repercussões sobre o crescimento econômico do país, sobrevivência de certos setores e integração de cadeias produtivas, taxa de investimento agregada e em setores e cadeias produtivas, Balança de Transações Correntes, Balanço de Pagamentos e possibilidades recorrentes de crise externa.

Neste momento, vale lembrar que, para os pós-keynesianos, os bancos desempenham papel decisivo no tocante ao racionamento ou não do crédito, tendo em vista as implicações da assimetria de expectativas e informações entre ofertantes e demandantes de crédito. Assim, sem perder de vista que a causa primeira dos movimentos no mercado de

---

<sup>29</sup> A maior exceção de períodos anteriores mais recentes foi 1998-99, quando os gestores que assumiram, em janeiro de 1999, tiveram um bom desempenho, debelando de forma razoavelmente rápida uma crise externa de grande magnitude que se avizinhava.

crédito foi consequência dos impactos do cenário econômico sobre as expectativas dos agentes, pode-se deduzir que os bancos foram, dentre todos os agentes que compõem o mercado, os principais responsáveis pelo aumento do volume de crédito verificado neste período, da mesma forma que foram eles os responsáveis pela estabilidade do volume de crédito analisada na subseção 1.2.2.

Como destaca Paula (2008), bancos têm comportamento pró-cíclico e na fase de *boom* econômico eles tendem a acomodar a demanda por crédito dos agentes, na suposição da continuidade do crescimento dos lucros e da renda na economia. No entanto, pode-se perguntar: de que maneira os bancos obtêm os recursos necessários para acomodarem a demanda por crédito dos agentes nesses períodos de *boom*?

Segundo os pós-keynesianos, a resposta a esta pergunta está na capacidade de os bancos alavancarem suas operações ativas através do aumento do volume de recursos captados junto ao público e do uso de técnicas de administração do passivo, cujos efeitos principais são a alteração da composição de seu passivo em direção ao que lhes é mais conveniente, de acordo com o *trade off* risco-rentabilidade (PAULA, 2006, p. 88). Outra fonte de recursos está no “multiplicador bancário”, i.e., no aumento de depósitos a partir de empréstimos, com o que emerge a possibilidade de ampliação de empréstimos (WRAY, 1998; CHICK e DOW, 2002; FONTANA, 2004; ALVES JR; DYMSKI; PAULA, 2008), em sucessivas rodadas, desde que demandantes e ofertantes de crédito estejam de acordo quanto ao desejo de emprestarem e as condições de crédito.

Na prática, em momentos de *boom* econômico, quando os bancos querem aumentar o volume de crédito na economia, eles redirecionam os recursos financeiros investidos em títulos públicos para as operações de empréstimo, ao mesmo tempo em que ampliam a captação de recursos por meio de inovações financeiras. Abaixo, a descrição do Bacen (2005a, p. 65) sobre a composição da carteira de crédito bancário e da trajetória do CDB no período 2003-2005, corrobora essas suposições:

“Considerando-se os bancos comerciais, múltiplos e a Caixa Econômica Federal, grupo denominado de sistema bancário, observa-se que a distribuição de ativos reforça a participação das operações de crédito em comparação com a carteira de títulos e valores mobiliários, excetuando-se as operações com derivativos. Em dezembro de 2005, a carteira de crédito representava 31,3% dos ativos, mesmo percentual de 2004, ante 28,6% em dezembro de 2003. Por outro lado, a parcela dos haveres em títulos reduziu-se de 26,7%, no final de 2003, para 25,7%,”

em dezembro de 2005. Quanto à composição da carteira de títulos, observa-se maior diversificação nas aplicações, tendo em vista que a participação dos títulos públicos reduziu-se de 88,6% no final de 2003, para 88,3% em 2004, e 83,1% em dezembro de 2005. Essa trajetória foi influenciada, principalmente, pelo crescimento na participação de debêntures.

Quanto às fontes de financiamento, destaca-se o crescimento da emissão de Certificado de Depósitos Bancários (CDB), que tem se constituído em uma das principais fontes de recursos para a ampliação do crédito ao setor privado. De fato, observa-se que, nos últimos dois anos, período de expressivo crescimento das operações de crédito, essas captações ampliaram sua participação na exigibilidade do sistema. Em dezembro de 2005, o estoque desses depósitos representava 18% do passivo exigível do sistema bancário, ante 16,7%, em 2004, e 13,8% em 2003.”

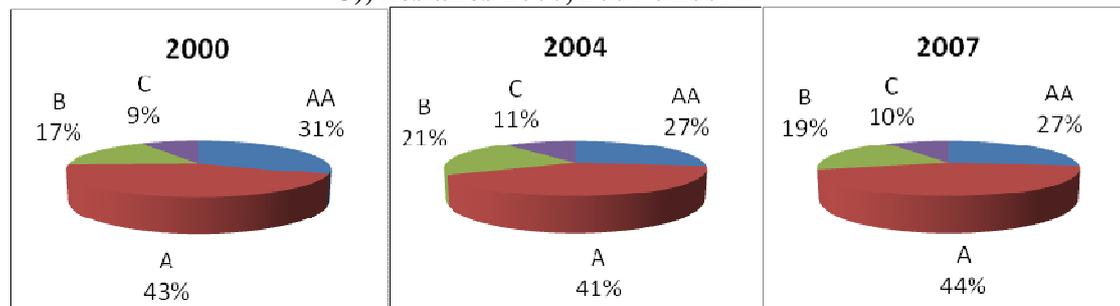
Os relatórios dos anos seguintes também apresentam dados interessantes acerca da composição do passivo bancário, que evidenciam a utilização da técnica de administração de passivos pelos bancos. Segundo esses relatórios, a participação dos títulos públicos no total dos ativos bancários passou de 28,1%, em 2003, para 27,8%, em 2006, e 24,8%, em 2007, enquanto que a participação das operações de crédito, que era de 28,6% em 2003, passou para 30,8%, em 2006, e, finalmente, 32,2%, em 2007. Ou seja, os bancos, nesse período, efetivamente administraram seus passivos e aumentaram suas fontes de financiamento, com o intuito de ampararem a necessidade de crédito dos agentes, tendo em vista a suposição de continuidade do crescimento dos lucros e da renda na economia.

Outra mudança no comportamento dos bancos em momentos de *boom* econômico é a maior tolerância ao risco por parte desses agentes. Segundo Paula (2006), quando as expectativas dos bancos se tornam mais otimistas, em razão de uma fase ascendente do ciclo, eles passam a privilegiar rentabilidade à liquidez, procurando elevar os prazos e adquirir ativos que embutam maiores riscos e rentabilidade. A busca por maiores lucros em uma conjuntura expansionista induz os bancos a adotarem uma postura mais agressiva (ALVES JR; DYMSKI; PAULA, 2008). Os banqueiros aceitam ativos de mais longo termo e/ou de mais alto risco, ao mesmo tempo em que diminuem a taxa paga nas suas obrigações, oferecendo maiores promessas de segurança e garantias especiais aos depositantes. Como resultado destas estratégias bancárias, a disponibilidade de recursos para o financiamento de gastos dos agentes aumenta (ou seja, o volume de crédito aumenta) e cria-se uma condição necessária para a expansão do nível de produto na economia (MINSKY, 1986).

Essa maior tolerância ao risco por parte dos bancos esteve presente no período de

expansão creditícia recente da economia brasileira e pode ser observada nos dados disponibilizados pelo Bacen, apresentados abaixo:

**Gráfico 6 – Distribuição do volume de crédito no SFN por nível de risco (AA, A, B e C), nos anos 2000, 2004 e 2007**



Fonte: Bacen (2008)

Os gráficos apresentam o total de operações de crédito bancário distribuídos entre os riscos AA ao C nos anos 2000, 2004 e 2007. As operações classificadas nesse intervalo de risco constituem, em média, 90% do total de operações de crédito bancário no período analisado. Tomamos por base de comparação o ano 2000 porque este foi o primeiro ano em que se usou essa metodologia de classificação de risco, seguindo instruções da Resolução n. 2.682, de 21 de dezembro de 1999. Esses dados evidenciam o crescimento da tolerância ao risco dos banqueiros no início da fase de crescimento do crédito (em 2004), tendo em vista o crescimento das operações de risco B e C, e corroboram as expectativas acerca da maior tolerância dos bancos em relação ao nível de risco, em períodos ascendentes do ciclo econômico.

Todo o comportamento desses agentes parece indicar, portanto, que houve uma predominância das condições do ambiente econômico sobre as medidas políticas direcionadas à melhora do desempenho do mercado, de forma que essas condições foram a base para os agentes (bancos, principalmente) formarem suas expectativas, durante o período analisado neste estudo. Em outros termos, os fatos indicam que os agentes econômicos atuantes no mercado de crédito, durante o período 1996-2007, formaram suas expectativas baseados intensamente nas condições macroeconômicas, não se devendo menosprezar, neste exato sentido, a extrema relevância da política econômica excessivamente conservadora, que adotou políticas contracionistas, ao longo de todo o período.

Por fim, vale ressaltar que, para os pós-keynesianos, o comportamento dos bancos é capaz de ampliar ainda mais o crescimento econômico durante a fase expansionista do ciclo, uma vez que, ao suprirem as necessidades de crédito das firmas, estão também financiando o crescimento econômico, ou seja, estão praticando ato fundamental para que uma economia monetária possa crescer (PAULA, 2006).

## **2. EVOLUÇÃO DO MERCADO BRASILEIRO DE TÍTULOS (1996-2007)**

O mercado de títulos (MT) é dividido em mercado primário e secundário. O primeiro refere-se ao mercado no qual ocorre a colocação inicial de um título, ou seja, a sua primeira operação de compra e venda. O segundo foi criado para permitir a negociação contínua de papéis emitidos no mercado primário, ou seja, para operações de compra e venda posteriores à primeira colocação. A função do mercado primário é proporcionar às empresas fontes alternativas de recursos para financiamento, enquanto que a do secundário é proporcionar liquidez aos papéis existentes, permitindo que os detentores dos títulos emitidos no mercado primário possam vendê-los quando não os desejarem mais (CARVALHO *et al*, 2000).

Mercados secundários líquidos e organizados contribuem indiretamente para o financiamento da atividade de investimento, na medida em que alterações no estado de negócios na Bolsa (altas e baixas do índice que refletem o preço médio de uma carteira de ativos composta pelas ações mais negociadas na Bolsa) podem afetar as decisões de investir dos capitalistas. Numa conjuntura de aquecimento da bolsa, em que as ações são transacionadas a cotações crescentes (alta do índice), será mais fácil ofertar ações e vendê-las a uma cotação satisfatória, captando maior volume de recursos. Já numa conjuntura inversa, de desaquecimento da bolsa, um aumento da oferta de títulos tenderá a deprimir ainda mais a cotação das ações (baixa do índice) sendo, portanto, desvantajoso o lançamento primário de ações (SILVA, 1999).

Nesse sentido Silva (*ibid.*, p. 309, grifos no original) afirma que:

“As ações são normalmente colocadas no mercado por instituições especializadas, como os *bancos de investimento*. Essas instituições adiantam às empresas os recursos necessários ao investimento, tornando-se proprietárias de uma parte das ações e/ou responsabilizando-se pelo *timing* segundo o qual as ações são ofertadas na bolsa. Cabe a essas instituições avaliar, juntamente com as empresas, a conveniência de uma nova emissão de ações. Numa conjuntura de baixa, haverá pouca receptividade a novas emissões, dada a possibilidade de que

um aumento da oferta deprime as cotações dos títulos existentes nas carteiras das próprias instituições (...)"

Assim, embora o interesse desse capítulo esteja mais direcionado ao mercado primário, visto ser este o responsável direto pelo financiamento empresarial no MT, não se deixará de analisar as oscilações do mercado secundário quando oportuno, tendo em vista sua influência no desempenho do mercado primário.

Os títulos negociados no MT são divididos, basicamente, em dois grupos: os títulos de propriedade, representados pelas ações, cuja negociação envolve a compra e venda de parte do capital das empresas; e os títulos de dívida, que são provenientes de empréstimos contraídos junto a terceiros e representados, principalmente, pelas debêntures, bônus de subscrição e notas promissórias. Os portadores de títulos de dívida são credores da empresa que os emitiu, ao contrário dos acionistas, que são proprietários dela.

De maneira sucinta, ações são definidas como títulos de renda variável, emitidos por Sociedades Anônimas (S.A.), que representam a menor fração do capital da empresa emitente. As debêntures, por sua vez, são títulos representativos de uma dívida contraída pela empresa emitente, cujas garantias são seus ativos ou a fiança dos seus representantes. Os emissores de debêntures têm direito de resgate mediante pagamento do principal e rendimentos preestabelecidos em Assembléia Geral dos Acionistas ou, ainda, em virtude de cláusula de resgate mediante conversão em ações. Do ponto de vista dos compradores, as debêntures podem ser definidas como títulos mobiliários que lhes garantem uma renda fixa, ao contrário das ações, cuja renda é variável (CAVALCANTE; MISUMI, 2003).

Os Bônus de subscrição, por sua vez, são títulos negociáveis emitidos por companhias de capital autorizado que conferem aos seus acionistas o direito de subscreverem novas ações em quantidade proporcional às já possuídas. Os acionistas possuidores desses títulos podem transferir o direito de subscrição a terceiros, através da venda desse direito em pregão. A emissão dos bônus de subscrição é limitada pelo aumento de capital previsto no estatuto da companhia (Ibid.).

Por fim, notas promissórias são definidas como títulos cuja emissão visa à captação pública de recursos para o capital de giro das empresas (prazo mínimo de 30 e máximo de 180 dias). Como não exigem garantias, as Notas Promissórias são acessíveis apenas para empresas comprovadamente idôneas e capazes de emitir valores suficientemente altos que,

no mínimo, compensem o custo de um lançamento (registro na CVM, publicação de anúncios de distribuição nos jornais, etc.) (Ibid.).

No que se refere às diferenças entre esse mercado e o mercado de crédito, pode-se destacar que as transações realizadas no MT obedecem a regras mais genéricas do que as do MC<sup>30</sup>, de forma que as idiosincrasias de cada parte envolvida nas negociações realizadas nesse mercado são desprezadas. Em geral, os agentes que se relacionam nesse mercado não precisam ser claramente identificáveis como ocorre no MC, o que implica em uma característica distintiva referente à segurança atribuída à negociação realizada. No MC os agentes estabelecem relacionamentos de longa duração enquanto que no MT as transações são normalmente anônimas, especialmente se têm lugar em mercados públicos como as bolsas de valores (CARVALHO *et al.*, 2000). Assim, é de se esperar que as transações realizadas no MC se mostrem mais seguras do que as do MT, tendo em vista a menor assimetria de informações entre as partes envolvidas no primeiro.

Além disso, os contratos resultantes no MT são, na sua maioria, negociáveis, ou seja, revendidos em mercados secundários (cuja principal função, como visto, é conferir liquidez ao mercado), o que faz com que no MT, em comparação com ao MC, os agentes apresentem respostas mais rápidas diante de eventuais mudanças do cenário político e econômico que influenciem suas expectativas. Essa característica se mostrará importante para o entendimento do porque a trajetória do volume de crédito foi diferente da trajetória do fluxo de emissões de títulos em alguns momentos do período analisado, mesmo considerando que os efeitos das variações do ciclo econômico sobre ambos os mercados sejam similares.

A seção inicial da primeira parte deste segundo capítulo apresenta o referencial teórico pós-keynesiano sobre o qual será embasada a análise da evolução do mercado de títulos nos dois períodos considerados neste trabalho (1996-2003 e 2004-2007). Não será objetivo desta primeira seção apresentar toda a teoria pós-keynesiana acerca do mercado de títulos, mas sim expor conceitos que se mostrarem úteis para a análise a ser desenvolvida.

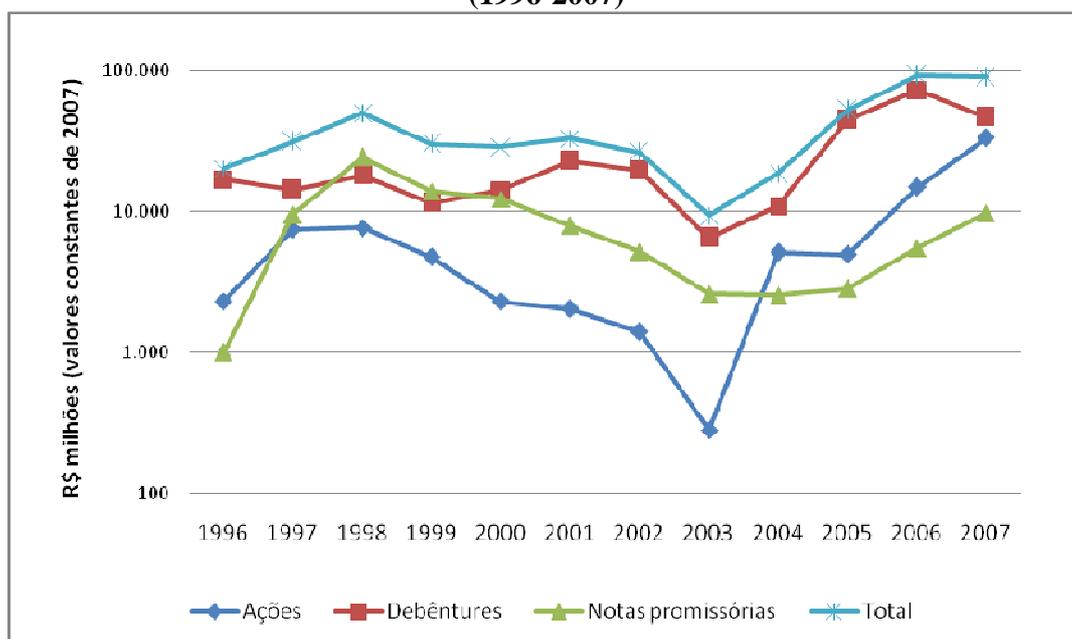
A segunda seção está dividida em duas subseções. Na primeira será apresentada a evolução do fluxo de recursos no âmbito do mercado de títulos, com destaque para os

---

<sup>30</sup> As operações envolvidas no mercado de títulos não são “desenhadas” com o intuito de satisfazerem as demandas específicas dos tomadores e emprestadores em termos de taxas de juros, prazos, garantias, etc. como ocorre no mercado de crédito, conforme já mencionado no capítulo anterior.

títulos de propriedade e de dívida. Serão expostos fatos históricos recentes acerca do desempenho desse mercado ao longo do período 1996-2003. Em seguida, será feita a apreciação crítica dos fatos identificados como os responsáveis pela trajetória do fluxo de emissões primárias de títulos visualizadas no gráfico 7. Na subseção seguinte será feita a mesma análise para o período 2004-2007.

**Gráfico 7 – Emissões primárias de títulos selecionados no mercado de títulos nacional (1996-2007)**



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados disponíveis em <www.cvm.gov.br> e <www.bovespa.com.br>

## 2.1 Referencial teórico

Para subsidiar a análise do desempenho do MT, no Brasil, no período 1996-2007, esta seção tem o objetivo de apresentar os conceitos relativos à teoria da alocação de portfólio desenvolvida por John Maynard Keynes, cujos conceitos básicos foram apresentados no capítulo 17 da Teoria Geral. O modelo keynesiano parte do pressuposto de que os agentes alocam seus portfólios de acordo com suas expectativas de retorno sobre cada um dos ativos que detêm. Esse retorno é medido pela interação entre quatro componentes que os diversos tipos de ativos, em graus diferentes, possuem, e é representado pela seguinte equação:  $q - c + l \pm a$ , em que<sup>31</sup>:

“q”, conhecido como quase-renda, representa o fluxo de rendimento que se espera

<sup>31</sup> A descrição dos componentes é baseada em Keynes (1985), Wray (2006), Dequech (2000) e Carvalho *et al.* (2000).

obter pelo uso de determinado ativo. No caso de um título de renda fixa, como as debêntures e as notas promissórias, esse componente representa os juros líquidos de impostos a serem pagos sobre o montante aplicado e, no caso das ações, os dividendos (também líquidos de impostos) distribuídos proporcionalmente à quantidade de ações que determinado agente possui. O termo quase-renda é mais indicado para os fluxos de rendimento sobre bens de capital, mas ele é utilizado também para expressar os fluxos de rendimento dos demais ativos.

“c” é o custo de manutenção ou custo de carregamento (*carrying costs*) de um ativo, medido em termos de si mesmo, representando os custos nominais envolvidos na manutenção desse ativo. No caso dos títulos financeiros, esse custo é representado pelo custo de custódia, pagos à corretora ou ao banco no qual o investidores mantêm os papéis que representam seus ativos financeiros.

“l” é o prêmio de liquidez e representa o montante que as pessoas estão dispostas a pagar pela conveniência ou segurança potenciais, proporcionadas pelo poder de dispor de determinado ativo (KEYNES, 1973). Quanto maior (menor) o prêmio de liquidez, ou seja, quanto maior (menor) a liquidez de determinado ativo ou ainda quanto mais (menos) rápido puder seu proprietário vendê-lo, maior (menor) será a conveniência e/ou a segurança de retorno financeiro em relação a posse desse ativo. Um título emitido no mercado de títulos (e não de crédito) tem, em geral, um prêmio de liquidez mais elevado, pois existem mercados secundários organizados para sua comercialização. Destaque-se que a avaliação da liquidez de um ativo é sempre um exercício subjetivo.

Por fim, “a” representa a valorização esperada (ou desvalorização, se negativa) do preço do ativo ao longo do tempo em comparação com todos os demais ativos, medida em termos de moeda. No caso dos ativos financeiros e, mais especificamente, no caso das ações, esse componente representa a diferença entre o preço de venda (ou preço futuro) e o preço de compra (ou preço *spot*) do ativo.

O retorno total indicado pela equação resultante da interação desses componentes varia de ativo para ativo. Os ativos não líquidos têm a maior parte do seu retorno em termos de q-c, visto que os demais componentes que compõem seu retorno são quase nulos (máquinas, por exemplo, têm baixo prêmio de liquidez e, na maioria das vezes, desvalorização esperada decorrente da depreciação). Ativos líquidos, por outro lado, têm a

maior parte do seu retorno voltada para a liquidez, valorização esperada (com destaque para as ações, que são demandadas também pelas expectativas acerca da apreciação no tempo transcorrido entre sua compra e sua venda) e quase-rendas (destaque para os títulos de renda fixa e ações de empresas com boas políticas de distribuição de dividendos).

Contudo, seja para os ativos líquidos, seja para os ilíquidos, o processo de avaliação dos componentes que formam o retorno total dos ativos em ambientes de incerteza sempre envolverá as expectativas dos agentes. Essas expectativas são heterogêneas, potencialmente instáveis e relativas a ativos com características distintas. Quanto à heterogeneidade das expectativas, sua existência implica que, ao se falar do retorno esperado de determinado ativo, sempre se estará fazendo referência às médias das taxas esperadas pelos diferentes agentes atuantes nos diversos mercados (CARVALHO *et al.*, 2000). Isso porque as taxas esperadas jamais serão totalmente iguais para todos os agentes, pois, caso fossem, não haveria especulação e conseqüentemente, não haveria as figuras dos compradores e vendedores (no extremo, o mercado não existiria).

No que se refere à instabilidade potencial das expectativas dos agentes, sua existência parte da incerteza não probabilística sobre o futuro que envolve as negociações de quaisquer ativos e que faz com que os agentes calquem suas projeções de ganhos financeiros tanto em fatores objetivos quanto subjetivos. Isso implica que os fluxos de rendimento futuros dos ativos estão condicionados ao estado de expectativas dos agentes em relação aos eventos considerados significativos para a avaliação do mercado (ibid.). Além disso, o estado de expectativas dos agentes, determinado pelas expectativas e pela confiança acerca do retorno esperado de determinados ativos, também é modificado em razão das suas percepções do grau de incerteza que envolve o mercado (DEQUECH, 2000).

Por fim, no que se refere às características distintas dos vários ativos, a implicação sobre o retorno total é que variações dos preços de ativos distintos gerarão respostas distintas de oferta e demanda. Quando se associa essa implicação com a heterogeneidade de expectativas mencionada acima, tem-se que mudanças nas expectativas dos agentes geram impactos diferentes sobre o retorno total esperado dos diferentes tipos de ativos. Assim, como exemplo, o aumento da confiança sobre o desempenho futuro da economia pode causar um aumento das expectativas de recebimento das quase-rendas (q) e da valorização dos ativos (a) e uma diminuição dessas em relação aos valores subjetivos atribuídos às

posições de liquidez – queda do “I” (WRAY, 2006) –, o que, em última instância, significaria demandas distintas entre os diferentes ativos, como um aumento da demanda por bens de capital, títulos de renda fixa e ações, e uma diminuição da demanda por moeda.

Todas essas implicações introduzidas ao modelo por meio das considerações acerca das expectativas dos agentes em ambientes de incerteza influenciam, então, diretamente o cálculo do retorno esperado dos diferentes ativos. Nesse sentido, Dequech (2000) propõe uma ampliação do modelo keynesiano de forma a abranger esses efeitos. Sua sugestão é que se representem estes efeitos descontando o fluxo de rendimento esperado de cada ativo por uma taxa de desconto específica a cada ativo. Em termos formais o modelo ampliado proposto é:

$$(q - c + 1 \pm a) / (1 + \alpha)P, \text{ em que:}$$

$\alpha$  é uma taxa de desconto que reflete o grau de incerteza específica associada com determinado ativo, que vai além do nível geral de incerteza comum para todos os ativos; e P é o preço de mercado do ativo.

As implicações menos importantes do modelo são aquelas que sugerem que um aumento do preço do ativo provocará uma diminuição da sua taxa de retorno esperada, desde que o grau de incerteza associado se mantenha constante. Isso parece óbvio, pois, se o preço de mercado de um ativo aumenta e seu retorno é o mesmo, sua taxa de retorno decrescerá.

Da mesma forma, pode-se pensar nas implicações que sugerem que aumentos/diminuições no grau de incerteza associada ao ativo, seguidos por diminuições/aumentos proporcionais do preço do ativo, não têm influência alguma sobre a taxa de retorno do ativo. Embora essa implicação seja muito improvável no mundo real, ela sugere que se o grau de incerteza aumentar e o preço dos ativos diminuir proporcionalmente, a taxa de retorno não será alterada uma vez que haverá especulações suficientes sobre o preço do ativo, que manterão os negócios do mercado. Alguns agentes se desfarão dos títulos em função da incerteza (agentes mais avessos à incerteza) e outros os comprarão em função da queda do seu preço de mercado (agentes menos avessos à incerteza).

A implicação relevante do modelo ampliado de Dequech é que, quanto maior a incerteza associada a determinado ativo, menor será o seu retorno esperado e vice-versa,

desde que seu preço de mercado se mantenha inalterado. Isso sugere que um aumento (diminuição) da incerteza leva a um aumento (diminuição) da preferência pela liquidez que, na sua forma mais extrema, reflete-se no aumento (diminuição) da demanda por moeda, o ativo de maior liquidez. Como a moeda possui quase-renda e valorização praticamente nulas, a maior (menor) demanda por ela provocará uma tendência de queda (aumento) do retorno esperado total do portfólio de ativos do agente (ibid., 2000).

Esse modelo ampliado torna a proposta de Keynes mais adequada para explicar como os agentes atuantes no MT tomam suas decisões de alocação de portfólio em ambientes de incerteza. De maneira sucinta: os agentes formarão suas carteiras de títulos com o intuito de maximizarem seus retornos, que são baseados em suas expectativas. Essas expectativas são heterogêneas, potencialmente instáveis e relativas a ativos com características distintas, o que implica que são afetadas pelo valor médio dos retornos de todos os ativos e pela percepção diferenciada de incerteza (e maior ou menor aversão à incerteza por parte) dos agentes em relação ao mercado no qual atuam.

Por fim, vale reforçar que as implicações relativas às interações entre otimismo espontâneo, preferência pela liquidez, estado de confiança e expectativas tratadas na seção 1.1 também impactam a demanda e oferta de títulos no MT.

## **2.2 Evolução do mercado brasileiro de títulos no período 1996-2003: a estabilidade**

### **2.2.1 Apreciação dos fatos históricos**

Como já mencionado no capítulo anterior, a partir de abril de 1996, a economia brasileira seguiu uma tendência mundial de manutenção do ritmo de crescimento econômico e apresentou taxas positivas de evolução do PIB de 2,2%, em 1996, e de 3,4%, em 1997. Diante desses números, que pareciam indicar uma tendência de crescimento contínuo e de longa duração, os investidores internacionais (principalmente os dos países centrais) sentiram-se mais propensos ao risco e direcionaram seus recursos para títulos privados negociados na Bolsa de Valores de São Paulo, a Bovespa<sup>32</sup>.

Ademais, as boas perspectivas para as aplicações financeiras no Brasil, derivadas da

---

<sup>32</sup> Prates (1998) argumenta que o direcionamento de recursos de investidores dos países centrais para as economias periféricas já vinha ocorrendo (em menor intensidade) desde o final da década de 1980, em função de um processo de diversificação internacional dos portfólios dos investidores institucionais dos países centrais, estimulado pela baixa correlação entre o desempenho dos mercados acionários desenvolvidos e emergentes e pelas perspectivas de lucro em

avaliação positiva dos detentores do capital externo sobre as reformas adotadas com o Plano Real (principalmente as privatizações), e os instrumentos criados pelas autoridades monetárias para facilitar o ingresso do capital estrangeiro no país<sup>33</sup>, contribuíram para intensificar o direcionamento desses recursos ao mercado de títulos brasileiro, no período 1994-1997. Para se ter uma idéia da entrada de investidores estrangeiros na Bovespa, Prates (1998) apresenta a evolução da participação percentual do capital internacional no total de recursos negociados nessa bolsa para os anos de 1991, 1993, 1996 e 1997 que corresponderam, respectivamente, a 6%, 14,4%, 33,3% e 29,4%<sup>34</sup>.

Essa entrada de recursos favoreceu o desempenho do mercado secundário de ações, de maneira que a bolsa se destacou como uma das melhores aplicações em termos de rentabilidade, no biênio 1996-1997. O Ibovespa<sup>35</sup> acumulou alta de 63,8% em 1996 e 44,8%, em 1997 (ver gráfico 8), contra uma desvalorização nominal de 1,3%, apresentada em 1995. Com tendência semelhante comportou-se o movimento financeiro médio diário na Bovespa, que passou de R\$ 266,5 milhões, em 1995, para R\$ 406,7 milhões, em 1996, e para R\$ 829,1 milhões, em 1997<sup>36</sup>.

No mercado primário, no entanto, os efeitos iniciais da abertura financeira não superaram a desconfiança do empresariado sobre a consistência e a manutenção do cenário aparentemente promissor da economia brasileira, e a capitalização via mercado de ações sofreu queda de aproximadamente 40%, entre 1995-1996. No entanto, a partir de 1997, diante da continuidade dos bons números da economia, dos aperfeiçoamentos no mercado inseridos pela Lei n. 9.447, de 15 de março de 1997<sup>37</sup>, das boas perspectivas para a

---

razão das baixas cotações dos papéis das economias emergentes, além da sua maior volatilidade e do avanço dos processos de privatização.

<sup>33</sup> Destacam-se entre esses instrumentos os Fundos de Investimento em Empresas Emergentes, compostos de valores mobiliários de empresas com elevado potencial de crescimento; os Fundos de Investimento Imobiliário, cujos recursos são direcionados a empreendimentos imobiliários; e o Anexo IV à Resolução nº 1.289/87, que disciplina os investimentos estrangeiros em títulos e valores mobiliários de companhias abertas no Brasil. Esse último, nos anos 1990, foi a principal modalidade de investimento em portfólio estrangeiro no Brasil, sendo responsável pelo ingresso de US\$ 32 bilhões em 1997 (PRATES, 1998).

<sup>34</sup> A diminuição identificada de 1996 para 1997 reflete os efeitos da crise asiática que, como já destacado, influenciou negativamente as expectativas dos agentes sobre os mercados emergentes, incluindo o Brasil, e provocou uma recomposição do portfólio dos investidores, em âmbito mundial, a favor de ativos de menor risco (FILGUEIRAS, 2000).

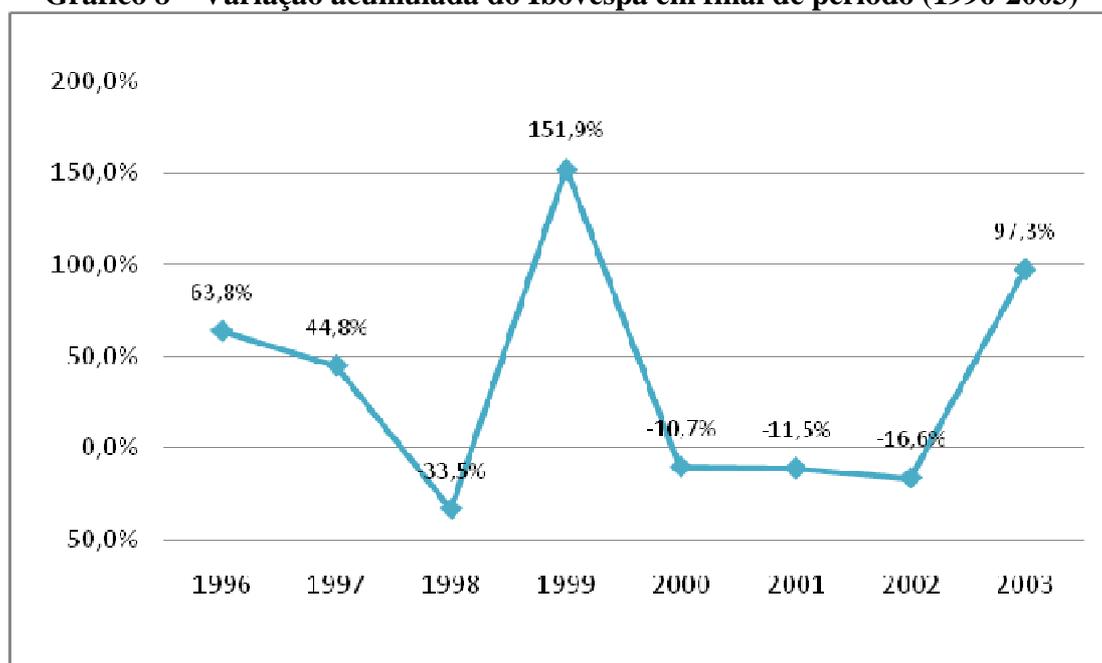
<sup>35</sup> O Ibovespa é um índice composto por um conjunto (ou uma carteira hipotética) de ações que representam 80% do volume negociado à vista nos doze meses anteriores à sua formação. Sua reavaliação é feita quadrimestralmente.

<sup>36</sup> Em valores constantes de 1997 (PRATES, 1998, p. 49).

<sup>37</sup> Dentre as principais medidas adotadas com essa Lei estão a transferência de bens e direitos, a possibilidade de determinação compulsória pelo Bacen da pronta capitalização de instituições ou de mecanismos de reestruturação em geral, com a cessão do controle e reorganizações societárias diversas. “Um dos subprodutos dessa nova regra foi a possibilidade de divisão da instituição financeira em duas partes, separando ‘a parte saudável’ das suas atividades (*good*

economia brasileira refletidas nas estimativas de aumento do produto, em relação a 1996, e da implementação do novo sistema de pregão eletrônico, o Mega Bolsa, que ampliou o volume potencial de processamento de informações e facilitou a negociação dos títulos, o empresariado mostrou-se mais confiante na tomada de recursos de terceiros, e o mercado primário apresentou crescimento, com destaque para a emissão de ações e, principalmente, de notas promissórias (títulos de curto prazo).

**Gráfico 8 – Variação acumulada do Ibovespa em final de período (1996-2003)**



Fonte: elaboração própria a partir dos dados disponíveis em <www.bovespa.com.br>

Contudo, esse desempenho foi revertido já em outubro de 1997, com a intensificação da crise na Ásia, de maneira que a influência positiva das medidas citadas foi superada pelo aumento da incerteza e conseqüente deterioração das expectativas dos agentes. Muitos dos investidores institucionais estrangeiros que mantinham negócios na Bolsa venderam suas posições com objetivos diversos (cobrir perdas em outros mercados, aumentar recursos em caixa com o objetivo de suprir os regates dos cotistas e/ou recompor seus portfólios a favor de ativos de menor risco), diminuindo sua participação percentual no total de recursos negociados na Bolsa de 33,3%, em 1996, para 29,4%, em 1997.

*bank*) daquela que se encontrava insolvente (*bad bank*) e permitindo a cessão da primeira a outra instituição” (YAZBEK, 2007, p. 227).

Em razão dessa fuga de capital da Bolsa, a partir do segundo semestre de 1997, o Ibovespa apresentou expressivas desvalorizações e uma alta volatilidade, semelhante à verificada durante a crise do Plano Collor, em 1990 (tabela 9). Essa mudança de cenário só não comprometeu o crescimento da emissão de títulos no mercado primário verificado ao longo do ano porque seu efeito foi sentido apenas durante os últimos três meses de 1997.

**Tabela 9 – Volatilidade do Ibovespa em diferentes períodos**

<b>Período</b>	<b>Volatilidade (oscilação média diária)</b>
<b>Plano Collor (13/03/90 a 05/04/90)</b>	<b>12,90</b>
<b>Crise do México (19/12/94 a 16/01/95)</b>	<b>6,70</b>
<b>Início da crise da Ásia (10/07/97 a 22/07/97)</b>	<b>6,90</b>
<b>Crash de 1997 (23/10/97 a 30/10/97)</b>	<b>13,20</b>

Fonte: Balarin (1997) apud Prates (1998).

Ao longo de 1998, a volatilidade das bolsas continuou e o índice Bovespa oscilou intensamente, acompanhando as expectativas dos agentes econômicos, que se modificavam com a mesma rapidez que fatos positivos e negativos se alternavam. Nos primeiros meses daquele ano, o avanço das privatizações estimulou positivamente os ânimos dos aplicadores, de maneira que os índices das bolsas apresentaram alta. Em seguida, com a moratória russa em agosto desse mesmo ano, o segmento de renda variável teve um mau desempenho e as bolsas acumularam queda de aproximadamente 40% no mês.

Em outubro, com as expectativas quanto ao anúncio do Programa de Estabilização Fiscal, a redução dos gastos e o aumento de receitas, os agentes se animaram para as compras no mercado secundário e o Ibovespa voltou a subir, alcançando valorização de 6,9%. Em novembro, esse otimismo foi intensificado com a redução da fuga de recursos estrangeiros das bolsas, motivada, por sua vez, pela reeleição de Fernando Henrique Cardoso à Presidência da República e pelo acordo firmado com os organismos internacionais (através do qual o país recebeu, aproximadamente, US\$ 41,5 bilhões), de forma que as valorizações nas bolsas superaram 20%, ao final de novembro de 1998.

Por fim, com as dificuldades do Governo para a aprovação de medidas fiscais, na Câmara dos Deputados, em dezembro de 1998, houve uma repercussão negativa no mercado de títulos e o Ibovespa acumulou queda de 21,4%. De forma geral, na média desse

“sobe e desce” do índice Bovespa, a rentabilidade acumulada nas duas principais bolsas em 1998, situou-se em -33,5% em São Paulo e em -38,2% no Rio de Janeiro (BACEN, 1998).

Diante de um mercado tão volátil, a percepção de incerteza dos agentes atuantes no mercado de títulos aumentou. Com a maior incerteza no mercado, as empresas que buscavam fontes de financiamento via emissão de títulos passaram a reduzir o horizonte de vencimento dos seus títulos, com o intuito de reduzir também, em certa medida, o risco de mercado. Dessa forma, as empresas emissoras passaram a preferir títulos de curto prazo, como as notas promissórias, em detrimento aos de longo prazo, como debêntures e ações.

Essa preferência se refletiu na evolução das emissões primárias de títulos da seguinte maneira: de 1997 a 1998, ações e debêntures apresentaram evolução real de 3,5% e 26,4%, respectivamente, enquanto as emissões de notas promissórias, para o mesmo período, evoluíram em 152,7%. No gráfico 7, pudemos visualizar essas trajetórias e identificar estas evoluções.

A partir de 1999, o ambiente de incerteza se intensificou com a crise cambial, e a capitalização via mercado de títulos sofreu reduções constantes, que se estenderam até 2003. Por outro lado, o mercado secundário começou a apresentar bons resultados, como consequência do aumento do ingresso de capitais estrangeiros na Bolsa, associados, em grande medida, às atividades especulativas. Esses capitais vinham em busca de altos retornos financeiros de curto prazo que se tornaram freqüentes, nesse período, por duas razões: a redução do valor de mercado das empresas listadas na Bolsa, em consequência da forte desvalorização cambial desse período<sup>38</sup>, e a freqüência de alterações significativas na cotação das ações<sup>39</sup>, decorrente da instabilidade econômica (BACEN, 1999).

Além disso, ao longo de 1999, a Bovespa adotou o uso de vários instrumentos que contribuíram para a ampliação das atividades especulativas e, conseqüentemente, para a intensificação da concentração dos recursos financeiros no mercado secundário<sup>40</sup>. Eram instrumentos baseados na intensificação do uso da informática para a negociação de títulos e cujos objetivos foram: facilitar as negociações, reduzir os custos de transação e atrair

---

<sup>38</sup> “A desvalorização cambial de 70,8%, ocorrida nos dois primeiros meses do ano [1999], beneficiou o mercado acionário, contribuindo para que o valor das empresas listadas na Bovespa passasse de US\$ 327 bilhões, em julho de 1997, para US\$ 107 bilhões em janeiro de 1999, tornando o preço em dólar das ações bastante atrativo.” (BACEN, 1999, p. 78).

<sup>39</sup> Em apenas um dia (15 de janeiro de 1999), o Ibovespa apresentou valorização de 33,4%, em decorrência do anúncio da adoção do regime de câmbio flutuante.

novos investidores ao mercado, principalmente, pequenos e médios (interessados, exclusivamente, na obtenção de ganhos financeiros de curto prazo). Os destaques entre esses instrumentos foram o *home broker*, lançado em março de 1999 e o *After Market*, lançado em setembro do mesmo ano.

Com o primeiro, qualquer cidadão que se julgasse investidor passou a ter o poder de transmitir, via internet, ordens de compra e venda de títulos mobiliários diretamente para o Sistema de Negociação da Bovespa, sem a necessidade de passar pela mesa de operações de uma corretora. Isso aumentou a facilidade, a rapidez e a praticidade de negociação de títulos e provocou um forte ingresso de investidores no mercado, de forma que, entre abril e dezembro de 1999, o número de transações diárias subiu de 3.118 para 29.178, das quais, aproximadamente, 15.000 foram fechadas pelo novo sistema (ANDREZO; LIMA, 2002).

O *After Market*, por sua vez, criou a possibilidade de negociação de ações e opções exclusivamente no Sistema Eletrônico da Bovespa e fora do horário regular do pregão, ampliando as oportunidades de negócios e oferecendo maior flexibilidade aos investidores. Com esse instrumento, os investidores passaram a comprar e vender seus títulos até as 19h30min<sup>41</sup>, respeitando determinadas condições como: negociar somente no mercado à vista e com ações que registram pelo menos um negócio no pregão regular do dia, e negociar dentro do limite de 2% de variação máxima do preço de fechamento do pregão regular, de modo a evitar que os preços oscilem muito em um período de menor liquidez (ibid.).

No entanto, como já destacado, essas medidas contribuíram apenas para intensificar a atividade especulativa no mercado secundário de ações, não oferecendo praticamente nenhuma contribuição imediata ao mercado primário. Dessa forma, enquanto o volume financeiro diário negociado na Bovespa aumentou de R\$ 479 milhões, em junho de 1999, para R\$ 916 milhões, em dezembro do mesmo ano, como reflexo, principalmente, das atividades especulativas, as emissões primárias de ações, debêntures e notas promissórias sofreram redução tanto em volume quanto em número de emissões, como demonstra a tabela 10.

---

<sup>40</sup> Como escreve Keynes (1985, p. 116), “[a] medida que progride a organização dos mercados de investimento, o risco de um predomínio da especulação, entretanto, aumenta.”

<sup>41</sup> O horário do pregão eletrônico regular tem início às 11hs e término às 18hs.

**Tabela 10 – Emissões primárias no mercado de capitais nacional (1997-2004)**  
R\$ milhões (valores constantes de 2007)

Período	Ações	Debêntures		Notas Promissórias		Bonus de subscrição		
		qtde	qtde	qtde	qtde	qtde	qtde	
1996	2.320	-	16.839	-	1.006	-	0	-
1997	7.441	-	14.313	-	9.562	-	0	-
1998	7.702	20	18.089	61	24.169	68	3.542	14
1999	4.727	10	11.479	38	13.831	67	567	5
2000	2.288	6	14.194	42	12.317	44	0	1
2001	2.039	6	22.849	41	7.937	32	0	0
2002	1.406	4	19.600	25	5.191	20	0	0
2003	282	2	6.472	17	2.607	12	0	0

\*Ações em 1996 excluída emissão de US\$ 8 bilhões que esteve associado ao processo de capitalização do Banco do Brasil através de aporte de capital do Tesouro Nacional.

Fonte: Bacen (2008) / <www.cvm.gov.br>

Portanto, embora o início do período em análise tenha apresentado bons resultados para o mercado secundário, com destaque para o desempenho do Ibovespa (valorização de 63,8%, em 1996, e 44,8%, em 1997), o resultado do mercado de ações, ao final do período, não se mostrava muito promissor, visto que o número de empresas entrantes no mercado era cada vez menor. Esse desestímulo às emissões primárias se agravou ainda mais com o encerramento das privatizações mais importantes, o aumento dos custos de transação (CPMF) e o crescimento do acesso às bolsas internacionais, principalmente a bolsa de Nova York, através dos ADR's. Em resumo:

“No final da década de 90, o mercado de ações no Brasil apresentava perspectivas sombrias: um baixo valor agregado de capitalização das empresas listadas, a preponderância de acionistas controladores alheios aos interesses dos minoritários, o crescente fechamento do capital de empresas, frequência baixíssima de IPOs e a contração do volume de operações nas bolsas brasileiras (...) (ALDRIGHI, 2007, p. 22).

Contudo, como exposto no primeiro capítulo, no início de 2000, o cenário econômico começou a mostrar sinais de recuperação e as autoridades nacionais adotaram medidas políticas pró-cíclicas com “vistas a concorrer para o desenvolvimento econômico calcado na ampliação do papel do setor privado.” (BACEN, 2000, p. 48). No Mercado de Crédito foram adotadas medidas de estímulo à ampliação do volume de recursos com redução das taxas SELIC e TJLP e das alíquotas de recolhimento sobre encaixes compulsórios incidentes sobre os depósitos a vista.

De maneira semelhante, no Mercado de Títulos as ações das autoridades competentes também indicaram o desejo de promover a expansão do volume de recursos negociados, tendo em vista a adoção de medidas que visavam adequar o mercado nacional aos padrões de competência verificados nos principais mercados do mundo. Um primeiro exemplo desse empenho das autoridades se deu em 27 de janeiro de 2000, com a adoção de uma importante modificação institucional: a unificação das bolsas de valores brasileiras.

Até o ano 2000, havia nove entidades espalhadas por todo o território brasileiro. Essa quantidade de instituições foi necessária por muito tempo, em razão da dificuldade de comunicação e, conseqüentemente, de troca de informações que havia entre os investidores residentes nas várias regiões do extenso território nacional. Entretanto, com a evolução tecnológica, a intensificação do uso de recursos de informática (principalmente, a internet) e o desenvolvimento dos chamados investidores institucionais, houve uma concentração natural de negócios nas bolsas localizadas nos principais centros financeiros do país, a saber, São Paulo e Rio de Janeiro.

Ao longo dos anos essa concentração foi aumentando e, com mais intensidade na Bovespa, de forma que, em 1998, essa entidade passou a concentrar 95% do volume total de operações do país (ANDREZZO, LIMA, 2002). Com isso, a manutenção de nove bolsas de valores, das quais oito apresentavam baixíssimos volumes de negócios, passou a se mostrar ineficiente, e a unificação foi realizada em maio de 2000 com o intuito de reduzir essa ineficiência.

Além disso, vale ressaltar que, nesse período, as bolsas de todo o mundo estavam em processo de unificação através de fusões e acordos para redução de custos e aumento de investimentos em tecnologia, com o objetivo de atrair investidores, o que exigiu uma reação das bolsas brasileiras, no intuito de se manterem competitivas. Dois exemplos que retratam a tendência mundial desse processo foram: a fusão, em março de 2000, da Bolsa de Tokyo com as Bolsas de Hiroshima e Niigata (*Hiroshima Stock Exchange e Niigata Stock Exchange*) e a criação da EURONEXT, em setembro de 2000, como resultado da fusão entre as Bolsas de Valores de Amsterdam (*Amsterdam Exchanges*), Bruxelas (*Brussels Exchanges*) e Paris (*Paris Bourse*).

Além dessa modificação estrutural no mercado de títulos brasileiro, outra inovação desenvolvida pela Bovespa, implantada em dezembro de 2000, foi a criação de segmentos

especiais de negociação de ações, a saber: o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (Nível 1 e Nível 2). Embora esses segmentos tenham fundamentos semelhantes, o primeiro é mais direcionado à listagem de empresas que abrem capital e iniciam seus negócios na Bolsa de valores e o segundo, por sua vez, é mais direcionado às empresas já listadas na Bolsa.

A premissa básica dessa inovação era que a adoção de boas práticas de governança corporativa pelas companhias reduziria as incertezas do processo de avaliação de títulos e, com isso, aumentaria sua credibilidade e reduziria o risco do mercado, o custo de captação das ações e, conseqüentemente, o preço dessas. O resultado pretendido seria o aumento da confiança e da disposição dos investidores em adquirir ações estimulando assim o fluxo de recursos financeiros para a Bovespa (SILVA, 2006).

Essas inovações, no entanto, não foram suficientes para a superação das expectativas pessimistas dos agentes, decorrentes da incerteza sobre os rumos da economia mundial, as quais se reforçavam com a iminência da crise argentina e com a desaceleração da economia americana. Os efeitos negativos do desempenho econômico internacional sobre as expectativas dos agentes passaram a afetar também o mercado secundário, de maneira que o Ibovespa registrou queda de 10,7% e encerrou o ano 2000 com 15.264 pontos, embora o valor de mercado das companhias listadas na Bovespa neste ano tenha aumentado 7,9%, em relação a 1999.

A partir de 2001, o cenário econômico externo e interno voltou a apresentar pioras e se mostrou adverso para novos investimentos. Além disso, os prognósticos de alguns analistas sobre os principais números da economia brasileira se deterioraram rapidamente e influenciaram negativamente o desempenho do mercado, de maneira que, já no primeiro trimestre de 2001, a variação do Ibovespa acumulou queda de 5,4%. O racionamento de energia e os ataques de 11 de setembro foram decisivos para a intensificação desse movimento de queda do Ibovespa, de forma que, em 14 de setembro, o índice atingiu 10.034 pontos, o menor nível desde agosto de 1999. Neste contexto, o valor de mercado das companhias listadas na Bovespa sofreu queda de 36,7% no ano e o Ibovespa encerrou 2001 com variação negativa de 11,5%, aos 13.509 pontos.

Em 2002, os problemas continuaram. As expectativas de baixo crescimento mundial, o “efeito-Lula”, a maior aversão ao risco por parte dos investidores internacionais

e as perspectivas de guerra no Golfo Pérsico, contribuíram para que a política monetária nacional fosse conduzida com uma postura conservadora de contração da liquidez financeira, desestimulante para novos investimentos. Ademais, relatórios privados, elaborados por instituições financeiras internacionais reduziram a recomendação de investimentos no Brasil com as agências de risco rebaixando a classificação dos papéis brasileiros e questionando a evolução das dívidas pública e externa, no longo prazo<sup>42</sup>.

Nesse cenário adverso, que abrangeu quase todo o exercício de 2002, os investidores realocaram seus portfólios em prejuízo ao mercado de títulos brasileiro e provocaram uma redução do volume de recursos financeiros destinados à compra e venda de ativos negociados na Bovespa, intensificando a piora do seu desempenho. O volume de recursos de compra e venda de ativos passou de R\$ 451,8 bilhões, em 2001, para R\$ 366,3 bilhões<sup>43</sup>, em 2002, sendo os principais responsáveis por essa queda, as instituições financeiras (bancos, DTVMs e Corretoras) e os investidores estrangeiros que, juntos, responderam pela saída de R\$ 54,4 bilhões da Bovespa, nesse período.

Contudo, a redução das incertezas decorrentes do término do processo eleitoral brasileiro, associada com a queda na aversão ao risco dos investidores internacionais, atenuou a forte restrição aos fluxos de capitais, durante 2003 (CINTRA; PRATES, 2004). O retorno dos investidores estrangeiros à Bovespa que, ao final do ano, destinaram R\$ 120,3 bilhões para transações de compra e venda de títulos, impulsionou o mercado secundário e contribuiu para que o Ibovespa valorizasse 97,3%, no ano, com o nível recorde de 22.236 pontos, interrompendo a seqüência de resultados negativos observados desde 2000.

No entanto, essa recuperação do movimento financeiro na Bovespa não representou elevação da capitalização das empresas no mercado de títulos, pois, como observado na tabela 10, as emissões primárias de títulos, em 2003, declinaram tanto em volume quanto em quantidade. Essa situação demonstrou que, mesmo com o ressurgimento da liquidez financeira na Bovespa, os empresários brasileiros mantiveram a tendência cautelosa de postergação das decisões de investimento, nesse período, verificado também na demanda por recursos no mercado de crédito.

---

<sup>42</sup> “Alguns analistas chegaram a sugerir a possibilidade de uma moratória da dívida externa e até da dívida pública interna brasileira.” (CINTRA; PRATES, 2004, p. 19)

<sup>43</sup> Em valores de 2007 atualizados pelo IPCA.

A exceção à regra da redução de emissões primárias foram as debêntures. No entanto, a elevação do volume desses títulos, nesse período, deve ser observada com cuidado, pois, como destacado por Lopes, Antunes e Cardoso (2007, p. 47-48), a emissão de debêntures esteve vinculada, em sua maioria, à renegociação de dívidas bancárias, na qual os bancos credores participaram como coordenadores e ofereceram garantia firme na colocação de debêntures, não se constituindo, portanto, em investimentos em ativos reais. Desse modo, observa-se que a elevação do volume de debêntures, embora expressiva, não invalida a percepção de que, nesse período, o empresariado nacional se manteve avesso à emissão de títulos para captação de recursos no MT.

### **2.2.2 Apreciação crítica dos fatos**

Como visto, nos dois primeiros anos do período em estudo (1996 e 1997), o Ibovespa aumentou (crescimento de 63,8%, em 1996, e 44,8%, em 1997), em função do aumento do fluxo de capital estrangeiro na Bovespa, das boas perspectivas para a economia brasileira derivadas da avaliação positiva dos detentores do capital externo sobre as reformas estruturais adotadas com o Plano Real (principalmente as privatizações), dos instrumentos criados pelas autoridades monetárias para facilitar o ingresso do capital estrangeiro no país e do cenário econômico favorável.

No mercado primário, no entanto, os efeitos iniciais da abertura financeira não foram significativos. Contudo, já em 1997, diante de fatores positivos já elencados no início da seção anterior, o empresariado se mostrou mais confiante na tomada de recursos de terceiros, e o mercado primário apresentou crescimento, com destaque para a emissão de ações e, principalmente, de notas promissórias (títulos de curto prazo).

Entretanto, tendo em vista que a incerteza do mercado ainda se mantinha elevada, como consequência da intensidade da crise passada (México/1994-1995) e da grande possibilidade de crises futuras, os agentes privilegiaram ativos com maior prêmio de liquidez como as ações e, principalmente, as notas promissórias, títulos caracteristicamente de curto prazo (prazo mínimo de 30 e máximo de 180 dias). Essa preferência pela liquidez dos agentes refletiu o fenômeno identificado como “instabilidade potencial das expectativas”, uma vez que foi o estado futuro da macroeconomia que condicionou a ação dos agentes.

A partir de outubro de 1997, o fluxo de capitais estrangeiros ao Brasil sofreu quedas

(ver gráfico 3) em função do aumento da aversão ao risco dos investidores internacionais frente às freqüentes crises econômicas internacionais; da diminuição na intensidade do processo de privatização, uma vez que os setores de maior interesse já haviam sido privatizados; e, por fim, porque o efeito positivo inicial da estabilização de preços perdeu sua intensidade em virtude da acomodação das expectativas dos agentes econômicos ao novo cenário.

Com isso, a influência positiva dos acontecimentos que marcaram o biênio 1996-1997 foi gradativamente substituída pelo impacto negativo da seqüência de crises financeiras, do racionamento de recursos financeiros no mercado internacional, do racionamento de crédito no mercado interno, além dos problemas internos já identificados ao longo desta dissertação, como o câmbio sobre-apreciado. Dessa forma, a incerteza foi intensificada e os agentes alocaram seus ativos em direção a ativos com maior prêmio de liquidez.

Observando o gráfico 3, na página 47, e comparando as altas e baixas dos fluxos de recursos estrangeiros ao Brasil com o desempenho do Ibovespa, percebe-se que o “sobedescer” do Ibovespa acompanhou os ânimos e as disponibilidades financeiras dos investidores estrangeiros, de forma que as significativas altas do índice coincidiram com os períodos de elevação dos fluxos de recursos estrangeiros (1996, 1997, 1999 e 2003) e as baixas, por sua vez, com os períodos de diminuição desses recursos (1998, 2000, 2001 e 2002). Ressalte-se que essa relação é auto-explicável, dado que os estrangeiros foram (e ainda são) um dos principais investidores do mercado de títulos brasileiro (os outros dois mais importantes são: instituições financeiras e investidores institucionais).

Em resumo, o período 1997-2003 foi marcado pelo decréscimo do número e volume de emissões primárias de ações e dos principais de títulos de dívida. A principal razão desse desempenho parece estar associada à mudança das expectativas (instáveis) dos agentes frente ao crescimento da incerteza sobre o futuro da economia brasileira.

## **2.3 Evolução do mercado brasileiro de títulos no período 2004-2007: o crescimento**

### **2.3.1 Apreciação dos fatos históricos**

O ano de 2004, assim como no mercado de crédito, marcou o início da expansão recente do mercado de títulos no Brasil. O bom desempenho da economia mundial,

associado aos bons resultados para a economia brasileira, foi um dos principais motivadores do maior dinamismo dos mercados primário e secundário da Bolsa de Valores de São Paulo. Os demais motivos que explicam esse crescimento derivam desse ambiente econômico favorável e, em certa medida, estão relacionados à maturação de inovações institucionais, com destaque para a ampliação do uso de recursos de informática na negociação de títulos.

Os motivos destacados pelo Grupo de Conjuntura da FUNDAP (2008) como sendo os principais para a expansão do mercado de títulos, após 2004, reforçam essa afirmação. São eles: mudanças regulatórias que permitiram a criação e/ou o aperfeiçoamento de instrumentos de securitização<sup>44</sup> de dívida, como o Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI) e o Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC); o ciclo de liquidez financeira para os países periféricos traduzidos na ampliação dos fluxos de investimento estrangeiro em carteira; a apreciação cambial do real decorrente do afluxo crescente de capital externo que aumentou a atratividade das ações e demais títulos negociados no mercado de títulos; as expectativas de obtenção do grau de investimento para a economia brasileira junto às agências internacionais de classificação de risco em virtude da maior estabilidade do ambiente macroeconômico interno; e a progressiva redução da taxa Selic que motivou os investidores a realocarem seus recursos para ativos que, embora mais arriscados, ofereciam maior rentabilidade.

Em relação ao primeiro desses motivos, ou seja, aos instrumentos de securitização de dívidas, antes da identificação de sua importância, por motivos didáticos, apresentam-se as definições dos dois títulos citados, o CRI e o FIDC (Fortuna, 2005):

O CRI (Certificado de Recebíveis Imobiliários) é um título de emissão exclusiva de companhias securitizadoras, representativo de valores mobiliários lastreados em créditos imobiliários. Foi criado em 1997, com o objetivo de captar recursos junto aos investidores institucionais para financiar investimentos imobiliários com custos menores dos que os oferecidos pelas linhas de financiamento tradicionais do mercado bancário e com prazos mais alongados e compatíveis com as características do financiamento imobiliário.

Por sua vez, o FIDC (Fundo de Investimento em Direitos Creditórios), também

---

<sup>44</sup> O termo securitização é oriundo da palavra inglesa *security*, e representa o processo de transformação de uma dívida com determinado credor em uma dívida com compradores de títulos originados do montante desta dívida. Trata-se

chamado de fundo de recebíveis, é um fundo de investimento que destina parcela preponderante do seu patrimônio líquido (acima de 50%) à aplicação em direitos creditórios<sup>45</sup> (e em títulos representativos desses direitos) originários de operações nos segmentos financeiro, comercial, industrial, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços. A autorização para o funcionamento desses títulos ocorreu em 29 de novembro de 2001 e seu objetivo primeiro foi dar liquidez ao mercado de crédito por meio da redução do risco e ampliação da oferta de recursos, visto que, por meio desses títulos os bancos podem vender seus créditos para os fundos e, com isso, “abrir espaço” em seu balanço para novas operações de crédito.

O argumento de que esses títulos são causa (ou uma das causas) do crescimento do mercado de títulos não se mantém quando se compara a evolução desses, desde a sua criação (ver tabela 11), com a evolução dos demais títulos negociados no MT (ver tabelas 10 e 13). O que se percebe é que a evolução em seus volumes, de 1999 a 2007, acompanhou a evolução dos demais títulos do MT, parecendo, portanto, que eles também sofreram os efeitos positivos que marcaram o período 2004-2007. O que parece mais adequado, portanto, é considerar o seu crescimento uma consequência, e não uma causa, da expansão do MT.

**Tabela 11 – Emissões de CRI e FIDC (1996-2007)**

R\$ milhões (valores constantes de 2007)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>CRI</b>	22	279	336	190	353	459	2.265	1.119	868
<b>FIDC</b>	0	0	0	268	1.887	5.847	9.243	13.347	9.962

Fonte: Bacen (2008) / <www.cvm.gov.br>

Os demais motivos<sup>46</sup> são, justamente, os reflexos do bom desempenho do mercado econômico internacional. Viu-se, no primeiro capítulo, que a entrada de recursos estrangeiros no país foi acentuada no período 2004-2007 e que uma das consequências desse fluxo foi a valorização expressiva dos títulos da dívida brasileira, o que influenciou

---

portanto, de uma conversão de empréstimos em títulos (*securities*) vendidos a investidores que passam a ser os novos credores da dívida (SANDRONI, 2005).

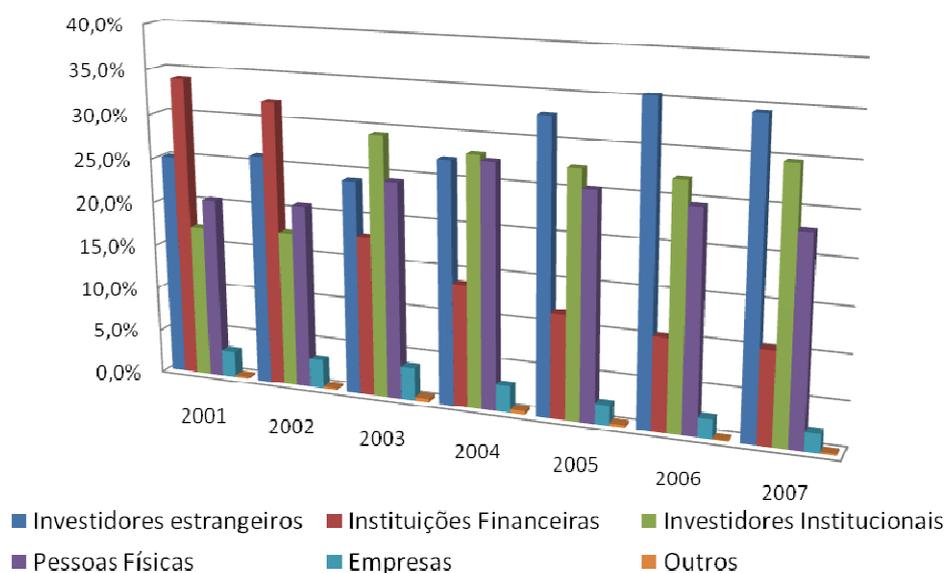
<sup>45</sup> Direito a determinado crédito e títulos representativos deste direito, originário de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, bem como em outros ativos financeiros e modalidades de investimento (FORTUNA, 2005).

<sup>46</sup> Resumidamente: o ciclo de liquidez financeira para os países periféricos, afluxo crescente de capital externo, maior estabilidade do ambiente macroeconômico interno e a progressiva redução da taxa Selic.

diretamente o custo das operações de crédito no sistema bancário e estimulou o aumento da demanda por operações de crédito.

No mercado de títulos, o crescimento da participação dos investidores estrangeiros se traduziu em ampliação dos fluxos de investimento estrangeiro em carteira e, conseqüentemente, em aumento da participação percentual dos investidores estrangeiros nas operações da Bovespa. Para se ter uma idéia desse aumento, em 2001, a participação dos investidores estrangeiros representou 25,1% do total de operações de compra e venda na Bolsa, passando, após pequenas alterações nos anos que se seguiram, para 32,8% do total destas operações, em 2005, 35,5% ,em 2006, e 34,5%, em 2007, conforme exposto no gráfico abaixo.

**Gráfico 9 - Participação percentual no total de compras e vendas na Bovespa, por tipo de investidor - (2001-2007)**  
% média anual



Fonte: <www.bovespa.com.br> - Elaboração própria.

O que se extrai desses resultados é que mais de um terço do capital ingressante na Bovespa nos últimos três anos do período analisado neste trabalho teve origem em recursos de investidores estrangeiros. Isso demonstra a importância relativa desses agentes na recente capitalização bursátil brasileira. Em termos absolutos essa importância fica ainda mais evidente, como se pode notar com a tabela 12.

**Tabela 12 – Volume total de compras e vendas de títulos na Bovespa, por tipo de investidor (2001-2007)**

Em R\$ milhões (valores constantes de 2007)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Tipos de Investidores</b>							
Pessoas Físicas	92.483	76.062	121.854	188.861	218.449	306.156	550.786
Institucionais	77.749	64.640	146.375	192.902	236.357	339.363	712.508
Estrangeiros	113.609	95.281	120.374	187.627	282.136	442.726	826.222
Empresas Públicas e Privadas	13.480	12.238	18.201	20.788	19.741	26.889	51.461
Instituições financeiras	153.661	117.541	89.668	95.000	100.932	129.827	248.365
Outros	824	615	2.028	2.464	2.406	1.432	4.058
<b>Total</b>	<b>451.811</b>	<b>366.379</b>	<b>498.504</b>	<b>687.644</b>	<b>860.024</b>	<b>1.246.396</b>	<b>2.393.403</b>

Fonte: <www.bovespa.com.br> - elaboração própria

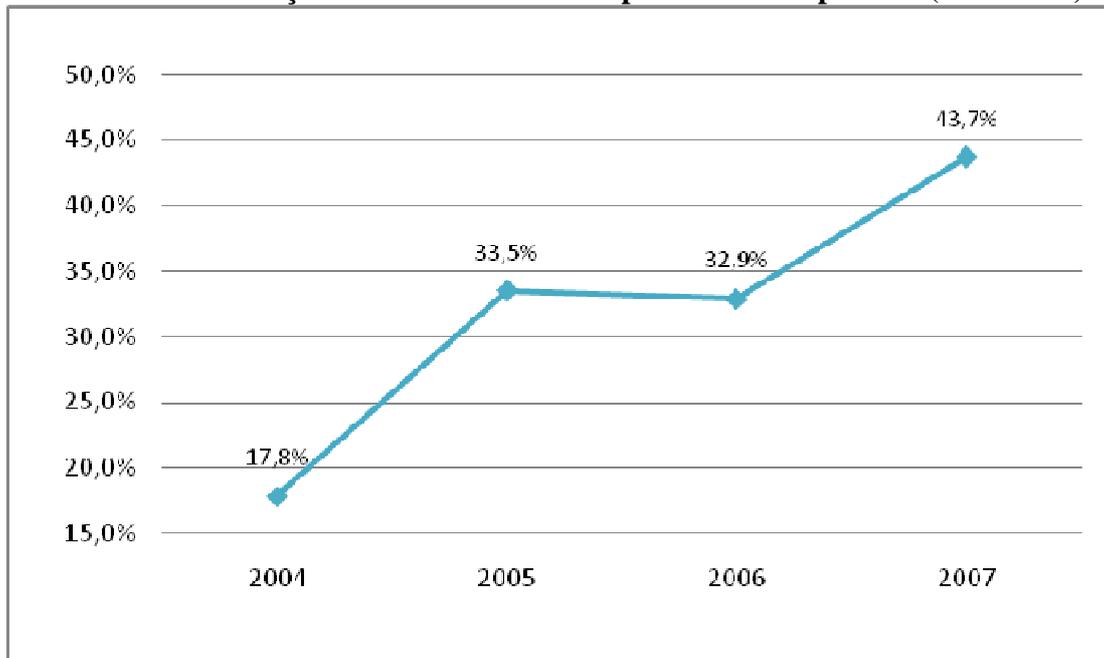
Esses dados deixam evidente o maior crescimento percentual dos recursos de investidores estrangeiros frente aos demais. Analisando-os nota-se que enquanto o volume de recursos financeiros de pessoas físicas, por exemplo, apresentou evolução real de 191,64%, entre 2004 e 2007, como conseqüência, principalmente, da intensificação do uso dos recursos de informática (como o *home broker*, por exemplo), a evolução real do volume de recursos dos investidores estrangeiros foi de 340,3%, no mesmo período.

Obviamente, essa situação aumentou a fragilidade da Bovespa, visto que, em teoria, eventuais abalos na economia global podiam alterar os ânimos dos investidores e provocar uma realocação de portfólio em favor de ativos de menor risco (principalmente títulos públicos dos países centrais), causando uma redução do capital aplicado em ativos nacionais e, conseqüentemente, provocando prejuízos significativos no desempenho e desenvolvimento do mercado de títulos brasileiro. Entretanto, a despeito desse risco oriundo do aumento da fragilidade financeira da Bolsa, o fato é que essa se beneficiou desse cenário externo de grande liquidez financeira e ampliou o volume de negociação de títulos de forma geral.

Em termos de desempenho, a Bovespa encerrou 2004 com alta acumulada de 17,8%, aos 26.196 pontos, a maior pontuação de toda a história da Bolsa (SANT'ANNA, 2008). A média diária de negócios (53.751 operações) foi 35,7% superior a 2003 e o volume de negócios evoluiu 48,6%, de um ano para o outro. Ao final de 2004, o valor de mercado das empresas listadas na Bovespa havia evoluído em 33,7%, sobre o valor de dezembro do ano anterior, sobressaindo-se as empresas integrantes do Índice Bovespa. No

mercado primário, houve crescimento na quantidade e volume de emissões de ações e debêntures<sup>47</sup>, após 2004.

**Gráfico 10 – Variação acumulada do Ibovespa em final de período (2004-2007)**



Fonte: [www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br) - Elaboração própria.

<sup>47</sup> Aqui, mais uma vez, merecem ressalvas as emissões de debêntures tendo em vista algumas particularidades dessas emissões. Segundo Sant'Anna (2008, p. 3), uma das características marcantes da evolução recente do mercado de debêntures é a elevada presença de lançamentos de empresas de *leasing* que, depois de ter apresentado um desempenho residual em 2003 e 2004, lideraram as emissões desses títulos nos dois anos seguintes com participação no total de lançamentos de 72,2%, em 2005 e 67,2%, em 2006.

Lopes, Antunes e Cardoso (2007, p. 51-52) acrescentam que

“as empresas de *leasing* são a única instituição financeira com autorização para emitir debêntures. Em geral, esses títulos são subscritos com o próprio grupo financeiro para alocação nos fundos de investimento ou repasse a clientes do banco como substituto das emissões de CDBs (sendo revendidas pelos bancos aos clientes por meio de operações com compromisso de recompra, isentas de compulsórios e de recolhimentos ao Fundo Garantidor de Crédito) ou, secundariamente, financiamento de operações de *leasing* do grupo.

Dada a natureza das operações de *leasing*, os volumes, prazos e taxas dessas operações não representam as condições que poderiam ser obtidas por outros emissores em operações de mercado propriamente ditas. Por esse motivo, estatísticas gerais das emissões de debêntures que não levem em conta essas especificidades são altamente distorcidas.”

Assim, diversos analistas consideram que as debêntures emitidas pelas empresas de *leasing* não constituem um operação típica de mercado de capital, sendo na realidade uma captação bancária disfarçada (FUNDAP, 2008). Assim, com o exposto sobre as emissões de debêntures até aqui, e considerando ainda que as empresas de *leasing* mais importantes pertencem aos conglomerados comandados pelos grandes bancos comerciais e, postula-se que as características dessas emissões obedecem a uma lógica de captação de recursos e a um cálculo de risco diferente dos lançamentos das demais empresas não financeiras. Em consequência, a análise sobre essas emissões a ser realizada no próximo capítulo, levará em consideração somente a emissão de títulos por empresas não financeiras.

Nos anos que se seguiram, a Bolsa manteve o ritmo constante de crescimento tanto no mercado primário como no secundário, de forma que a rentabilidade nominal e as pontuações acumuladas ao final dos exercícios apresentaram evoluções históricas: 30,1% aos 33,5 mil pontos, em 2005, 32,9% aos 44,5 mil pontos, em 2006, e 43,7% aos 63,8 mil pontos, em 2007. Esse último ano foi singular, pois superou 2006, que, de acordo com Sant'Anna (2008), havia registrado os maiores valores de emissões primárias de toda a história da Bolsa brasileira. O maior destaque de 2007 ficou com as emissões de ações, que atingiram o volume recorde de R\$ 33,2 bilhões (com 59 emissões), contra R\$ 14,8 bilhões (com 29 emissões) de 2006.

**Tabela 13 – Emissões primárias de títulos no mercado de capitais nacional (2004-2007)**

Em R\$ milhões (valores constantes de 2007)

EMISSÕES PRIMÁRIAS NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO 2004-2007								
Registro de emissões na CVM (milhões R\$)								
Valores constantes de 2007								
Período	Ações	Debêntures		Notas Promissórias		Bonus de subscrição		qtde
		qtde	qtde	qtde	qtde	qtde	qtde	
2004	5.149	9	10.948	38	2.552	5	0	0
2005	4.913	13	44.754	45	2.835	9	0	0
2006	14.847	29	72.562	47	5.513	17	0	0
2007	33.201	59	46.534	43	9.725	20	0	0

Fontes: Bacen (2008) e <www.cvm.gov.br>

### 2.3.2 Apreciação crítica dos fatos

Embora o bom desempenho dos mercados primário e secundário de títulos privados, no período 2004-2007, também tenha sido influenciado pela maturação do uso de inovações e instrumentos instituídos no início da década, como o *home broker*<sup>48</sup>, o *After market* e o Novo Mercado, ele decorreu, em grande medida, da manutenção das externalidades positivas mencionadas no início da seção anterior, com destaque para o crescimento dos fluxos de investimento estrangeiro em carteira.

<sup>48</sup> Como exemplo dessa maturação, destaque-se que o volume médio mensal de negócios via *home broker* aumentou 153,5%, em 2007, chegando a R\$ 15,6 bilhões, contra R\$ 6 bilhões, em 2006. Por número de aplicadores, a média mensal cresceu 117,78% no ano atingindo um contingente de 135.603 usuários. O número de transações via *home broker* em 2007, respondeu por 8,4% do total negociado na Bovespa naquele ano (<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>).

A continuidade dos bons resultados da economia após 2004 diminuiu a incerteza sobre o futuro do mercado brasileiro, aumentou a confiança sobre o desempenho futuro da economia, melhorou as expectativas dos agentes acerca dos fluxos de rendimentos futuros dos ativos reais e financeiros e provocou o aumento das quase-rendas ( $q$ ) e das expectativas de valorização dos ativos financeiros ( $a$ ). Isso resultou em um aumento da demanda por títulos de renda fixa e ações que, de outro lado, encontrou uma oferta mais aquecida, em virtude da maior propensão a investir do empresariado nacional.

No tocante ao prêmio de liquidez, sua importância relativa frente aos demais componentes do retorno esperado foi menor, nesse período, pois, com a queda da incerteza os agentes ampliaram a preferência pela rentabilidade em detrimento da preferência pela liquidez. Isso implicou no maior crescimento proporcional dos títulos de maior período de maturação (ações e debêntures) frente aos títulos considerados de curto/curtíssimo prazo (notas promissórias). Há que se destacar, contudo, que o prêmio de liquidez de todos os títulos negociados no MT aumentou nesse período, como consequência dos aperfeiçoamentos no mercado (inovação tecnológica e regulamentação) e do maior movimento financeiro nos mercados secundários.

Portanto, ao longo do período 2004-2007, na medida em que as atividades econômicas prosseguiram sem choques e as expectativas acerca do bom desempenho da economia e, particularmente, do mercado de títulos se confirmaram, algumas empresas se sentiram seguras para captar recursos via emissão de títulos, seja com o intuito de investirem ou de readequarem seu passivo. Pelas mesmas razões, os agentes do mercado financeiro, otimistas com respeito às quase-rendas e às expectativas de valorização, passaram a apostar em uma tendência ascendente do valor dos ativos reais e financeiros, de forma que as altas margens de segurança que se mantiveram até 2003 (motivadas pelo cenário econômico desfavorável), começaram a ceder espaço para o aumento da demanda por recursos financeiros destinados aos investimentos, via crescimento do crédito e da compra de títulos no MT.

Outra questão relevante para o entendimento dessa evolução do mercado de títulos remete à compreensão da gênese do processo de expansão do volume de negócios nos mercados primários e secundários de títulos. Uma característica marcante dos mercados financeiros modernos é a inerente instabilidade das expectativas de curto prazo que regem

esses mercados. Trata-se do que se conhece como “efeito manada”, em que, mesmo que por parte dos especialistas prevaleçam análises objetivas sobre o retorno esperado dos ativos, em determinados momentos, especialmente em períodos de alta incerteza, é preferível “seguir a manada” do que arriscar “perder sozinho” (CARVALHO *et al.*, 2000).

O “efeito manada”, embora quase sempre esteja associado à debandada de investidores do mercado, também pode ser associado ao movimento oposto, ou seja, a entrada dos investidores no mercado que, ao “seguirem a manada” esperam não serem os únicos a não ganharem nada. Foi essa forma de otimismo que motivou o conjunto dos agentes do MT a ampliarem suas negociações no mercado secundário e, conseqüentemente as emissões de títulos, visto que, como já dito, em conjunturas de aquecimento da bolsa, em que as ações existentes no mercado são transacionadas a cotações crescentes, é mais fácil ofertar novas ações e vendê-las a uma cotação satisfatória, captando maior volume de recursos.

Os agentes responsáveis por esse comportamento do mercado primário se dividiram, basicamente, em dois grupos: empresas e grandes investidores (investidores estrangeiros, bancos e investidores institucionais). Particularmente, os grandes investidores, ao decidirem pela diminuição da sua liquidez financeira, aumentaram suas aplicações e, conseqüentemente, a oferta de recursos no MT. As empresas, por outro lado, ao decidirem pela realização imediata de novos investimentos, decidiram também pelo aumento das atividades de lançamento de títulos no mercado primário e, conseqüentemente, pelo aumento da demanda de recursos via MT.

Por fim, vale destacar que, enquanto no MC a trajetória do volume de recursos foi definida, em maior medida, pelos ofertantes de recursos (bancos), no MT essa trajetória dependeu tanto dos ofertantes quanto dos demandantes de recursos. Em outras palavras, enquanto no MC o determinante da trajetória esteve basicamente na oferta de recursos, no MT a trajetória foi dependente tanto de fatores relacionados à oferta quanto à demanda por recursos.

### **3. A ATUAÇÃO DOS MERCADOS DE CRÉDITO E DE TÍTULOS NO FINANCIAMENTO EMPRESARIAL NO BRASIL (1996-2007)**

Nos capítulos anteriores, foram identificados: o período de crescimento recente do volume de crédito e emissão de títulos, os principais acontecimentos econômicos que

marcaram esse período e os principais responsáveis pela trajetória do volume de recursos nos mercados de crédito e de títulos no Brasil. Neste terceiro capítulo, a análise se restringirá aos recursos destinados às empresas no Brasil, com o objetivo de apresentar as principais características e distribuição setorial desses recursos. Com isso, espera-se entender a atuação dos agentes responsáveis pela trajetória do volume de recursos fornecidos pelo sistema financeiro, ao longo do período analisado, no financiamento de três macro-setores que compõem a economia brasileira: indústria, comércio e serviços<sup>49</sup>.

A análise se concentrará no período 2000-2007, uma vez que, somente a partir de 2000, o Bacen passou a divulgar dados mais detalhados do mercado financeiro. Isso porque, a partir daquele ano, o Bacen adotou uma nova metodologia de análise da trajetória do crédito, na qual, além dos setores beneficiados, a origem dos recursos dos créditos financeiros também passou a ser divulgada. Essa nova metodologia derivou de uma programação para a implantação de medidas de redução do *spread* bancário, com o objetivo de ampliação do volume de crédito na economia.

Dessa programação surgiu o projeto “Juros e *Spread* Bancário no Brasil”, o qual, por meio de relatórios anuais, forneceu informações detalhadas sobre a evolução dos juros e das operações de crédito bancárias, e sobre os componentes e determinantes do *spread* bancário, no Brasil. Para a obtenção dessas informações, o Bacen passou a exigir das instituições financeiras maiores detalhes sobre as operações de crédito de pessoas físicas e jurídicas, por meio da Circular 2.957, de 30 de dezembro de 1999, sob a justificativa de conferir maior transparência às operações bancárias e obter informações que permitissem a criação de instrumentos para redução destes *spreads* bancários.

Dessa forma, as instituições financeiras passaram a fornecer diariamente, ao Bacen, informações sobre as taxas médias ponderadas, taxas mínimas e máximas, valor liberado na data-base, saldos em fim de mês, respectivos níveis de atraso e prazos médios das principais modalidades de crédito concedidos, tanto para pessoas físicas quanto jurídicas (BACEN, 2000a). Todas essas informações passaram a ser divulgadas pelo Bacen, e o volume de créditos do sistema financeiro nacional começou a ser exposto, não só pela divisão de setores beneficiados, mas também pela origem dos seus recursos, os quais foram

---

<sup>49</sup> Como já mencionado na introdução desta dissertação, o setor de agronegócios foi excluído da análise, tendo em vista as particularidades do financiamento direcionado a esse macro-setor.

classificados em: livres (quando possuem taxas de juros livremente pactuadas entre os mutuários e as instituições financeiras) e direcionados (com taxas estabelecidas em programas ou repasses governamentais, geralmente destinadas aos setores rural, habitacional e de infra-estrutura).

Em relação à distribuição setorial dos recursos, o período de análise será 2002-2007, tendo em vista que os dados disponibilizados pelo BNDES relativos à distribuição setorial (em volumes e não em desembolsos) estão disponíveis somente a partir de 2002, ano em que foi realizada uma revisão das notas explicativas às demonstrações contábeis do Banco.

Na primeira seção deste capítulo, é apresentado o volume de recursos livres utilizados pelas empresas no Brasil, dividido em modalidades de operações de crédito, conforme classificação e organização do Bacen, disponíveis nos Boletins Anuais dessa instituição. As modalidades são: Capital de Giro, Conta Garantida, Aquisição de Bens, Vendor, Hot Money, Desconto de Duplicatas, Desconto de Nota Promissória, Financiamentos Imobiliários, ACC, *Export Notes*, Resolução 63 e Outros. O objetivo é visualizar detalhadamente o endividamento empresarial no Mercado de Crédito (MC), no qual os principais agentes fornecedores de recursos são bancos comerciais e múltiplos.

Em seguida, é apresentado o volume de recursos direcionados utilizados pelas empresas, no Brasil. Visto que a principal instituição nacional que oferece recursos para financiamento com essa característica é o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), são utilizados os Relatórios Anuais e as informações disponíveis no *site* dessa instituição, para a apresentação e análise do volume e fluxo (desembolsos) de recursos disponibilizados pelo Banco e suas subsidiárias (FINAME e BNDESPAR). O objetivo é visualizar a evolução desses financiamentos e complementar o estudo do endividamento empresarial no MC.

Em um terceiro momento, a análise se concentrará no endividamento empresarial no mercado de títulos, quando serão apresentadas as emissões primárias de ações, debêntures e notas promissórias (*commercial papers*). Para a descrição dos volumes de recursos disponibilizados por esses meios, são utilizados os Boletins do Banco Central do Brasil e os dados disponíveis no site da BM&F Bovespa.

Em todas as subseções se procurará expor e analisar a distribuição desses recursos aos macro-setores empresariais indústria, comércio e serviços, com o objetivo de verificar

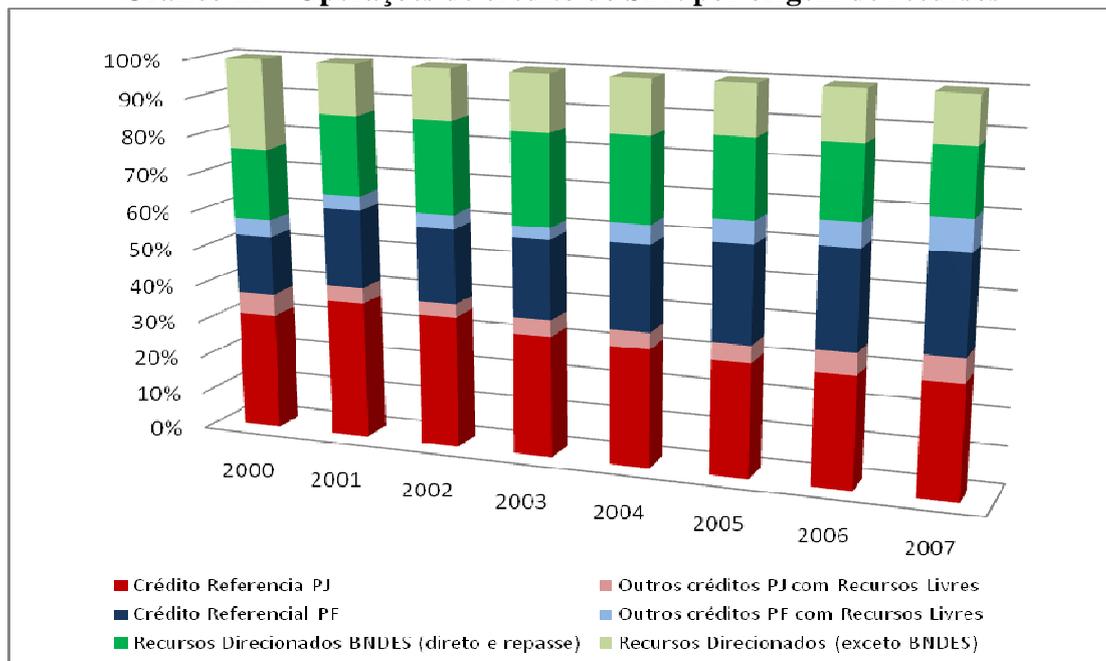
quais os setores mais beneficiados por esses recursos, recentemente.

### 3.1 Evolução do volume de empréstimos com recursos livres para empresas no Mercado Brasileiro de Crédito, no período 1996-2007: a atuação dos bancos

#### *Características*

Recursos livres são as fontes de recursos que as instituições financeiras dispõem para a concessão de empréstimos às pessoas físicas ou jurídicas, que não são direcionadas, por força de lei, a financiamentos de atividades ou projetos específicos. Esses recursos representam a maior parte do volume total de financiamentos concedidos pelo SFN, ao setor privado, como demonstra o gráfico abaixo.

**Gráfico 11 – Operações de crédito do SFN por origem de recursos**



Obs. Crédito Referencial PJ e PF referem-se a créditos com recursos livres para Pessoas Jurídicas e Pessoas Físicas.

Fonte: <[www.bacen.gov.br](http://www.bacen.gov.br)> - elaboração própria.

As operações de crédito que se utilizam dos recursos livres, também conhecidas como operações de crédito referencial para taxas de juros, são aquelas contempladas na Circular nr. 2.957/1999 do Bacen, assim chamadas por serem formalizados com taxas de juros livremente pactuadas entre os mutuários (contratados) e as instituições financeiras (contratantes). Do seu conjunto, excluem-se as operações de crédito rural, de repasses do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social ou quaisquer outras lastreadas

em recursos compulsórios ou governamentais.

Os bancos são as instituições financeiras especializadas no fornecimento de operações de crédito dessa natureza. Esses agentes criaram, tanto para o financiamento de pessoas físicas quanto jurídicas, várias modalidades e/ou linhas de crédito, que têm os recursos livres como fonte. Dado que o interesse desta dissertação é o financiamento empresarial, nossa apresentação se restringirá apenas às linhas voltadas às pessoas jurídicas.

As principais linhas de crédito voltadas às empresas que têm como fonte os recursos livres são, conforme classificação e organização do Bacen, disponíveis nos Boletins Anuais dessa instituição: Capital de Giro, Conta Garantida, Aquisição de Bens, Vendor, *Hot Money*, Desconto de Duplicatas, Desconto de Nota Promissória, Financiamentos Imobiliários, Adiantamento de Contratos de Câmbio (ACC), *Export Notes*, Resolução 63 (Repasses Externos), além de Outras, de menor expressão. Neste capítulo, serão abordadas todas essas linhas, com exceção dos financiamentos imobiliários que, por estarem direcionados ao mercado imobiliário, fogem aos objetivos deste trabalho.

Para uma melhor compreensão dessas modalidades de empréstimo, apresenta-se a seguir uma breve descrição delas, seguindo as definições obtidas no site do Banco Central do Brasil ([www.bacen.gov.br](http://www.bacen.gov.br)) e comentários baseados em Jacob (2003), Assaf Neto (2001) e Fortuna (2005):

#### Capital de giro:

São empréstimos que se destinam a financiar atividades operacionais da empresa (capital de giro) e que são caracterizados por uma formalização contratual que estabelece as condições básicas da operação, como garantias, prazos de pagamento, encargos financeiros e valores. As garantias exigidas para operações dessa natureza são variadas (duplicatas, avais, notas promissórias, hipotecas, etc.) e dependem do nível de risco calculado pela instituição financeira e do relacionamento firmado entre essa e o tomador dos recursos.

#### Contas garantidas:

Assemelha-se ao cheque especial, pois, trata-se de uma conta paralela à conta-corrente da empresa, que sofre débitos (tendo como contrapartida créditos na conta corrente) e créditos (com a contrapartida de débitos na conta-corrente), conforme as eventuais e urgentes necessidades de caixa do tomador. Os encargos financeiros são

calculados sobre o saldo devedor verificado durante o período de utilização dos recursos e são cobrados do tomador uma vez ao mês.

#### Vendor:

É uma operação de crédito que permite a uma empresa vender seu produto a prazo e transferir o direito de recebimento para o seu banco que, mediante uma taxa de juros, a paga à vista, financiando a empresa compradora. A empresa vendedora garante a compradora, assumindo o risco do negócio junto ao banco, contudo, a responsabilidade principal do pagamento dos títulos ao banco é da empresa compradora, motivo pelo qual é exigido que essa seja um agente com boas referências no mercado em que atua.

A principal vantagem desta operação para a empresa comercial vendedora é a possibilidade de recebimento à vista das suas vendas a prazo, o que resulta em um menor comprometimento do seu capital de giro. Para a empresa compradora, o interesse maior são as taxas de juros cobradas pelo banco na operação, geralmente mais baixas quando comparadas a outras modalidades de crédito (ver gráfico 12). A operação é formalizada com a assinatura de um convênio, com direito de regresso entre o banco e a empresa vendedora, e de um contrato de abertura de crédito entre as três partes (a vendedora, a compradora e o banco).

#### Aquisição de bens:

Trata-se de uma modalidade operação de crédito inversa ao *Vendor*, motivo pelo qual ela é popularmente conhecida como *Compror*. Nessa operação há a dilatação do prazo de pagamento da compra, sem envolver o vendedor. A empresa compradora, ao adquirir determinado bem, vai ao seu banco e solicita financiamento para pagar essa aquisição. O banco, ao conceder o crédito, paga diretamente o vendedor (à vista) e cobra a empresa compradora, no prazo ajustado em contrato. O crédito está vinculado, portanto, à aquisição de determinado bem que, quase sempre, constitui a garantia da operação.

#### Hot Money:

São operações de empréstimo de curto e curtíssimo prazo (média de 12 dias), demandadas para cobrir descaixes nos fluxos de caixa das empresas, principalmente, folha de pagamento e encargos fiscais. As taxas do *hot money* são formadas com base nas taxas de mercado interfinanceiro (taxa CDI) e são repactuadas diariamente.

#### Desconto bancário de títulos (duplicatas e promissórias):

São operações de crédito em que o banco concede um empréstimo mediante a garantia de um título representativo de um crédito futuro (duplicatas ou notas promissórias). Constitui-se, para a empresa contratante, em uma forma de antecipar o recebimento das suas vendas ou serviços, por meio de cessão de seus direitos a um mutuante (no caso, um banco). Nas operações de desconto bancário de títulos, a responsabilidade final da liquidação do título negociado, caso o comprador (conhecido como sacador) não pague no vencimento, é do tomador de recursos (conhecido como cedente).

#### Financiamentos imobiliários:

São operações não vinculadas ao Sistema Financeiro de Habitação, que são destinadas a financiar a aquisição, construção ou reforma de imóveis retomados, adjudicados ou recebidos em dação de pagamento por força de financiamentos habitacionais anteriores. Constituem-se em financiamentos específicos de instituições financeiras captadoras de depósitos à vista, que operam com crédito imobiliário (inclusive a Caixa Econômica Federal), conforme Resolução n. 2.789, de 30 de novembro de 2000 (BACEN, 2000). Como mencionado, dada a especificidade dessa modalidade de crédito, não nos atermos a ela em nossa análise.

#### Adiantamentos de Contrato de Câmbio – ACC:

São operações nas quais as instituições financeiras autorizadas a operar com câmbio, com base em contratos de fornecimento firmados entre exportadores e importadores, adiantam aos exportadores recursos financeiros em moeda nacional equivalentes à quantia de moeda estrangeira que será gerada por uma futura exportação. Os contratos devem conter, dentre outras coisas, o prazo para embarque da mercadoria que não pode exceder o período de um ano. A operação objetiva financiar a produção e/ou comercialização da mercadoria a ser embarcada para o exterior.

A operação recebe nome de ACC quando se refere ao financiamento da produção. Quando a mercadoria já está embarcada, a operação é chamada de ACE (Adiantamento sobre Cambiais Entregues) e se assemelha ao desconto de duplicatas. Esta segunda modalidade da operação pode ser solicitada ao banco até 60 dias após o embarque e tem prazo para pagamento de até 180 dias, a contar da data de embarque da mercadoria.

#### Export Note:

O *export note* é um título representativo de uma operação de cessão de créditos de exportação feita por uma empresa exportadora por conta do embarque que realizará no futuro. Os direitos creditícios desse título são cedidos pelo seu proprietário a um tomador (empresa ou banco) com o intuito de obter recursos para financiar a produção de mercadorias a serem exportadas. Difere do ACC por não apresentar prazo para embarque.

#### Repasse de recursos externos – Resolução 63:

A operação de empréstimo regulamentada pela Resolução n. 63, do CMN, de 21/08/1967, constitui-se em um repasse de recursos captados em moeda estrangeira no exterior, por bancos comerciais e múltiplos e/ou bancos de investimentos. Esses recursos são obtidos pelas instituições financeiras por meio de empréstimos ou colocação de títulos (bônus/eurobônus) nos mercados internacionais e repassados às empresas nacionais, visando o financiamento de capital de giro e capital fixo dessas empresas. Para maior segurança da operação, os bancos procuram repassar os recursos externos seguindo as mesmas condições de prazo e de formação de taxas de juros no exterior.

Atualmente, em razão das constantes inovações financeiras desenvolvidas pelas instituições financeiras nacionais e internacionais, existe um grande número de subprodutos e/ou submodalidades derivadas dessas modalidades mais amplas de linhas de crédito. Para os interesses desta dissertação, contudo, seria desnecessário apresentar todas as submodalidades e suas características, motivo pelo qual nos restringiremos à análise dos grandes grupos citados acima.

Todas as linhas mencionadas (com exceção dos financiamentos imobiliários) são destinadas majoritariamente ao financiamento do capital de giro das empresas, visto suas reposições serem exigidas no curto, ou ainda, às vezes, no curtíssimo prazo. A média diária para pagamento de operações com recursos livres, entre junho de 2000 e dezembro de 2007, variou de 11,95 a 339,91 dias, refletindo a característica “curtoprazista” dessas operações, como demonstra a tabela 14.

A característica “curtoprazista” desses empréstimos tem sido motivo de críticas, há muito tempo. Sochaczewski (1993, p. 26), em estudo de análise do sistema financeiro brasileiro, entre os anos 1952 e 1968, já destacava essa tendência, a partir da década de 1940:

“Durante a guerra, o crédito bancário esteve fora de controle e a inflação foi seguida de perto por uma forte expansão de depósitos, que se elevaram em quase

quatro vezes entre 1939 e 1946 (...) A inflação crônica que acompanhou a expansão dos bancos e da economia em geral teve uma consequência importante que não seria solucionada, até a década de 60: a excessiva concentração bancária nas atividades correntes (isto é, crédito de curto prazo) em detrimento do crédito para investimento.”

**Tabela 14 – Prazo médio diário consolidado\* das operações de crédito com recursos Livres/Referenciais para taxas de juros (média dos dados contidos entre jun. 2000 e dez. 2007)**

	Hot money	Desconto de duplicatas	Desconto de notas promissórias	Capital de giro	Conta garantida	Repasses externos (resolução 63)
MÉDIA	11,95	33,99	36,11	286,81	22,87	339,91
	Aquisição de bens - Pessoa jurídica	Vendor	ACC	Export notes	Outras operações - Pessoa jurídica	
MÉDIA	284,87	78,07	112,06	229,29	149,28	

\* Envolve operações com taxas prefixadas, posfixadas, flutuantes e com base em índices de preços.

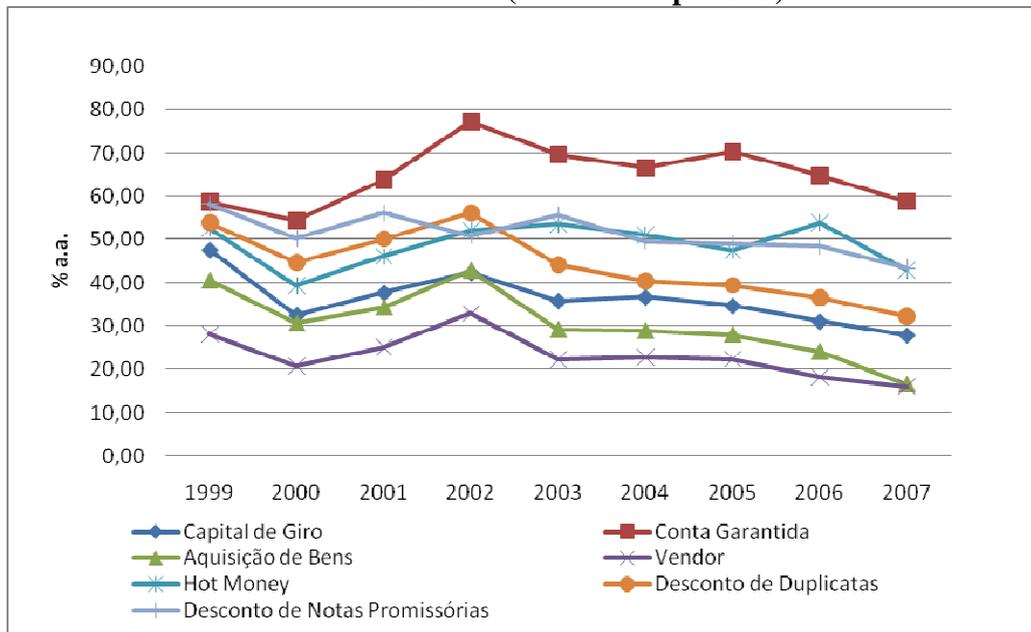
Fonte: Bacen (2008) - Elaboração própria

Carvalho (2003, p. 12), em artigo preparado para o Seminário do Desenvolvimento promovido pelo IE/UFRJ, CEPAL e DDAS/UFRJ que analisou o sistema financeiro brasileiro, destacou a continuidade dessa tendência do crédito bancário no período recente, ao escrever que “[o] Brasil padece de carência de oferta de serviços financeiros no segmento de médio e longo prazos ainda maior do que no de curto prazo.”

E, por fim, a Confederação Nacional das Indústrias (CNI), em documento entregue ao Presidente da República Luís Inácio Lula da Silva, em abril de 2003, destacou a predominância de recursos de curto prazo no financiamento empresarial, como uma das grandes dificuldades para o desenvolvimento do setor produtivo nacional. A CNI (2003) acrescentou ainda, a esta dificuldade, outras que considerou fundamentais para o entendimento do mau desempenho histórico do crédito no Brasil. Foram elas: as elevadas taxas de juros dos empréstimos bancários e a insuficiência quantitativa dos créditos fornecidos pelo Sistema Financeiro Nacional.

Essas duas dificuldades apontadas pela CNI foram amenizadas muito discretamente, ao longo do período recente de crescimento do volume de crédito, após 2004. O primeiro desses avanços foi verificado na trajetória da taxa de juros de cada uma das operações de crédito referencial para taxa de juros PJ que, embora tímida, sofreu redução, sobretudo após 2005, conforme se observa no gráfico 12.

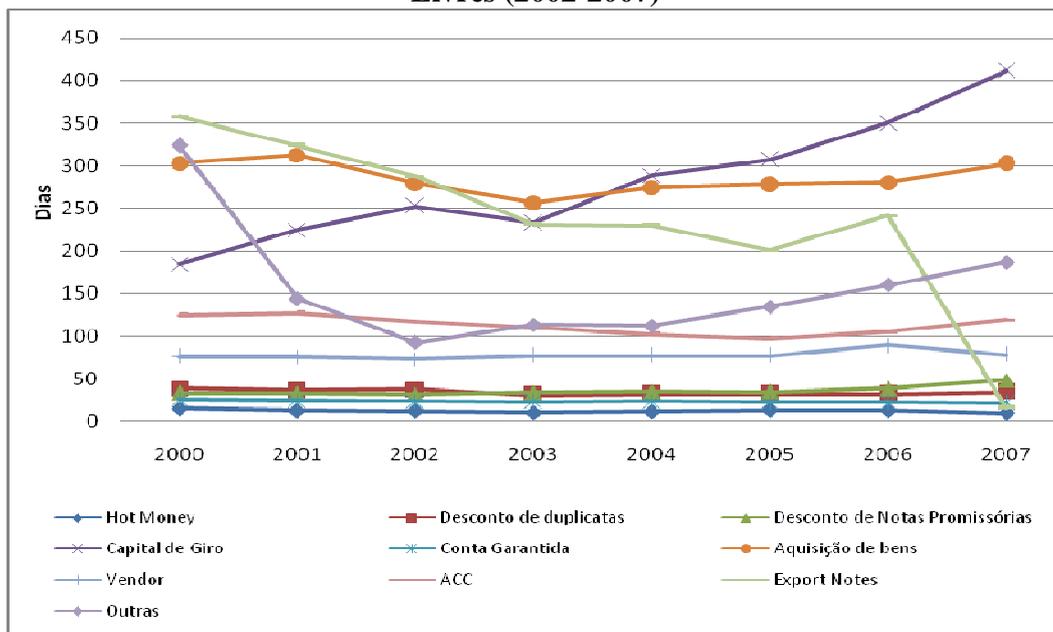
**Gráfico 12 – Taxas de juros pré-fixadas por modalidade de operações com recursos livres - 1996-2007 (em final de período)**



Fonte: <www.bacen.gov.br> - Elaboração própria.

Da mesma maneira, o prazo dessas operações foi ampliado, amenizando (também discretamente) a citada dificuldade de prazos para financiamento da necessidade de capital de giro empresarial, como se observa no gráfico 13.

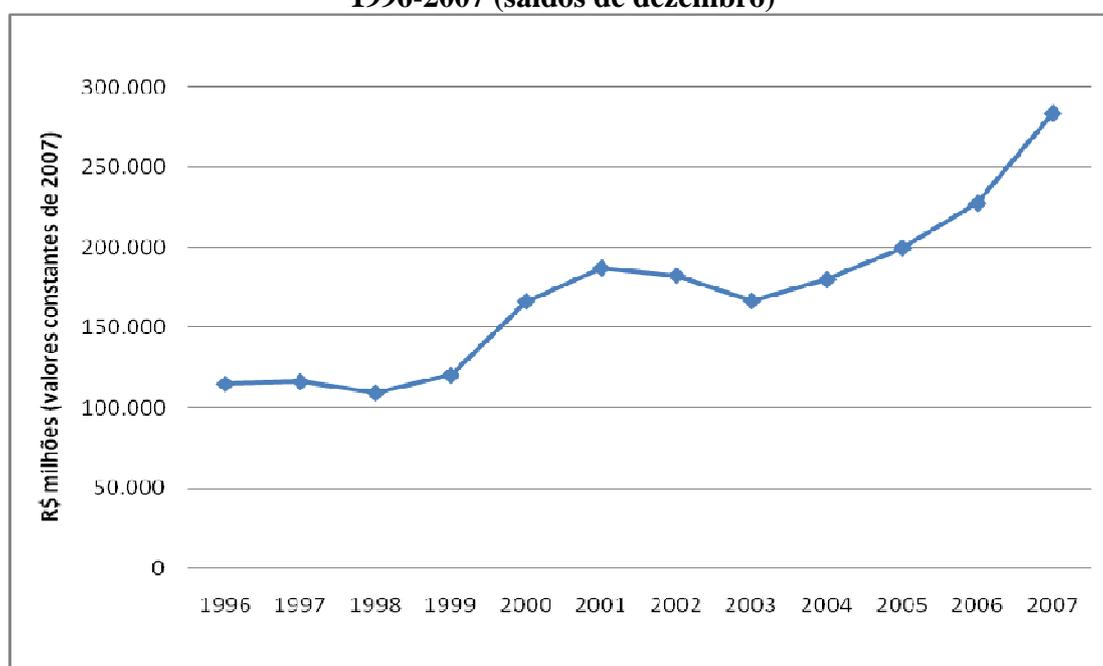
**Gráfico 13 – Prazo médio diário consolidado das operações de crédito com Recursos Livres (2002-2007)**



Fonte: <www.bacen.gov.br> - Elaboração própria.

Essas duas melhoras qualitativas das operações de crédito referencial para taxa de juros PJ, embora insuficientes para resolver o problema de crédito no Brasil, indicaram alguma disposição dos bancos para ampliar o volume de crédito com fontes de recursos livres, na economia brasileira. Essa disposição resultou da diminuição da preferência pela liquidez dos bancos, nesse período, conseqüência também da redução do grau de incerteza do mercado, após 2004. O gráfico 14 deixa evidente os resultados dessa maior disposição dos bancos em emprestar recursos, ao mostrar a evolução desses recursos ao longo do período 1996-2007.

**Gráfico 14 – Saldos das operações de Crédito Referencial PJ (recursos livres) 1996-2007 (saldos de dezembro)**



Fonte: Bacen (2008) – Elaboração própria.

Houve uma relativa estabilidade do volume desses créditos, no quadriênio 1996-1999, seguida por uma elevação desse volume, a partir de 2000 e 2001, a qual se estabilizou novamente até 2003, e, por fim, um crescimento mais consistente a partir de 2004, em virtude da redução do grau de incerteza e conseqüente diminuição da preferência pela liquidez dos bancos. Infere-se, portanto, que as causas apresentadas no primeiro capítulo para explicar as alterações na trajetória do crédito geral na economia brasileira, afetaram também diretamente o fornecimento de crédito com recursos livres às pessoas

jurídicas. A tabela a seguir detalha a evolução desses recursos por modalidade de operações e permite outras ponderações.

**Tabela 15 – Volume de operações de crédito do SFN com Recursos Livres**  
**Volume total por modalidade de operações (saldos de dezembro)**  
**R\$ milhões (valores constantes de 2007)**

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Capital de Giro	23.790	25.070	24.579	26.003	26.841	33.320	39.508	40.335	45.779	55.455	70.839	97.428
Outros	11.866	12.098	13.174	12.892	30.973	35.598	28.605	24.561	28.699	33.249	37.162	46.568
Conta Garantida	12.297	15.782	16.138	17.648	24.352	29.929	27.115	26.865	28.566	32.021	34.320	39.135
ACC	21.371	22.435	19.448	24.810	28.079	31.116	33.489	31.567	27.359	25.692	26.335	30.841
Resolução 63	23.039	20.367	20.821	20.951	26.622	29.457	26.740	17.047	15.607	17.276	19.898	24.887
Aquisição de Bens	1.788	2.268	1.659	1.993	3.571	5.415	5.728	5.753	9.110	12.011	14.093	17.937
Desconto de Duplicatas	6.205	6.700	4.824	5.874	8.551	9.075	8.035	9.145	11.824	11.802	12.548	13.742
Vendor	8.642	8.025	6.862	7.820	10.498	10.251	10.515	9.651	11.673	10.756	10.837	10.968
Financiamento Imobiliários	0	0	0	0	4.344	1.184	908	675	486	656	767	1.146
Hot Money	3.891	1.545	1.133	1.185	946	696	816	656	447	505	371	675
Desconto de Nota Promissória	1.170	918	539	1.001	1.408	960	696	306	253	237	167	152
Export Notes	1.130	1.280	494	370	331	113	325	228	178	61	1	0
<b>Total</b>	<b>115.188</b>	<b>116.486</b>	<b>109.671</b>	<b>120.547</b>	<b>166.516</b>	<b>187.115</b>	<b>182.480</b>	<b>166.789</b>	<b>179.980</b>	<b>199.720</b>	<b>227.336</b>	<b>283.479</b>

Fonte: Bacen (2008)

Com o detalhamento das modalidades de crédito, percebe-se que houve uma predominância das operações de Capital de Giro, Conta Garantida, ACC e Resolução 63, ao longo de todo o período, mesmo com essas modalidades apresentando taxas de juros mais elevadas do que as demais. A linha de crédito Capital de Giro, por exemplo, apresentou taxa de juros média superior às médias das taxas das operações de aquisição de bens e *vendor*, e ainda assim seus saldos foram superiores a essas duas, em praticamente todo o período. Da mesma maneira, a linha de crédito Conta Garantida apresentou-se como a de maior custo dentre todas as outras modalidades de crédito (gráfico 12) e, no entanto, foi a segunda operação em volume de recursos.

Portanto, a suposição de que as taxas são fatores preponderantes para a decisão de financiamento por parte das empresas, clássica em manuais de finanças (GITMAN, 2004), não se sustentou no mercado de crédito brasileiro, no período analisado. O direcionamento estratégico adotado pelos bancos ao uso dessas linhas, bem como as peculiaridades operacionais de cada uma das linhas de crédito são, ou pelo menos foram, no período recente, predominantes sobre as condições de preço/taxa de juros das operações e não foram modificadas com a evolução recente do volume de crédito bancário na economia

nacional. As condições de oferta (estratégias dos bancos) foram superiores às condições de demanda (busca por fontes mais baratas de crédito), ao longo de todo o período de crescimento do volume de crédito.

Isso está em consonância com o entendimento de Chick (1994) e Minsky (1957) de que os bancos desempenham papel decisivo no tocante a oferta de crédito, uma vez que são eles que, em última análise, decidem as condições nas quais o crédito será disponibilizado. Tanto a diminuição quanto a elevação do volume de crédito na economia, bem como o preço ao qual este será ofertado, são definidos pelas estratégias dos bancos, em conjunto com as expectativas e estratégias dos demandantes de crédito (sendo esta última, menos decisiva na decisão final).

### ***Distribuição setorial***

No tocante à distribuição setorial desses recursos, as informações disponibilizadas pelo Bacen referem-se a créditos livres e direcionados somados, conforme exposto na tabela 6 (no primeiro capítulo), o que não permite identificar a distribuição dos créditos livres entre os diversos setores. Uma comparação entre essas informações e as disponibilizadas pelo BNDES, que, teoricamente, permitiria calcular o montante de recursos livres por atividade econômica (subtraindo do total disponibilizado pelo Bacen o volume de operações por atividade econômica disponibilizado pelo BNDES), não é possível, pois, o Bacen adota as convenções da Carta Circular nr. 2.903, de 23.03.2000, para a setorialização econômica das atividades, enquanto que o BNDES se utiliza da CNAE (Classificação Nacional de Atividades Econômicas).

A solução para tal impasse é considerar os dados totais de operações de crédito por atividade econômica (indústria, comércio e serviços), como uma aproximação da distribuição setorial dos recursos livres. Embora não haja exatidão nessa análise, trata-se de uma boa amostra, tendo em vista que o volume de recursos livres representou, em média, 60% do total de crédito ao setor privado, ao longo do período 2000-2007, como demonstrado na tabela 16.

**Tabela 16 – Percentual do volume de operações de crédito com recursos livres em relação ao volume de operações com recursos livres e direcionados aos macro-setores indústria, comércio e serviços (2002-2007)**

R\$ milhões (valores constantes de 2007)

	Indústria	Comércio	Outros Serviços	TOTAL (a)	Crédito Referencial PJ: recursos livres domésticos e externos * (b)	Representatividade de (b) em relação a (a)
<b>2000</b>	139.198	51.514	74.889	265.600	162.172	61,06%
<b>2001</b>	148.712	54.809	90.136	293.658	185.930	63,32%
<b>2002</b>	155.234	54.065	91.585	300.883	181.572	60,35%
<b>2003</b>	143.170	53.010	87.987	284.168	166.114	58,46%
<b>2004</b>	142.527	62.555	90.608	295.690	179.494	60,70%
<b>2005</b>	149.704	69.508	106.864	326.076	199.064	61,05%
<b>2006</b>	171.921	81.931	126.938	380.790	226.570	59,50%
<b>2007</b>	213.901	97.661	156.232	467.794	282.333	60,35%

\* Capital de giro, conta garantida, Resolução 63, Hot money, aquisição de recebíveis, Vendor, Descontos de duplicatas e notas promissórias, ACC, export Notes e outros (exceto financiamentos imobiliários, *leasing* rural e outros)

Fonte: Bacen (2008) - Elaboração própria

Pode-se considerar, portanto, que a distribuição setorial dos recursos livres deu-se, ao longo do período 2002-2007, aproximadamente, da seguinte maneira:

**Tabela 17 - Volume de recursos financeiros do sistema bancário às atividades empresariais indústria, comércio e serviços (2002-2007)**

R\$ milhões (valores constantes de 2007)

Saldos em 31 de dezembro

	INDÚSTRIA	% do total	COMÉRCIO	% do total	SERVIÇOS	% do total	TOTAL
<b>2002</b>	155.234	51,6%	54.065	18,0%	91.585	30,4%	300.883
<b>2003</b>	143.170	50,4%	53.010	18,7%	87.987	31,0%	284.168
<b>2004</b>	142.527	48,2%	62.555	21,2%	90.608	30,6%	295.690
<b>2005</b>	149.704	45,9%	69.508	21,3%	106.864	32,8%	326.076
<b>2006</b>	171.921	45,1%	81.931	21,5%	126.938	33,3%	380.790
<b>2007</b>	213.901	45,7%	97.661	20,9%	156.232	33,4%	467.794

Fonte: Bacen (2008) - Elaboração própria

A maior parte dos recursos se concentrou na indústria. O comércio ficou com o menor percentual de utilização desses recursos. A falta de detalhamento desses dados em subclasses de atividade econômica dificulta o entendimento dos motivos dessa distribuição, porém, o que se pode dizer é que essa depende da estratégia dos bancos e que a estratégia dos bancos no tocante à distribuição setorial não se alterou significativamente com a

evolução recente do crédito, pois, como se vê, a distribuição dos recursos entre os macrosetores de atividade econômica permaneceu praticamente inalterada ao longo do período.

O que se nota é que houve apenas um pequeno aumento da participação do comércio, após 2004. Tendo em vista que esse é o setor menos beneficiado pelo crédito bancário ao longo do período (algo que se repete com os recursos do BNDES e no mercado de títulos, como veremos adiante), o aumento da sua participação percentual no total do volume de operações, após 2004, pode indicar uma demanda reprimida satisfeita, que se aproveitou do momento de maior tolerância ao risco e menor preferência pela liquidez por parte dos bancos, no Brasil. Contudo, vale destacar que, em termos de volume, a indústria manteve-se como o setor preferido pelos bancos, durante todo o período.

### **3.2 Evolução do volume de financiamentos com recursos controlados para empresas no Mercado Brasileiro de Crédito, no período 1996-2007: a atuação do BNDES**

#### *Características*

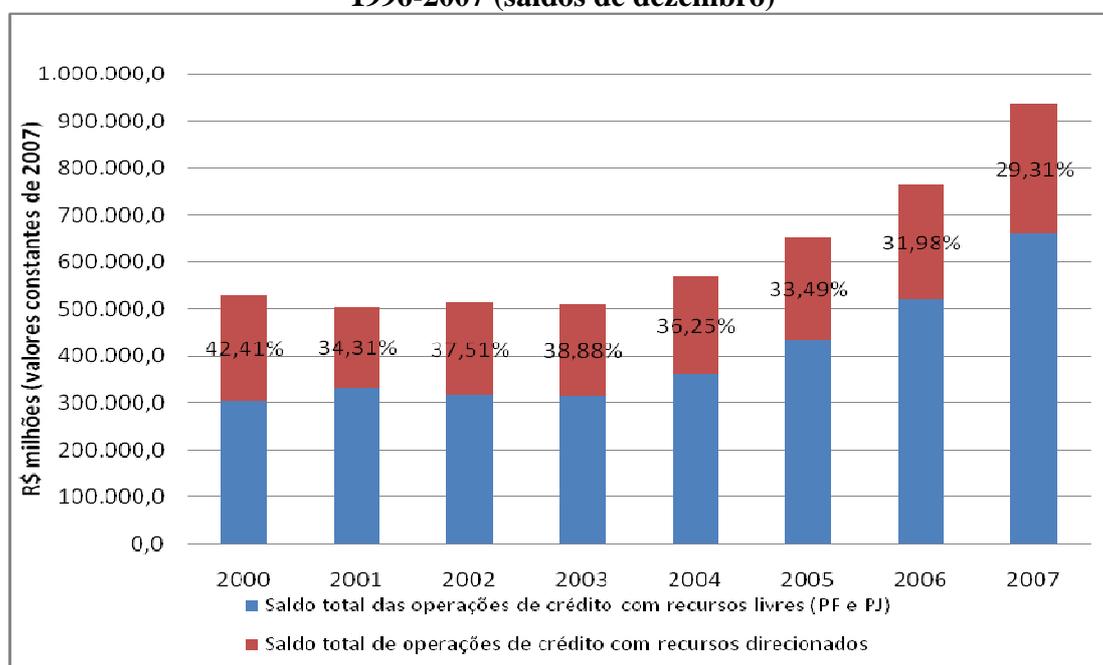
Créditos controlados e/ou direcionados são aqueles que se utilizam de recursos que recebem algum tipo de direcionamento alocativo – inclusive taxas de juros – por parte do Estado, com o intuito de atender determinadas prioridades políticas em áreas específicas como habitação, agricultura, infra-estrutura, comércio exterior, entre outros (TORRES FILHO, 2006). Esses créditos têm representado, aproximadamente, um terço do saldo total das operações de crédito disponíveis na economia nacional, mas com tendência de queda, como demonstra o gráfico 15.

Em geral, as operações que fazem uso desses recursos possuem prazos mais longos do que os empréstimos bancários convencionais, apresentados na seção anterior, pois são direcionadas a empreendimentos com longa maturação (infra-estrutura, por exemplo) e/ou cujo público alvo tenha capacidade de pagamento reduzida (crédito imobiliário para construção de casas populares, por exemplo). Em razão dessas características, operações dessa natureza são consideradas de risco elevado, o que evita, restringe ou mesmo impede, a atuação do sistema financeiro privado neste segmento (ZENDRON, 2006).

Esses créditos são intermediados, na sua maioria, por bancos oficiais, com grande destaque para a atuação do BNDES, que, desde 2001, tem sido responsável por aproximadamente 60% do total de desembolsos de créditos direcionados (BACEN, 2007). O BNDES destaca-se, portanto, como o principal instrumento do Governo Federal para os

financiamentos de médio e longo prazos, que tenham como objetivo o apoio a empreendimentos que contribuam para o desenvolvimento do país. Dentre as prioridades desse banco se destacam os financiamentos à indústria e aos setores de infra-estrutura, o apoio às exportações brasileiras e o fomento às pequenas e médias empresas. Adicionalmente, o BNDES contribui para o desenvolvimento do mercado de capitais e para a formulação de políticas de desenvolvimento nacional e identificação de soluções para problemas estruturais da economia brasileira (ZENDRON, 2006).

**Gráfico 15 – Saldos de operações de crédito com recursos livres e direcionados 1996-2007 (saldos de dezembro)**



Fonte: <www.bacen.gov.br> - Elaboração própria.

O BNDES foi criado em 20 de junho de 1952, pela Lei n. 1.628, com o nome de BNDE (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico) e somente em 1982, por meio do Decreto n. 1.940, de 25 de maio de 1982, passou a ser denominado BNDES. Com a Lei 5.662 e o Decreto n. 68.786, ambos de 21 de junho de 1971, o BNDES foi transformado em empresa pública, dotada de personalidade jurídica de direito privado e patrimônio próprio, e sujeito às normas gerais orçamentárias e contábeis e à disciplina normativa do Conselho Monetário Nacional. Atualmente, é uma empresa pública federal vinculada ao Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (SOCHACZEWSKI, 1993).

Apesar de algumas vezes operar de forma direta, é comum sua atuação ocorrer por meio de agentes financeiros, como Bancos Comerciais, Bancos de Investimento e Sociedades Financeiras, que atuam como co-responsáveis pelos financiamentos concedidos e recebem uma comissão (chamada *del credere*) para executarem a intermediação. O BNDES possui duas subsidiárias: a FINAME (Agência Especial de Financiamento Industrial), cujo objetivo é apoiar o financiamento da compra de máquinas e equipamentos e a exportação de bens de capital e serviços, e o BNDESPAR (BNDES Participações S.A.), cuja função é investir em empresas nacionais através da subscrição de ações e debêntures conversíveis. Em conjunto essas três entidades recebem o nome de Sistema BNDES (ASSAF NETO, 2001).

O Sistema BNDES tem as características de um banco de desenvolvimento e, como tal, não dispõe de depósitos como fonte de recursos para suas aplicações, característica essa de bancos comerciais e/ou múltiplos. Segundo Zendron (2006), bancos de desenvolvimento mobilizam recursos através de captações no mercado internacional (muitas vezes envolvendo a transferência de recursos de países desenvolvidos para os países em desenvolvimento), através de captações no mercado doméstico e através de diferentes formas de mobilização de poupanças.

Todas essas formas de mobilização de recursos são utilizadas pelo Sistema BNDES, cujas fontes são: Recursos Vinculados (Fundo da Marinha Mercante e Recursos do Tesouro Nacional), Captações Institucionais (FAT Depósitos Especiais, Fundo Nacional de Desenvolvimento e Organismos Internacionais), Ingressos Automáticos (FAT Constitucional), Retornos Líquidos (contrapartidas de financiamentos concedidos), Captações em Mercado (com o uso de instrumentos de renda variável, renda fixa, renda fixa-bônus e empréstimos no mercado externo), além de Outras Entradas (ajustes de saldo de fundos e programas especiais e fluxos de equalização no Tesouro Nacional)<sup>50</sup>

Dentre essas fontes, as mais importantes em termos de volume são os Retornos Líquidos, as Captações em Mercado e os Ingressos Automáticos, que juntos representaram uma média de 75% do total de ingressos de recursos no Sistema BNDES, entre os anos 2000 e 2007. As três fontes possuem alto grau de flexibilidade na sua aplicação, ou seja,

---

<sup>50</sup> Para maiores detalhes dessas fontes, ver Prochnik e Machado (2008).

não são vinculadas a destinação específica, como ocorre com o Fundo da Marinha Mercante, por exemplo, que tem sua destinação vinculada ao financiamento de melhorias em estaleiros brasileiros e a projetos de pesquisa e desenvolvimento científico voltados somente para a marinha mercante (PROCHNIK; MACHADO, 2008).

Isso significa que o Sistema BNDES possui relativa liberdade de aplicação sobre 75% do total das suas fontes de recursos, podendo, teoricamente, financiar com esses recursos quaisquer empreendimentos que considerar interessante, social e/ou economicamente. Na prática essa decisão é um pouco mais complicada, pois, mesmo com a alta flexibilidade dessas fontes, o enquadramento das operações propostas ao Sistema BNDES sempre depende de duas condições básicas: 1) a existência de mérito do projeto apresentado à luz de políticas públicas; e 2) a verificação de que a empresa proponente está em um nível de risco de crédito considerado aceitável (BERGAMINI JUNIOR; GIAMBIAGI, 2005), de acordo com os parâmetros estabelecidos pela Resolução do Bacen, n. 2.682, de 21 de dezembro de 1999, que requer a análise periódica da carteira de crédito da instituição e sua classificação em nove níveis de risco, sendo AA o risco mínimo e H o risco máximo – ver tabela 5 (BACEN, 2008).

Dessa forma, para a concessão de crédito, o Sistema BNDES tem sempre que compatibilizar os objetivos de desenvolvimento econômico e social (qualidade do projeto) com medidas prudenciais relativas ao risco de crédito (qualidade do empreendedor). O cruzamento dessas duas condições básicas implica no surgimento de quatro hipóteses relacionadas à concessão ou não de financiamentos pelo Banco: a) empresas de baixo risco implementando projetos meritórios, o que constitui situação ideal; b) empresas de alto risco implementando projetos sem mérito, situação em que deve ser negado o enquadramento<sup>51</sup>; c) empresas de baixo risco implementando projetos sem mérito, situação em que deve ser negado o enquadramento; e d) empresas de alto risco implementando projetos de mérito, situação em que se deve procurar meios de mitigação do risco ou, no limite, ser negado o enquadramento (BERGAMINI JUNIOR; GIAMBIAGI, 2005).

Essas quatro hipóteses estão esquematizadas no quadro abaixo:

---

<sup>51</sup> Enquadramento é definido como a pré-avaliação da adequação do pedido de apoio financeiro às políticas operacionais do BNDES, conforme informação constante no site da instituição – [www.bndes.gov.br](http://www.bndes.gov.br).

**Tabela 18 - Efeitos do *trade-off* risco x qualidade dos projetos nas decisões de enquadramento do BNDES**

		PROJETOS (qualidade do projeto)	
		Com Mérito	Sem Mérito
RISCO (qualidade do empreendedor)	Baixo	Enquadramento (situação ideal)	Enquadramento Negado
	Alto	Mitigar risco ou negar enquadramento	Enquadramento Negado

Fonte: Elaboração própria a partir de Bergamini Junior e Giambiagi (2005)

Depreende-se deste quadro que o principal critério para a concessão de empréstimos, pelo Sistema BNDES, está no mérito do projeto, ou seja, na relevância econômica e social do projeto, ou ainda, na adequação dos objetivos do projeto às políticas governamentais de desenvolvimento econômico e social. Interesse econômico e social dos projetos é uma das características dos bancos de desenvolvimento que os distingue das demais instituições financeiras (Zendron, 2006). Junto com esta característica, há o fato de os bancos de desenvolvimento atuarem em segmentos não atendidos pelas demais instituições financeiras (em razão do risco elevado das operações e do predomínio de operações de longo prazo) e a incapacidade de captação de recursos por meio de depósitos. Esse conjunto de características dos bancos de desenvolvimento pode sugerir que esses agentes seguem comportamentos diferentes dos demais bancos, quando se considera a preferência pela liquidez em instituições bancárias.

Zendron (2006, p. 122) nega essa suposição ao afirmar que:

“(...) a preferência pela liquidez é um padrão de comportamento das instituições financeiras que possuem ativos cuja realização está sujeita à incerteza e que, por outro lado, assumem compromissos contratuais. Os bancos de desenvolvimento (...) combinam estas duas características: a realização de seus ativos é incerta, em especial dos empréstimos de longo prazo que possuem significativo risco de crédito, e a captação de recursos de terceiros cria compromissos financeiros.”

Para a autora, portanto, bancos de desenvolvimento têm preferência pela liquidez e esta se manifesta na necessidade que esses agentes têm em se manterem financeiramente líquidos para honrarem as obrigações assumidas no mercado interno e externo (pagamentos correntes, eventuais empréstimos de curto prazo e outros, referentes a serviços, inclusive pagamentos de *swaps* e outros derivativos), de maneira a garantir a continuidade das

operações financeiras. Essa necessidade de liquidez permanente se constitui em um grande problema, pois quase a totalidade dos recursos emprestados pelos bancos de desenvolvimento é de longo prazo.

Como se sabe, quanto maior o prazo das operações, maior é a dificuldade de se fazer previsões ou de se construir cenários para o fluxo de retorno desses recursos, tendo em vista o maior grau de incerteza e o menor grau de confiança nas expectativas dos agentes. Isso implica que, teoricamente, bancos de desenvolvimento têm elevada preferência pela liquidez, tendo em vista a relação diretamente proporcional entre incerteza e preferência pela liquidez (CARVALHO, 2005; FERRARI FILHO; CONCEIÇÃO, 2001), e inversamente proporcional entre estado de confiança e preferência pela liquidez (PAULA; ALVES JR., 2003). Isso implica que os desembolsos do Sistema BNDES devem, ou pelo menos deveriam, seguir tendência semelhante à apresentada para os créditos com recursos livres, a saber: estabilidade entre 1996-2003 (possivelmente, um aumento não consistente no período 2000-2003) e crescimento consistente após 2004<sup>52</sup>.

Contudo, em um primeiro momento, o que se observa é que os desembolsos do BNDES se mostraram instáveis ao longo de todo o período, apresentando picos de crescimento nos anos 1997 (75% de evolução em relação a 1996) e 2002 (31,8% de evolução em relação a 2001), com crescimento constante somente a partir de 2004, como demonstra o gráfico 16.

Um olhar mais crítico desses desembolsos revela que esses picos de crescimento do volume de recursos disponibilizados pelo Sistema BNDES estão associados às aplicações em setores relacionados à infra-estrutura, com destaque para as empresas de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica; transporte; telecomunicações; e construção civil, setores tradicionalmente privilegiados pelos bancos de desenvolvimento (Zendron, 2006, p. 117):

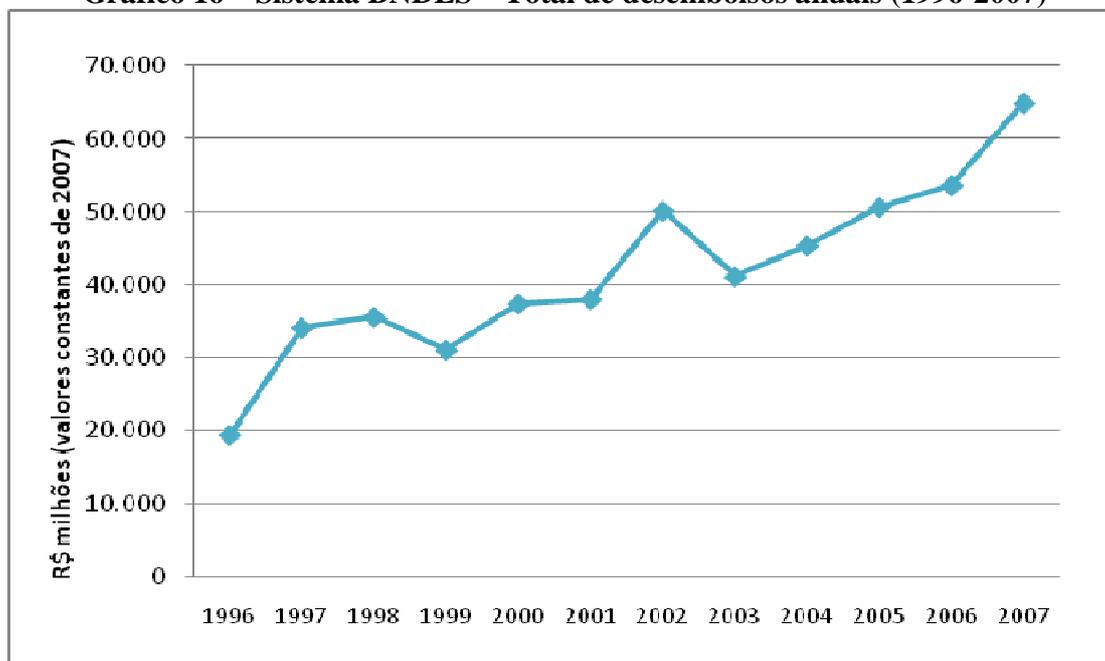
“Dentre os setores privilegiados pelos bancos de desenvolvimento destaca-se o setor de infra-estrutura. Energia, transportes e telecomunicações são importantes para todas as demais atividades do país. Entretanto, os prazos de maturação de investimentos nestes setores são elevados, requerendo financiamentos

---

<sup>52</sup> A semelhança mencionada se refere aos comportamentos do BNDES e dos bancos comerciais e não aos dados dos volumes de crédito com recursos livres e dos desembolsos realizados pelo BNDES, tendo em vista que o primeiro se refere a estoques e o segundo a fluxos, sendo inadequada uma comparação em termos de volume.

compatíveis. A necessidade de recursos de longo prazo tornou o setor de infraestrutura um foco tradicional dos bancos de desenvolvimento.”

**Gráfico 16 – Sistema BNDES – Total de desembolsos anuais (1996-2007)**



Fonte: <www.bndes.gov.br> - Elaboração própria.

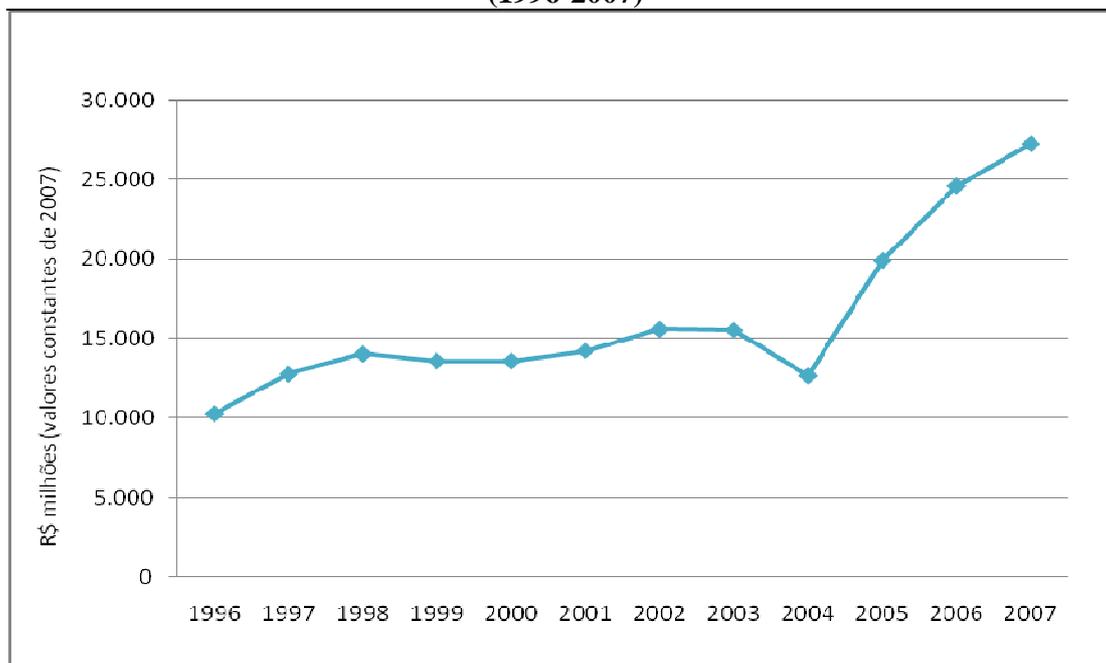
Além desses setores, os de papel e celulose, metalurgia básica e agropecuária também fizeram parte desses picos de desembolsos de recursos pelo BNDES, refletindo outra preocupação das instituições oficiais, também destacada por Zendron (2006, p. 117)

“(…) a indústria está ao lado do setor de infra-estrutura nos setores que merecem especial atenção das instituições. Bancos de desenvolvimento se preocupam com a construção de uma base industrial competitiva e com o apoio a mudanças estruturais de acordo com a estratégia de desenvolvimento dos governos”

Se descontarmos os desembolsos desses setores do total de desembolsos realizados pelo Sistema BNDES, ao longo do período em análise, teremos uma trajetória bastante diferente da apresentada no gráfico anterior (gráfico 16). Essa nova trajetória indica que houve uma relativa estabilidade dos desembolsos dos recursos do Sistema BNDES, de 1996 a 2003, e um crescimento consistente desses recursos a partir de 2004. Pode-se dizer, portanto, que foi a função social e desenvolvimentista do Sistema BNDES que contribuiu para a trajetória irregular do volume de recursos desembolsados por ele, ao longo do

período em análise, e que, se descontados os efeitos dessa função, essa trajetória guarda semelhança com a apresentada para os bancos comerciais.

**Gráfico 17 – Sistema BNDES – Total de desembolsos anuais “ajustado” (1996-2007)**



Fonte: <[www.bndes.gov.br](http://www.bndes.gov.br)> - Elaboração própria

A função social e desenvolvimentista do Sistema BNDES fica ainda mais evidente quando se analisam suas fontes de recursos. De acordo com Prochnik e Machado (2008), houve aumento, no período 1997-1998, das captações em mercado do BNDES em razão da monetização de ativos de renda variável, aproveitando o ainda alto volume de recursos internacionais na economia brasileira nesse período. Em valores constantes de 2007, houve uma elevação de R\$ 6,75 bilhões na fonte Captações de Mercado Renda Variável, nesse período, e, de maneira geral, houve um aumento de R\$ 17,7 bilhões, no total de ingressos de recursos no BNDES.

Entre 2001 e 2002, em decorrência da crise de abastecimento de energia elétrica, o Tesouro Nacional direcionou R\$ 9,32 bilhões ao Sistema BNDES para o saneamento do setor de eletricidade. Segundo Prochnik e Machado (2008, p. 29),

“(…) em 2002, a mudança no patamar dos ingressos de R\$ 40 bilhões para R\$ 60 bilhões, teve um caráter temporário e foi possibilitada pelo repasse de recursos do

Tesouro Nacional direcionados ao revigoração do setor elétrico. Entretanto, a manutenção nesse novo patamar não se perpetuou, já que os recursos que retornaram desses financiamentos foram devolvidos ao Tesouro Nacional (...) a partir de 2004 os ingressos totais assumiram trajetória crescente, com o aumento relativo das captações em mercado, principalmente em operações de renda variável”

Esses dados reforçam a afirmação de que a atuação do Sistema BNDES, quando se excetua as influências da sua função social e desenvolvimentista, se assemelha àquela apresentada pelos demais bancos comerciais<sup>53</sup>. A razão dessa semelhança pode estar na constatação de que o comportamento dos bancos de desenvolvimento também é baseado na preferência pela liquidez e, conseqüentemente, sofre as conseqüências do grau de incerteza percebido.

Dessa maneira, pode-se sugerir que, em função da ampliação da incerteza fundamental do período 1996-2003 (relacionada ao cenário de constantes crises internacionais) e das expectativas de altos riscos associados aos empréstimos presentes e futuros, as expectativas dos agentes financeiros, dentre eles o BNDES, foram depreciadas e, conseqüentemente, houve um aumento da preferência pela liquidez desses agentes. Esse comportamento, quando analisado em relação aos ofertantes de crédito (bancos comerciais e de desenvolvimento), indica, como já citado, racionamento de crédito, pois, quando as expectativas dos banqueiros são pessimistas (incerteza e expectativa de altos riscos elevadas), os bancos preferem liquidez à rentabilidade (CARVALHO, 1999).

Para o período 2004-2007, frente à melhora nas expectativas em relação ao desempenho econômico, houve uma diminuição das incertezas e, conseqüentemente, da preferência pela liquidez do BNDES (e dos bancos comerciais, como já analisado no capítulo 1). Em que pese essa constatação, não se pode desprezar, contudo, a modificação de objetivos com relação ao BNDES que se deu com a mudança de governo, em 2003, que conferiu um novo realce ao papel dos bancos públicos, tanto comerciais como o de desenvolvimento, ou seja, o BNDES (Camargo, 2009).

Para fazer frente a esse aumento dos desembolsos, tendo em vista que o Sistema BNDES não pode captar depósitos, houve um aumento significativo das captações em mercado de renda fixa e variável por parte do banco. Segundo Prochnik e Machado (2008,

---

<sup>53</sup> A semelhança está nos comportamentos do BNDES e dos bancos comerciais, os quais se mostraram dispostos a aumentar suas participações no endividamento dos agentes econômicos somente a partir de 2004. Essa semelhança não se

p. 29), o BNDES aproveitou a janela de oportunidades que se abriu nesse período “com o bom desempenho da economia mundial e com a estabilidade da economia brasileira, que viabilizaram a realização de ganhos sem precedentes na bolsa de valores”, e captou R\$ 39,39 bilhões entre 2004-2007, quantia bastante superior à que captou no quadriênio anterior, 1999-2003 (R\$ 21,77 bilhões<sup>54</sup>).

### *Distribuição setorial*

Em termos de alocação setorial dos recursos disponibilizados pelo Sistema BNDES, no período 2002-2007, vê-se uma concentração desses recursos no financiamento ao setor de serviços, como demonstrado na tabela abaixo:

**Tabela 19 - Volume de recursos financeiros do sistema BNDES às atividades empresariais indústria, comércio e serviços (2002-2007)**  
R\$ milhões (valores constantes de 2007)  
Saldos em 31 de dezembro

	INDÚSTRIA	% do total	COMÉRCIO	% do total	SERVIÇOS	% do total	TOTAL
<b>2002</b>	39.265	69,2%	836	1,5%	16.629	29,3%	56.730
<b>2003</b>	34.725	45,9%	555	0,7%	40.425	53,4%	75.704
<b>2004</b>	32.223	43,2%	494	0,7%	41.876	56,1%	74.593
<b>2005</b>	31.500	41,9%	315	0,4%	43.435	57,7%	75.250
<b>2006</b>	32.226	41,6%	459	0,6%	44.826	57,8%	77.510
<b>2007</b>	36.199	46,7%	710	0,9%	40.544	52,3%	77.453

Fonte: <www.bndes.gov.br> - Elaboração própria

Os dados acima representam saldos em final de período e não desembolsos, como os demais dados analisados até aqui. Isso significa que os dados dessa tabela representam estoques de recursos e não fluxos (representados pelos desembolsos), como já enfatizado<sup>55</sup>. Eles, diferentemente dos desembolsos, não são divididos em subclasses, o que dificulta uma análise mais apurada sobre qual sub-atividade teve maior responsabilidade pela predominância dos recursos na atividade serviços.

Contudo, algumas conjecturas podem ser feitas, a partir dos desembolsos (fluxos)

---

relaciona aos dados dos volumes de crédito com recursos livres e dos desembolsos realizados pelo BNDES, tendo em vista que o primeiro se refere a estoques e o segundo a fluxos, sendo inadequada sua comparação.

<sup>54</sup> Em valores constantes de 2007.

<sup>55</sup> Esses dados foram disponibilizados pela Central de Atendimento do BNDES, em consulta efetuada por e-mail, em 26 de junho de 2008.

que, em última instância formam os saldos em final de período (estoques)<sup>56</sup>. Como já foi afirmado, os setores mais beneficiados pelos desembolsos do Sistema BNDES estão associados às aplicações em setores relacionados à infra-estrutura, com destaque para as empresas de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica; transporte; telecomunicações; e construção civil, todos ligados a serviços. Além disso, os setores de papel e celulose, metalurgia, química e agropecuária também apresentaram expressiva participação no total dos recursos desembolsados pelo Sistema BNDES.

A tabela 20 mostra que, no período 2002-2007, esses setores apresentaram grande participação percentual no total de recursos desembolsados pelo Sistema BNDES, sendo responsáveis, em conjunto, por mais de 70% do total dos desembolsos realizados, como já havia sido assinalado, anteriormente.

**Tabela 20 – Participação percentual das atividades empresariais mais representativas no total dos desembolsos realizados pelo Sistema BNDES (2002-2007)**  
Em % do total dos desembolsos anuais

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>AGROPECUÁRIA</b>	12,05%	13,70%	17,40%	8,64%	6,67%	7,70%
Agropecuária	12,05%	13,70%	17,40%	8,64%	6,67%	7,70%
<b>IND. DE TRANSFORMAÇÃO</b>	30,46%	32,62%	27,26%	31,35%	31,84%	20,61%
Coque, petróleo e combustível	0,49%	0,14%	0,18%	0,36%	2,71%	2,77%
Química	2,34%	3,15%	1,14%	2,16%	2,07%	2,90%
Metalurgia	2,72%	2,97%	1,86%	2,91%	4,21%	4,81%
Celulose e papel	3,40%	1,28%	2,64%	3,01%	4,51%	2,79%
Veículo reboque e carroceria	3,90%	7,92%	6,47%	10,04%	10,11%	4,72%
Outros equip transporte	17,60%	17,16%	14,97%	12,86%	8,23%	2,62%
<b>COMÉRCIO E SERVIÇOS</b>	36,12%	31,73%	37,39%	35,25%	34,08%	44,09%
Eletricidade e gás	23,66%	15,40%	16,73%	13,61%	9,33%	12,42%
Construção	2,04%	2,43%	3,06%	3,58%	3,00%	4,82%
Comércio	2,97%	4,61%	2,18%	1,99%	3,56%	3,97%
Transporte terrestre	5,71%	8,54%	11,29%	12,51%	14,03%	17,68%
Telecomunicações	1,75%	0,75%	4,13%	3,56%	4,16%	5,21%
<b>TOTAL</b>	<b>78,63%</b>	<b>78,05%</b>	<b>82,05%</b>	<b>75,24%</b>	<b>72,59%</b>	<b>72,40%</b>
<b>* Classificação Nacional de Atividades (CNAE)</b>						
Fonte: elaboração própria a partir dos dados disponíveis em <www.bndes.gov.br>						

Isso implica que, em um universo de quarenta e cinco subclasses de atividade

<sup>56</sup> Saldos em final de período são formados pelas concessões (desembolsos), mais a apropriação de encargos financeiros, menos as amortizações realizadas em cada período (LUCCHESI, 2008).

empresarial, consideradas pelo Sistema BNDES, doze foram responsáveis por 70% do total dos desembolsos, o que sugere, uma vez mais, que foram essas que concentraram o volume de recursos nos macro setores serviços e indústria, como destacado na tabela 19.

Esses resultados indicam, como sabido, que o BNDES, por ser um banco de desenvolvimento, tem concentrado seus recursos em setores ligados à infra-estrutura, com destaque para energia, transportes e telecomunicações. Como destacou Zendron (2006), em virtude dos prazos de maturação de investimentos nestes setores serem elevados, a necessidade de recursos de longo prazo torna o setor de infra-estrutura um foco tradicional dos bancos de desenvolvimento, não sendo o BNDES uma exceção a esta regra.

Como afirma Nascimento (2003, p.114):

“O papel de um banco de desenvolvimento, como é o BNDES, em um projeto de desenvolvimento coordenado para o país, exigirá estímulos a setores de infra-estrutura e tecnologia, com maiores riscos intrínsecos e maior incerteza, mas com grandes externalidades positivas para toda a economia e, portanto, taxas de retorno social superiores às privadas (...)”

Além disso, os dados disponibilizados pelo BNDES revelam que, além de concentrados em poucos setores de atividade econômica, os recursos disponibilizados pelo Sistema também estiveram concentrados nas grandes empresas (gráfico 18). A classificação por porte empresarial adotada pelo BNDES, considera a receita operacional bruta (ROB) anual<sup>57</sup> da empresa como critério de diferenciação, sendo classificada como microempresas aquelas com ROB anual (ou anualizada) de até R\$ 1.200 mil, pequena empresa, ROB superior a R\$ 1.200 mil e inferior ou igual a R\$ 10.500 mil, média empresa, ROB superior a R\$ 10.500 mil e inferior ou igual a R\$ 60 milhões e grande empresa, ROB superior a R\$ 60 milhões.

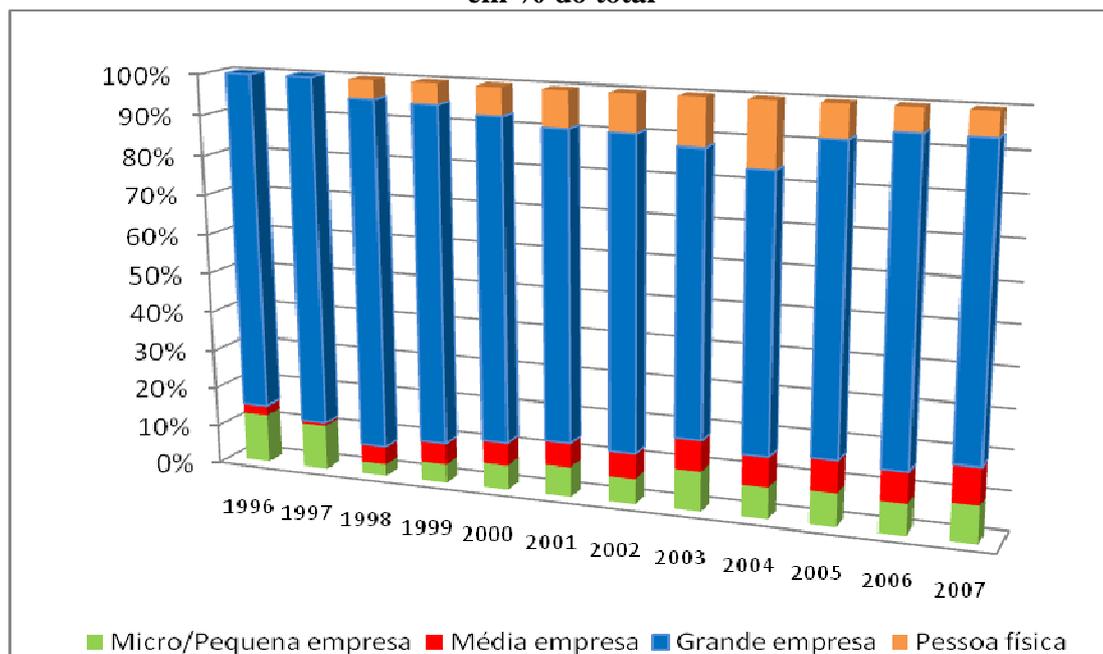
O que se nota com o gráfico 18 é que, em volume de recursos desembolsados, as empresas cujo ROB anual supera R\$ 60 milhões se mantiveram, ao longo dos últimos doze anos, como as maiores consumidoras dos recursos do Sistema BNDES, apresentando participação média em todo o período de aproximadamente 80% dos recursos totais (de 1996 a 1999 esta participação foi ainda maior, ficando em torno de 85% e 88%, em todos

---

<sup>57</sup> Considera-se receita operacional bruta anual como a receita auferida no ano-calendário com o produto da venda de bens e serviços nas operações de conta própria, o preço dos serviços prestados e o resultado nas operações em conta alheia, não incluídas as vendas canceladas e os descontos incondicionais concedidos ([www.bndes.gov.br](http://www.bndes.gov.br)).

os anos). Isso revela que, além de direcionar grande parte dos seus desembolsos para os setores de infra-estrutura (em especial, energia elétrica, transporte e telecomunicação), o Sistema BNDES privilegiou o financiamento de grandes empresas.<sup>58</sup>

**Gráfico 18: Sistema BNDES – desembolsos anuais por porte de empresa (1996-2007) em % do total**



Obs.: de 1996 até 1998 os desembolsos para micro-pequenas empresas contém os valores desembolsados para pessoas físicas. A partir de 1998, o BNDES apresenta esses dados separados.

Fonte: <www.bndes.gov.br> - Elaboração própria

Por fim, vale destacar que, em termos de alocação de recursos, a atuação do BNDES após o período de crescimento do volume de crédito, em 2004, assim como ocorreu com os bancos comerciais, também não sofreu alterações significativas.

### 3.3 Evolução das emissões primárias de títulos privados no mercado brasileiro de títulos: a atuação da Bolsa de Valores

#### *Distribuição setorial*

Sobre a trajetória das emissões primárias de títulos privados, bem como sobre suas principais características, já foram feitas considerações suficientes no capítulo dois. Sendo

<sup>58</sup> Essa informação pode ser redundante, pois as empresas dos setores de infra-estrutura também se enquadram como grandes empresas nos critérios do BNDES. No entanto, o que se quer indicar é que a maior parte dos recursos do BNDES é direcionada para grandes empresas.

assim, nesta seção o foco estará em discutir a distribuição setorial dos principais títulos (ações, debêntures e notas promissórias) emitidos no Mercado de Títulos (MT) nacional. Os “outros títulos”<sup>59</sup> não são considerados nesta análise, ou por serem direcionados ao financiamento de setores muito específicos, como o setores imobiliário, no caso da CRI, ou áudio e vídeo, no caso do CIA, ou por estarem vinculados a atividades financeiras (securitização), como no caso do FDIC, QFI e QFFI, (sendo difícil avaliar se os recursos captados por esses meios foram direcionados ou não ao financiamento empresarial), ou ainda, por sua baixíssima participação no total das emissões, como no caso das emissões de FMIEE e QFI .

Como não há informações esquematizadas sobre a distribuição setorial das emissões primárias de títulos, no MT nacional, para a realização deste trabalho, foram coletadas no *site* da Comissão de Valores Mobiliários ([www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)) informações sobre o valor das emissões de ações, debêntures e notas promissórias, relativas a cada uma das empresas emissoras.

Em seguida, classificamos as empresas emissoras entre os macro-setores indústria, comércio e serviços, baseados nos critérios adotados pela Classificação Nacional de Atividades Econômicas (CNAE)<sup>60</sup>. Após isso, os valores relativos às emissões dos títulos citados foram deflacionados com base no IPCA e consolidados por títulos e por macro-setor de atividade econômica. Foram excluídas dessa consolidação as empresas de *leasing*, tendo em vista que os títulos (na maior parte, debêntures) emitidos por essas empresas não constituem uma operação típica de mercado de capital, sendo na realidade uma captação bancária disfarçada (FUNDAP, 2008; ver nota de rodapé 48).

Com isso, na tabela 21, visualizam-se os valores das emissões primárias de ações, debêntures e notas promissórias, ao longo do período 2002-2007, divididos entre os macro-setores de atividade econômica indústria, comércio e serviços.

---

<sup>59</sup> CTEE (Certificado a Termo de Energia Elétrica), CRI (Certificado de Recebíveis Imobiliários), FIDC (Fundo de Investimento em Direitos Creditórios), CIA (Certificado de Investimentos Audiovisuais), TIC (Títulos de Investimento Coletivo), QFI (Quotas de fundo Imobiliário), QFFI (Quotas de Fundo Fechado de Investimento), QF (Quotas de Funcine), CDA (Certificado de Depósito de Ações), FIP (Fundo de Investimento em Participações) e FMIEE (Fundo Mútuo de Investimentos em Empresas Emergentes).

<sup>60</sup> Tabela foi obtida no *site* da Receita Federal do Brasil (<http://www.receita.fazenda.gov.br/PessoaJuridica/CNAEFiscal/txtcnae.htm>), em 13 de junho de 2009.

**Tabela 21 – Emissões primárias\* no mercado de títulos, divididas entre as atividades indústria, comércio e serviços (2002-2007)**

R\$ milhões (valores constantes de 2007)

	INDÚSTRIA	% do total	COMÉRCIO	% do total	SERVIÇOS**	% do total	TOTAL
2002	7.253	37,7%	670	3,5%	11.311	58,8%	19.234
2003	2.627	28,6%	18	0,2%	6.532	71,2%	9.177
2004	4.901	26,4%	262	1,4%	13.373	72,1%	18.536
2005	4.790	22,1%	991	4,6%	15.853	73,3%	21.634
2006	16.042	36,5%	635	1,4%	27.254	62,0%	43.931
2007	15.645	27,8%	1.751	3,1%	38.964	69,1%	56.360

\* emissão de ações, debêntures e notas promissórias.

\*\* exceto empresas de leasing

Fonte: elaboração própria a partir dos dados obtidos em <www.cvm.gov.br>

Nota-se que as emissões de títulos, ao longo do período 2002-2007, também se concentraram mais intensamente em empresas ligadas ao setor de serviços e, em menor medida, à indústria. De maneira semelhante ao que ocorreu com os desembolsos do BNDES, as sub-atividades relacionadas a esses setores estiveram associadas à infraestrutura, com destaque para as empresas de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica, além de transportes e telecomunicações. Ademais, os setores de papel e celulose, metalurgia, química e petróleo/combustível também apresentaram expressiva participação no total de emissões primárias de ações, debêntures e notas promissórias, como demonstra a tabela 22.

**Tabela 22 – Participação percentual das atividades empresariais mais representativas no total de emissões primárias de ações, debêntures e notas promissórias (2002-2007)**

Em % do total

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>IND. DE TRANSFORMAÇÃO</b>	34,68%	27,36%	25,89%	18,83%	8,05%	3,26%
Coque, petróleo e combustível	11,87%	0,92%	0,92%	6,80%	1,73%	2,36%
Química	0,00%	0,87%	16,53%	4,63%	1,19%	0,36%
Metalurgia e Siderurgia	15,59%	23,56%	3,44%	7,40%	4,24%	0,00%
Celulose e papel	7,21%	2,00%	5,00%	0,00%	0,89%	0,54%
<b>COMÉRCIO E SERVIÇOS</b>	46,28%	66,71%	54,05%	55,87%	49,75%	49,59%
Transportes	0,62%	1,17%	8,47%	11,99%	4,78%	1,30%
Eletricidade e gas	27,89%	42,18%	19,46%	30,11%	28,92%	15,79%
Construção	0,00%	1,27%	0,00%	0,89%	4,68%	17,33%
Telecomunicações	17,77%	22,09%	26,12%	12,88%	11,37%	15,17%
<b>TOTAL</b>	80,95%	94,07%	79,93%	74,70%	57,80%	52,85%

\* Classificação Nacional de Atividades (CNAE)

Fonte: elaboração própria a partir dos dados obtidos em <www.cvm.gov.br>

A representatividade dos setores de eletricidade e telecomunicações merece destaque, pois, ao longo dos seis anos considerados na tabela acima, esses setores apresentaram concentrações (nas emissões) maiores do que os outros seis setores (também de expressiva representação entre o total) somados. Isso indica, de forma similar ao que aconteceu com os desembolsos do BNDES, uma concentração de recursos no financiamento de poucos setores ligados, majoritariamente, à infra-estrutura e, mais especificamente, aos setores de eletricidade e telecomunicações, a despeito da queda acentuada desta concentração, sobretudo em 2006 e 2007.

Esta queda no percentual de participação desses setores verificada nos últimos dois anos (2006 e 2007) está relacionada às recentes emissões primárias de empresas ligadas ao setor de alimentos, como a Perdigão (R\$ 920 milhões em ações) e Vigor (R\$ 50 milhões em debêntures), em 2006, e Marfrig (R\$ 684,25 milhões em ações), Perdigão (R\$ 1.035 milhões em ações) e JBS (R\$ 1.200 milhões em ações), em 2007. Além disso, grandes emissões individuais de empresas não ligadas aos setores de infra-estrutura ocorreram nesses anos, como no caso da Vale (R\$ 5.500 milhões em ações), em 2006, e BNDESPAR (R\$ 1.350 milhões em debêntures) e Itaú Seguros (R\$ 2.025 milhões em debêntures), em 2007.

Assim, esses dados não invalidam a afirmação sobre a concentração de recursos do mercado de capitais em apenas alguns setores e, além disso, indicam que o mercado de capitais nacional tem sido viável apenas para poucas e grandes empresas, de maneira similar ao que ocorre com os recursos do BNDES. Fica latente, portanto, a ineficiência do financiamento de longa maturação no Brasil, visto que, embora este tenha apresentado evolução real, após 2004, a citada concentração de recursos em basicamente três setores, indica que não se tem financiado com recursos de longa maturação outros investimentos também importantes, como os intensivos em tecnologia (informática, materiais eletrônicos, fármacos e química fina, por exemplo), e outros ligados à indústria pesada (máquinas e equipamentos) e as necessidades sociais (saúde, educação, cultura, etc.).

Por fim, vale notar que, em termos de alocação setorial, não houve grandes mudanças na estrutura das emissões de títulos, após o crescimento das emissões primárias, iniciado em 2004. A atividade econômica mais beneficiada continuou a ser serviços e as emissões continuaram reservadas a poucas e grandes empresas.

## CONCLUSÃO

Este trabalho apresentou a evolução do mercado de crédito no Brasil, no período 1996-2007, e identificou tendências para cada um dos períodos analisados que, em síntese, foram: estabilidade da trajetória do volume de crédito entre 1996-2003 e crescimento a partir de 2004. A estabilidade do primeiro período (1996-2003) foi reflexo tanto da tendência de postergação das decisões de investimento das empresas e de consumo das famílias, sobretudo de bens de maior valor unitário, quanto (e principalmente) do conservadorismo da política econômica e dos bancos, além da seletividade desses últimos na concessão de novos empréstimos.

Uma interpretação a partir dos conceitos pós-keynesianos de preferência pela liquidez e avaliação de riscos por parte dos bancos, considerou que esse posicionamento de conservadorismo e seletividade dos bancos na concessão de novos empréstimos foi, por sua vez, resultado da maior preferência pela liquidez desses agentes diante da elevação das incertezas, agravada pelas crises e pelas condições desfavoráveis predominantes nos cenários externo e interno, traduzidas em contração de financiamentos internacionais e volatilidade da taxa de câmbio, com repercussões adversas sobre os níveis da atividade econômica, das taxas de juros e do nível de preços.

Os efeitos das medidas adotadas pelas autoridades monetárias no sentido de reduzir incertezas do mercado (PROES, PROER, FGC, controles internos pelas instituições do SFN, Resolução 2.493, abertura do setor financeiro ao capital estrangeiro, entre outras) e, conseqüentemente, reforçar a participação do sistema financeiro no desenvolvimento do país, causaram apenas leves aumentos do volume de crédito em determinados momentos e, em outros, algumas pequenas reduções desse volume, de forma que não se mostraram capazes, no geral, nem para reduzir e nem para aumentar de forma significativa o volume de recursos financeiros, ao longo do período analisado.

A partir de 2004 teve início o tão esperado crescimento do volume de operações de crédito, com destaque para as operações ao setor privado, em todos os níveis. O volume de operações para o setor público, por sua vez, apresentou leve decréscimo, nesse período, sem variações atípicas que merecessem maiores comentários. Ao longo do quadriênio 2004-2007, houve forte crescimento (67,6%) do volume de crédito do sistema financeiro ao setor privado e baixo decréscimo desses recursos ao setor público.

Além disso, vimos que as políticas econômicas, no Brasil, ao longo do período 1996-2007, não foram capazes de isolar o país aos choques internacionais, no que tange ao crescimento econômico, o qual se manteve baixo quando comparado ao crescimento econômico médio mundial, mas, sobretudo, quando cotejado ao dos países em desenvolvimento. No entanto, a política econômica conseguiu certo isolamento do país quanto a crises externas e a fortes surtos inflacionários, dado que a inflação anual, medida pelo IPCA, manteve-se abaixo de dois dígitos em todos os anos do período 1996-2008, com exceção de 2002.

Concluiu-se parcialmente que esse conjunto de atitudes indicou uma predominância das condições do ambiente econômico sobre as medidas políticas direcionadas à melhora do desempenho do mercado, de forma que essas condições foram a base para os agentes (bancos, principalmente) formarem suas expectativas. Em outros termos, os fatos indicaram que os agentes econômicos atuantes no mercado de crédito, durante o período 1996-2007, formaram suas expectativas baseados intensamente nas condições macroeconômicas, não se devendo menosprezar a extrema relevância da política econômica excessivamente conservadora, que adotou políticas contracionistas, ao longo de todo o período.

No tocante ao mercado de títulos e, mais especificamente, à evolução do mercado primário de títulos, os efeitos iniciais da abertura financeira na segunda metade da década de 1990 não foram significativos. O período 1997-2003 foi marcado pelo decréscimo do número e volume de emissões primárias de ações e dos principais de títulos de dívida. A principal razão desse desempenho parece estar associada à mudança das expectativas (instáveis) dos agentes frente ao crescimento da incerteza sobre o futuro da economia brasileira.

Ao longo do período 2004-2007, na medida em que as atividades econômicas prosseguiram sem choques e as expectativas acerca do bom desempenho da economia e, particularmente, do mercado de títulos se confirmaram, os agentes do mercado financeiro, otimistas com respeito às quase-rendas e às expectativas de valorização, passaram a apostar em uma tendência ascendente do valor dos ativos reais e financeiros, de forma que as altas margens de segurança que se mantiveram até 2003 (motivadas pelo cenário econômico desfavorável) começaram a ceder espaço, a partir de 2004, para o aumento da demanda por

recursos financeiros destinados aos investimentos, via crescimento do crédito e da compra de títulos no Mercado de Títulos.

No último capítulo discutiu-se sobre a alocação setorial dos recursos ofertados pelos mercados de crédito e de títulos ao longo do período 2000-2007, com o intuito de identificar se houve mudanças significativas na estrutura desses mercados após o período de expansão.

Em relação aos créditos livres, cujos ofertantes são predominantemente bancos comerciais, a maior parte dos recursos se concentrou na indústria. O comércio ficou com o menor percentual de utilização desses recursos. A falta de detalhamento desses dados em subclasses de atividade econômica dificultou o entendimento dos motivos dessa distribuição, porém, foi possível dizer que a estratégia dos bancos no tocante à distribuição setorial não se alterou significativamente com a evolução recente do crédito, pois, como se viu, a distribuição dos recursos entre os macro-setores de atividade econômica permaneceu praticamente inalterada ao longo do período.

No tocante os créditos controlados, com atuação predominante do BNDES, o que se notou foi que os setores mais beneficiados pelos desembolsos do Sistema BNDES estão associados à infra-estrutura, com destaque para as empresas de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica; transporte; telecomunicações; e construção civil, todos ligados a serviços. Além disso, os setores de papel e celulose, metalurgia, química e agropecuária também apresentaram expressiva participação no total dos recursos desembolsados pelo Sistema BNDES.

Esses resultados indicaram, como sabido, que o BNDES, por ser um banco de desenvolvimento, tem concentrado seus recursos em setores ligados à infra-estrutura. Além disso, os dados disponibilizados pelo BNDES revelaram que, além de concentrados em poucos setores de atividade econômica, os recursos disponibilizados pelo Sistema também estiveram concentrados em grandes empresas, ou seja, em empresas com ROA anual superior a R\$ 60 milhões. Portanto, além de direcionar grande parte dos seus desembolsos para os setores de infra-estrutura (em especial, energia elétrica, transporte e telecomunicação), o Sistema BNDES privilegiou o financiamento de grandes empresas. Em termos de alocação de recursos, a atuação do BNDES após o período de crescimento do volume de crédito, em 2004, assim como ocorreu com os bancos comerciais, também

não sofreu alterações significativas.

No tocante as emissões de títulos, ao longo do período 2002-2007, houve concentração dos recursos em empresas ligadas ao setor de serviços e, em menor medida, à indústria. De maneira semelhante ao que ocorreu com os desembolsos do BNDES, as subatividades relacionadas a esses setores estiveram associadas à infra-estrutura, com destaque para as empresas de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica, além de transportes e telecomunicações. Ademais, os setores de papel e celulose, metalurgia, química e petróleo/combustível também apresentaram expressiva participação no total de emissões primárias de ações, debêntures e notas promissórias.

Além da concentração de recursos do mercado de capitais em apenas alguns setores, ele tem sido viável apenas para poucas e grandes empresas, de maneira similar ao que ocorre com os recursos do BNDES. Ficou latente a ineficiência do financiamento de longa maturação no Brasil, visto que, embora este tenha apresentado evolução real, após 2004, a citada concentração de recursos em basicamente três setores, indica que não se tem financiado com recursos de longa maturação outros investimentos também importantes, como os intensivos em tecnologia (informática, materiais eletrônicos, fármacos e química fina, por exemplo), e outros ligados à indústria pesada (máquinas e equipamentos) e as necessidades sociais (saúde, educação, cultura, etc.).

Por fim, vale notar que, em termos de alocação setorial, não houve grandes mudanças na estrutura das emissões de títulos, após o crescimento das emissões primárias, iniciado em 2004. A atividade econômica mais beneficiada continuou a ser serviços e as emissões continuaram reservadas a poucas e grandes empresas.

## **REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

AFANASIEFF, T. S.; LHACER, P.M.; NAKANE, M. I. *The Determinants of Bank Interest spread in Brazil*. In: XXIX Encontro Nacional de Economia – ANPEC, Salvador, BA. **Anais do XXIX Encontro Nacional de Economia**, 2001.

ALDRIGHI, D. M. **Especulações sobre o Mercado de Capitais no Brasil**. mimeo, São Paulo, 2007.

ALVES JR., A. J.; DYMSKI, G. A.; PAULA, L. F. de. *Banking strategy and credit expansion: a post-Keynesian approach*. **Cambridge Journal of Economics**, v. 32, n. 3, p. 395-420, may 2008.

ANDREZO, A. F.; LIMA, I. S. **Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais**. 2.ed. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

ASSAF NETO, A. **Mercado financeiro**. 4 ed. São Paulo: Atlas, 2001.

BACEN. **Boletim do Banco Central do Brasil – Relatórios de 1997-2007**. Brasília, 1998 a 2008. Disponível em: <www.bacen.gov.br>. Acesso em: 05 Fev. 2008.

———. **Juros e spread bancário no Brasil – Relatórios de 1999-2001**. Brasília, 1999a a 2001a. Disponível em: <www.bacen.gov.br>. Acesso em: 05 Fev. 2008.

BAHRY, T. R. **Os ciclos de endividamento da economia brasileira no período 1968 - 1999**. In: V Congresso Brasileiro de História Econômica e 6ª Conferência Internacional de Empresas, Caxambu, 2003. Disponível em <www.abphe.org.br/congresso2003/Textos/Abphe\_2003\_28.pdf>. Acesso em: 05 Mar. 2007.

BERGAMINI JUNIOR, S.; GIAMBIAGI, F. A política de crédito do BNDES: conciliando a função de banco de desenvolvimento e os cuidados com o risco. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 12, n. 23, p. 29-52, jun. 2005.

BERNSTEIN, P. L. *Stock market risk in a Post Keynesian world*. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 21, n. 1, Fall 1998, p. 15-24.

BIGNOTTO, F. G.; RODRIGUES, E. A. S. Fatores de Risco e *spread* Bancário no Brasil. **Trabalhos para Discussão do Banco Central do Brasil**, n. 110. Brasília: BCB, jul. 2006.

BORGES, E. Crédito Valorizado. **Conjuntura Econômica**. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, v. 62, n. 06, p.38-50, jun. 2008. Mensal. ISSN 0010-5945.

BRESSER-PEREIRA, L. C. Crise e recuperação da confiança, *in Dossiê da Crise*. Associação Keynesiana Brasileira. Nov. 2008. Disponível em <www.ppge.ufrgs.br/akb>. Acesso em: 05 Fev. 2009.

CAMARGO, P. O. **A evolução recente do setor bancário no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Economia) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas da Universidade Estadual Paulista – UNESP, Araraquara, 2009.

CARNEIRO, R. (Org.). **A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula**. São Paulo: Ed. Unesp/Fapesp, 2007. p. 133-171.

CARVALHO, F. J. C. *et al.* **Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política**. 3.ed. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

———. Estrutura e padrões de competição no sistema bancário brasileiro: uma hipótese para investigação e alguma evidência preliminar. In DE PAULA, L. F. &

OREIRO, J. L. (Orgs.) **Sistema Financeiro. Uma Análise do Setor Bancário Brasileiro**. Rio de Janeiro: Campus, 2007. p. 103-123.

———. *On banks' liquidity preference*. In DAVIDSON, P.; KREGEL, J. (Orgs.) **Full employment and price stability in a global economy**. Cheltenham: Edward Elgar, 1999, p. 123-138.

———. **Sistema financeiro, crescimento e inclusão**. mimeo, Rio de Janeiro, 2003.

———. Uma contribuição ao debate em torno da eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil. **Revista de Economia Política**, v. 25, n. 4, São Paulo, out./dez. 2005, p. 323-336.

CAVALCANTE, F. S.; MISUMI, J. Y. **Mercado de Capitais**. 7.ed.. Rio de Janeiro: Campus, 2003.

CERQUEIRA, D. R. de C. Créditos e Inadimplência no Sistema Financeiro Nacional: evolução recente. **Boletim Conjuntural**, IPEA, n. 42, jul. 1998.

CHICK, V. A evolução do sistema bancário e a teoria da poupança, dos investimentos e dos juros. **Ensaio FEE**, v. 15, n. 1, Porto Alegre, 1994, p. 09-23.

CHICK, V.; DOW, S. C. *Monetary policy with endogenous money and liquidity preference: a nondualistic treatment*. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 24, n. 4, p. 587-607, 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**. Campinas: Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica do Instituto de Economia da Unicamp, n. 7, abr. 2006, p.292-318.

CINTRA, M. A. M.; PRATES, D. M. **Os fluxos de capitais internacionais para o Brasil desde os anos 90**. mimeo, [S.l.], 2004.

CNI - CONFEDERAÇÃO NACIONAL DA INDÚSTRIA. **Financiamento no Brasil: desafio ao crescimento**. Unidade de Política Econômica (PEC): Brasília, 2003.

CORRÊA, V. P. Distribuição de agências bancárias e concentração financeira nas praças de maior dinamismo econômico: um estudo dos anos 1980 e 1990. In: CROCCO, Marco; JAYME JR, F. G. **Moeda e território: Uma interpretação da dinâmica regional brasileira**. Belo Horizonte: Autêntica, 2006. p. 169-210.

CYSNE, R. P., de FARIA, L. F. V. **Considerações sobre o sistema financeiro brasileiro**. mimeo, [S.l.], 1997.

DEQUECH, D. *Asset choice, liquidity preference, and rationality under uncertainty*. **Journal of Economic Issues**, v. 34, n. 1, mar. 2000, p. 159-176.

———. *Rationality and Institutions under Uncertainty*. Tese (PhD) — Wolfson College, University of Cambridge, Cambridge, England, 1998.

———. Reflexões sobre a Teoria Geral depois de 60 anos. **Ensaio FEE**, v. 17, n. 2, Porto Alegre, 1996, p. 116-139.

FERRARI FILHO, F. ; CONCEIÇÃO, O. A noção de incerteza nos pós-keynesianos e institucionalistas: uma conciliação possível? **Nova Economia**, Belo Horizonte, v. 11, n. 1, 2001, p. 99-122.

FILGUEIRAS, L. A. M. **História do Plano Real**. São Paulo: Boitempo Editorial, 2000.

FILGUEIRAS, L. A. M.; GONÇALVES, R. **A economia política do governo Lula**. Rio de Janeiro: Contraponto, 2007.

FONTANA, G. *Rethinking endogenous money: a constructive interpretation of the debate between horizontalists and structuralists*. **Metroeconomica**, v. 55, n. 4, p. 367-385, nov. 2004.

FORTUNA, E. **Mercado Financeiro: produtos e serviços**. 16 ed. São Paulo: Qualitymark, 2005.

FUNDAP. **O mercado de capitais brasileiro no período 2003-2007: evolução e tendências**. mimeo, [S.l.], 2008.

GITMAN, L. J. **Princípios de Administração Financeira**. Tradução técnica de A. Z. Sanvicente. 10.ed. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2004.

ITAÚ, relatório anual de 1999.

JACOB, C. A. **Crédito bancário no Brasil: uma interpretação heterodoxa**. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia/IE, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2003.

KEYNES, J. M. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. Tradução de M. R. da Cruz. 2. ed. São Paulo: Nova Cultura, 1985. (Os economistas)

———. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Macmillan, 1973 (*The Collected Writings of John Maynard Keynes*, v. VII).

———. *The general theory and after: defence and development*. London, Macmillan, 1973b. (*The collected writings of John Maynard Keynes*, vol. XIV)

KNIGHT, F. H. **Risco, incerteza e lucro**. Tradução de H. Cantuária. Rio de Janeiro: Expressão e Cultura, 1972.

KOYAMA, S.; NAKANE, M. Os Determinantes do *spread* Bancário no Brasil. **Notas Técnicas do Banco Central do Brasil**, n. 19. Brasília: BCB, abr. 2002.

KRUGMAN, P. R.; OBSTFELD, M. **Economia internacional: teoria e política**. Tradução de C. M. R. Laranjeira. 5 ed. São Paulo: Makron books, 2001.

LEAL, R. M. Estrutura e determinantes do *spread* bancário no Brasil após 1994: uma análise da literatura empírica. In PAULA, L. F.; OREIRO, J. L. (org.). **Sistema financeiro: uma análise do setor bancário brasileiro**. Rio de Janeiro: Campus / Elsevier, 2007.

LEVINE, R.; ZERVOS, S. *Stock markets, banks, and economic growth*. **Policy Research Working Paper** 1690, dec. 1996.

LOPES, C. F. L. R.; ANTUNES, L. P.; CARDOSO, M. A. S. Financiamento de longo prazo: mercado de debêntures e programa de emissão da BNDESPAR. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 14, n. 27, jun 2007, p. 43-70.

LUCCHESI, A. **Análise do financiamento de longo prazo no Brasil: 2000 a 2008**. Dissertação (Mestrado em Economia Política) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2008.

MINSKY, H. P. *Central banking and money market changes*. **The Quarterly Journal of Economic**. v. 71, n. 2, mai. 1957, p. 171-187.

———. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press, 1986.

NASCIMENTO, M. L. do. **Financiamento e crescimento econômico: causalidade, condicionantes e análise do caso brasileiro**. Dissertação (Mestrado em Economia) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade Estadual de São Paulo, São Paulo, 2003.

OLIVEIRA, G. C. de; CARVALHO, C. E. O componente ‘custo de oportunidade’ do *spread* bancário no Brasil: uma abordagem pós-keynesiana. **Economia e Sociedade**, v. 16, n. 3 (31), p. 371-404, dez. 2007.

OREIRO, J. L. Bolhas, incerteza e fragilidade financeira: uma abordagem pós-keynesiana. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 5, n. 2, jul./dez. 2001, p. 7-45.

OREIRO, J. L. C. *et al.* Determinantes Macroeconômicos do *spread* Bancário no Brasil: teoria e evidência recente. **Economia Aplicada**, v. 10, n. 4, out./dez 2006.

PAULA, L. F. R. de. Bancos e crédito: a abordagem pós-keynesiana de preferência pela liquidez. **Revista de Economia**, Paraná: Editora UFPR, v. 32, n. 2, ano 30, p. 81-93, jul./dez. 2006.

———. Preferência pela liquidez e a natureza da “crise” brasileira, *in Dossiê da Crise*. Associação Keynesiana Brasileira. Nov. 2008. Disponível em

<www.ppge.ufrgs.br/akb>. Acesso em: 05 Fev. 2009.

———. Teoria da firma bancária. In LIMA, G. T.; SICSÚ, J.; PAULA, L. F. de (Orgs) **Macroeconomia moderna: Keynes e a economia contemporânea**, 2 ed. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

———. Teoria horizontalista da moeda e do crédito: crítica da crítica. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 33, n. 2, p. 325-352, abr./jun. 2003.

PAULA, L. F. R. de; ALVES JR., A. J. Comportamento dos bancos, percepção de risco e margem de segurança no ciclo minkiano. **Análise Econômica**, Porto Alegre, v. 21, n. 39, p. 137-162, 2003.

PAULA, L. F. R. de; MARQUES, M. B. L. Tendências recentes da consolidação bancária no Brasil. **Revista análise econômica**, Porto Alegre, n. 45, ano 24, p. 235-263, mar. 2006.

PRATES, D. M. Investimentos de portfólio no mercado financeiro doméstico, *in* FREITAS, M. C. P. de (Coord.); PRATES, D. M. & CINTRA, M. A. M. **Abertura externa e sistema financeiro**. Brasília: Ipea/Seplan e São Paulo: Diesp/Fundap e Fapesp, 1998.

PROCHNIK, M.; MACHADO, V. Fontes de recursos do BNDES 1995-2007. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 14, n. 29, p. 3-34, jun. 2008.

PUGA, F. P. **Sistema financeiro brasileiro: reestruturação recente, comparações internacionais e vulnerabilidade à crise cambial**. BNDES. Texto para discussão n. 68, mar. 1999.

SANDRONI, P. **Dicionário de Economia do século XXI**. Rio de Janeiro: Record, 2005.

SANT'ANNA, A. A. **Mercado de capitais: evolução recente e financiamento das empresas brasileiras no período 2004-2006**. mimeo, [S.l.], 2008.

SCHUMPETER, J. A. **Teoria do desenvolvimento econômico**. São Paulo: Nova Cultura, 1985.

SIQUEIRA, A. C. T. de. **A história dos bancos no Brasil: das casas bancárias aos conglomerados financeiros**. Rio de Janeiro: COP Editora, 2007.

SILVA, A. C. M. e. **Macroeconomia sem equilíbrio**. Rio de Janeiro: Vozes; 1999.

SILVA, G. T. P. da. **Esforço de modernização do mercado de capitais no Brasil: O novo mercado**. Dissertação (Mestrado em Economia) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas da Universidade Estadual Paulista – UNESP. Araraquara, 2006.

SKIDESLKY, R. J. A. **John Maynard Keynes: A Biography – Hopes Betrayed, 1883-1920**. New York: Penguin Books, 1994 [1983].

SOARES, R. P. **Evolução do crédito de 1994 a 1999**: uma explicação. Brasília: (s.n.), 2001. Texto para discussão n. 808 do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA).

SOCHACZEWSKI, A C. **Desenvolvimento Econômico e Financeiro do Brasil: 1952-1968**. São Paulo: Trajetória Cultural, 1993.

SOROS, G. **A alquimia das finanças**: lendo a mente do mercado. Tradução de M. A. L. de Barros. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1996.

SOUZA, G. J. de G. e. **A interação entre a dinâmica macroeconômica e os bancos**: uma perspectiva acerca do risco de crédito. Dissertação (Mestrado em Economia) – Faculdade de Economia, Universidade Federal Fluminense, Rio de Janeiro, 2007.

STIGLITZ, J. E. *Financial Markets and Development*. *Oxford Review of Economic Policy*, v. 5, n. 4, p. 55-68, 1989.

STIGLITZ, J. E.; GREENWALD, B. **Rumo a um novo paradigma em economia monetária**. Tradução de L. Knapp e C. C. Bartalotti. São Paulo: Francis, 2004.

TORRES FILHO, E. T. Crédito direcionado e direcionamento do crédito: situação atual e perspectivas. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 13, n. 25, p. 35-50, jun. 2006.

UNIBANCO, relatórios anuais de 1999 e 2000.

VASCONCELOS, M. R. *et.al.* O todo e as partes: uma análise da desigualdade de crédito entre os estados brasileiros e os determinantes do crédito bancário com a aplicação de dados em painel. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 13, n.1, p. 123-149, 2004.

VANCONCELOS, M. R.; STRACHMAN, E. **Reestruturação do setor de serviços financeiros no Brasil**. Brasília: (s.n.), 2002. Relatório de Pesquisa (versão preliminar) do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA).

WOLFSON, M. H. *A post keynesian theory of credit rationing*. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 18, n. 3, *Spring* 1996, p. 443-469.

WRAY, L. R. A teoria do dinheiro de Keynes: uma avaliação após 70 anos. **Revista de Economia**, Paraná: Editora UFPR, v. 32, n. 2, ano 30, jul./dez. 2006, p. 43-62.

———. **Trabalho e moeda hoje**: a chave para o pleno emprego e a estabilidade dos preços. Tradução de J. C. de Assis. Rio de Janeiro: Ed. UFRJ / Contraponto editora, 2003.

———. *Understanding Modern Money: the key to full employment and price stability*. Cheltenham: Edward Elgar, 1998.

YAZBEK, O. **Regulação do mercado financeiro e de capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

ZENDRON, P. **Instituições bancárias, concessão de crédito e preferência pela liquidez:** três ensaios na perspectiva pós-keynesiana. Tese (Doutorado em Ciências Econômicas) – Instituto de Economia Industrial, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2006.

ZONENSCHAIN, C. N. Estrutura de capital das empresas no Brasil. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 5, n. 10, dez. 1998. Disponível em: <[www.bndes.gov.br/conhecimento/revista/rev1003.pdf](http://www.bndes.gov.br/conhecimento/revista/rev1003.pdf)>. Acesso em: 02 Jun. 2006.