

## Preferência pela Liquidez e a Natureza da “Crise” Brasileira<sup>+</sup>

Luiz Fernando de Paula<sup>\*</sup>

Considerando a “solidez” dos fundamentos econômicos (reservas cambiais elevadas, bons indicadores de vulnerabilidade externa, sustentabilidade da dívida pública etc.) do nosso País, e considerando ainda que o setor bancário brasileiro praticamente não opera com fundos de investimento que têm em sua carteira títulos externos de alguma forma relacionados ao mercado *subprime* norte-americano, os efeitos da crise financeira mundial sobre a economia brasileira não deixam de ser, a princípio, surpreendentes. Não que os efeitos da crise não se fariam, em algum momento, sentir, em função do impacto da própria recessão econômica mundial, mas talvez o que surpreenda são os seus efeitos diretos e mais imediatos.

Evidentemente, não devemos esquecer que ao longo dos anos 1990 e anos 2000 caminhamos para uma situação de conversibilidade *de facto* da conta capital, ou seja, de aprofundamento da liberalização financeira no País, tanto para residentes quanto para não-residentes. Isto possibilitou, sem dúvida, dois canais de contágio da crise financeira: por parte de residentes (bancos e grandes firmas) dificuldade em obtenção de financiamento no mercado financeiro internacional, seja sob a forma de empréstimos ou emissão de títulos; por parte de não-residentes (investidores externos), por sua vez, as perdas em outros mercados os fazem vender suas posições no mercado de ações e títulos (assim como em outros países emergentes), seja para recompor parcialmente suas perdas, seja por conta de um efeito “manada” dos investidores. De quebra esta fuga de capitais detonou um início de queda nos preços das ações na bolsa de valores brasileira.

Um outro efeito da crise financeira mundial foi, de certo modo, mais inusitado (ainda que não totalmente surpreendente): a existência de derivativos “exóticos”, através do qual empresas exportadoras realizaram operações de *forward target*, em que elas apostaram na continuidade da apreciação cambial realizando um operação derivativa com os bancos no mercado futuro, dando a esses opção de compra de dólar a descoberto. Deste modo, a recente desvalorização cambial acentuada ocorrida gerou

---

<sup>+</sup> In: Ferrari-Filho, F.; Paula, L.F. (Ed.). *A Crise Financeira Internacional: Origens, Desdobramentos e Perspectivas*. São Paulo: Editora UNESP, 2012.

<sup>\*</sup> Professor da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (FCE/UERJ) e Vice-Presidente da Associação Keynesiana Brasileira. Email: luizfpaula@terra.com.br

perdas para tais empresas, já que os bancos fizeram cumprir sua opção de compra. Evidentemente o uso dessas operações especulativas objetivava atenuar os efeitos negativos da valorização cambial sobre a rentabilidade das exportações. Em particular foram afetadas grandes empresas exportadoras de *commodities*, como Aracruz, Sadia e Votorantim.

No caso do setor bancário, os efeitos da crise financeira se fizeram sentir inicialmente pelas dificuldades de obtenção de fundos no mercado financeiro internacional. È verdade que o peso de tais recursos sobre o *funding* dos bancos é relativamente pequeno, mas aparentemente foi suficiente, junto com a deterioração das expectativas causada pela percepção da gravidade da crise internacional mais as dificuldades financeiras de grandes empresas exportadoras brasileiras em função das perdas das operações com derivativos, para dar um início de crise de liquidez no setor bancário brasileiro, resultando em uma situação de “empoçamento da liquidez”.

O setor bancário, como se sabe, vinha passando por um *boom* de crédito desde 2004, subindo a relação crédito total PIB de 22% do PIB em maio de 2003 para 36% em junho de 2008, puxado em particular tanto pelo crédito a pessoa física quanto a pessoa jurídica. Em particular, destacaram-se como as principais modalidades de crédito, crédito pessoal, financiamento a veículos e capital de giro das empresas. Embora o *spread* bancário médio tenha reduzido no período – de 50% no início de 2004 para 33% em julho de 2008 – ainda se manteve em patamares elevados. A combinação entre maior volume de crédito com *spreads* elevados permitiu aos bancos auferirem elevadas lucratividades e receitas na intermediação financeira neste recente *boom* do crédito. Neste processo cresceram tanto a carteira de crédito de grandes bancos varejistas quanto de pequenos bancos especializados em alguns segmentos do crédito (*consignado*, “*middle market*” etc.).

È importante ressaltar a diferença entre uma crise de insolvência, como ocorreu no setor bancário norte-americano, com uma crise de liquidez. Uma crise de insolvência ocorre quando há bancos cujos ativos disponíveis a preços de mercado são incapazes de cobrir as obrigações com terceiros (depositantes, por exemplo), o que pode levar a descapitalização do banco. É o que aconteceu com bancos de investimento dos Estados Unidos, em função da existência de ativos “podres” em seu portfólio. E, como se sabe, bancos dependem crucialmente da confiança de seus clientes – de tal forma de uma

crise de uma instituição de grande porte (como o Lehman Brothers) pode acabar contaminando outras instituições financeiras.

Uma crise de liquidez, por seu turno, refere-se a uma situação em que o banco é solvente, mas não tem momentaneamente liquidez para cobrir prontamente uma maior demanda por recursos por parte de seus clientes. Corriqueiramente problemas de liquidez, que são normais na atividade bancária, em função do descasamento de maturidades entre ativos e passivos que caracterizam a atividade de intermediação financeira, são facilmente resolvidas no mercado de reservas bancárias no qual bancos superavitários emprestam para bancos deficitários (e onde o próprio Banco Central pode injetar liquidez para evitar maior volatilidade na taxa de juros). Evidentemente o custo de acesso a esses recursos – que de alguma forma representa o custo do dinheiro para os bancos – é umas das variáveis fundamentais na definição na estratégia de expansão dos bancos, como havia assinalado James Tobin (1982) em seu modelo de firma bancária.

Bancos, como qualquer outro agente, têm preferência pela liquidez determinada por suas expectativas quanto ao futuro. Em particular, na definição de sua estratégia de portfólio se defrontam com o *trade-off* liquidez versus rentabilidade, sendo a liquidez apreciada em momento de maior incerteza (em detrimento da rentabilidade), e a rentabilidade (e maior propensão a riscos) apreciada em função da menor incerteza percebida. Bancos têm, portanto, um comportamento pró-cíclico: na fase do *boom* econômico tendem a acomodar a demanda por crédito dos agentes, resultando no aumento de endividamento destes, na suposição da continuidade do crescimento dos lucros e renda na economia; na fase de desaceleração, a maior preferência pela liquidez resulta em um racionamento do crédito, justamente no momento em que os agentes precisam re-financiar suas dívidas. Visto de outra forma, o comportamento dos bancos tende a acelerar o crescimento em período de *boom*, e a aprofundar a crise em momento de desaceleração econômica. Em síntese, esta é a teoria da preferência pela liquidez dos bancos, fortemente inspirada em Keynes e Minsky.

No caso brasileiro, obviamente não há crise de insolvência dos bancos, mas observa-se uma crise de liquidez causada pelo “empocamento da liquidez”, havendo fortes indícios de início de uma desaceleração e maior seletividade na oferta de crédito, em parte causada pelo próprio encarecimento do custo do dinheiro para os bancos (mercado interbancário e CDBs). A combinação desses dois fatores (liquidez represada e contração do crédito) afeta mais os bancos pequenos que são normalmente menos

líquidos, mais alavancados e que dependem mais das operações de crédito para sobreviverem. Nestes, portanto, eventualmente pode ocorrer uma crise de solvência. Já os grandes bancos varejistas, que têm um *funding* (depósitos a vista, depósitos a prazo etc.), portfólio e receitas mais diversificadas, estão bem capitalizados (os índices da Basileia têm sido cumpridos com folga) e têm maior liquidez. Ademais, ainda têm uma boa parte de seu portfólio aplicado em títulos e aplicação interfinanceiras (cerca de 35% do ativo total dos 10 maiores bancos em julho de 2008), predominantemente títulos públicos indexados a taxa Selic ou a taxa de inflação, e certamente estão pressionando o governo a emitir mais títulos indexados em relação aos títulos pré-fixados. Em outras palavras, os grandes bancos varejistas retraem o crédito, tornam-se mais seletivos na concessão de empréstimos, aumentam o *turn-over* do seu ativo (com redução no prazo médio dos seus empréstimos) e ainda se aproveitam das suas aplicações em títulos públicos (que fornecem a eles um *hedge* contra elevações nas taxas de juros) – um comportamento típico de sua maior preferência pela liquidez.

O governo brasileiro adotou recentemente uma série de medidas (algumas preventivas) voltadas para remediar a crise de liquidez e evitar uma crise de solvência que possa eventualmente resultar em uma crise sistêmica. Entre essas medidas destacam-se: ampliação de R\$ 100 milhões para R\$ 300 milhões da parcela deduzida do compulsório adicional sobre depósitos à vista, a prazo e de poupança (esse valor foi sucessivamente elevado até alcançar a R\$ 1 bilhão); ampliação de R\$ 700 milhões para R\$ 2 bilhões do limite de isenção para o compulsório sobre depósitos a prazo aplicado na alíquota regular (15%); liberação de até 40% do recolhimento compulsório sobre depósitos a prazo para bancos que comprarem carteiras de crédito de bancos pequenos e médios (posteriormente aumentado para 70% e com permissão de compra estendida para quotas de fundos de investimento); criação de uma nova modalidade de redesconto de liquidez, tomando como garantias operações de crédito concedidas em moeda nacional (créditos classificados como AA, A e B) ou em moeda estrangeira (garantidos por títulos de dívida externa ou operações de crédito, como ACC) – ambos com prazo máximo de 360 dias; compra de ativos de bancos brasileiros pelo Banco Central por tempo determinado e com compromisso de recompra por parte das instituições vendedoras de modo a não provocar redução nas reservas cambiais. Ademais, algumas iniciativas foram feitas quanto aos bancos públicos: linha de crédito pré-embarque para exportações do BNDES no valor de R\$ 5 bilhões; e permissão de que bancos públicos (Banco do Brasil e CEF)

possam comprar bancos privados e a CEF possa constituir um banco de investimento para adquirir participação acionária em empresas de construção civil.

Enfim, o governo vem utilizando de um arsenal variado e amplo para lidar com a crise de liquidez e retração do crédito do setor bancário. Serão essas medidas eficazes para evitar uma contração maior da oferta de crédito que pode contribuir para um aprofundamento da desaceleração econômica do País? Serão elas suficientes para restaurar a confiança do setor bancário? Há uma boa possibilidade de que elas tenham efeitos positivos mas limitados, em função do quadro de deterioração das expectativas de bancos e empresas devido a grande probabilidade de uma recessão mundial prolongada (sem saber exatamente sua extensão e profundidade). Ademais, os efeitos indiretos da crise mundial ainda se farão sentir, como no caso da desaceleração (volume e preços) no comércio internacional, inclusive nas *commodities*. Se por um lado, a desvalorização cambial pode ter impacto sobre os preços domésticos, de outro a própria desaceleração econômica doméstica e mundial contribuem para um ambiente de deflação de preços a médio prazo.

Neste quadro, o melhor é que o governo adote uma postura de cautela com um certo ativismo, o que em parte vem acontecendo. Nunca é demais lembrar que o aprofundamento da crise nos Estados Unidos decorreu em parte da demora do governo em agir e de reconhecer a gravidade de crise. A adoção de um *mix* de política fiscal e monetária mais apertada e contracionista seria o equivalente a dar um “tiro no pé”. O momento não é adequado para elevar a taxa de juros, pois isto pode levar a um aprofundamento maior na contração do crédito e conseqüentemente no crescimento do produto, além de uma piora nos custos financeiros da dívida pública, e tampouco para um maior arrocho fiscal.

Quanto à política fiscal pode vir a ser necessário uma moderada expansão fiscal (com alguma redução no superávit primário), de modo a se contrapor a retração do crédito e a deterioração das expectativas dos agentes. Um dos aspectos positivos do impacto da crise mundial sobre o Brasil neste momento é que esta é talvez a primeira vez nos últimos 30 anos que não houve uma deterioração da situação fiscal do governo – em função do governo ter praticamente zerado seus títulos indexados ao câmbio e estar com uma posição líquida ativa em dólar. Assim, o ideal seria um *mix* de contenção dos gastos correntes do governo e aumento dos gastos de investimento, com maior deslanchamento do PAC. Investimentos em infra-estrutura têm forte efeito

multiplicador de renda na economia, além de gerar externalidades. Bancos públicos (BNDES, Banco do Brasil e CEF) podem ter um papel fundamental numa ação anticíclica do crédito (crédito para investimento, agrícola e imobiliário). Enfim, há necessidade de uma boa dose de pragmatismo e discernimento neste momento.