

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO  
ESPECIALIZAÇÃO EM MERCADO DE CAPITAIS**

**GUSTAVO SCHWINGEL**

**PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ DOS BANCOS DURANTE A CRISE DO  
SUBPRIME**

**Porto Alegre  
2010**

**GUSTAVO SCHWINGEL**

**PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ DOS BANCOS DURANTE A CRISE DO  
SUBPRIME**

**Trabalho de conclusão de curso de  
Especialização apresentado ao Programa  
de Pós-Graduação em Administração da  
Universidade Federal do Rio Grande do  
Sul como requisito parcial para a obtenção  
do título de Especialista em Mercado de  
Capitais.**

**Orientador: Gilberto de O. Kloeckner**

**Porto Alegre**

**2010**

**GUSTAVO SCHWINGEL**

**PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ DOS BANCOS DURANTE A CRISE DO  
SUBPRIME**

**Material para consulta na *homepage* da  
Biblioteca da Escola de Administração  
da Universidade Federal do Rio Grande  
do Sul.**

Conceito final:

Aprovado em ..... de .....de.....

BANCA EXAMINADORA

---

Prof. Dr. .... – Instituição

---

Prof. Dr. .... – Instituição

---

Prof. Dr. .... – Instituição

---

Orientador – Prof. Ph.D. Gilberto de O. Kloeckner – UFRGS

## DEDICATÓRIA

Ao meu pai, Osmar; à minha mãe, Catarina; à minha irmã, Débora, e à minha noiva, Fabrúla.

## **AGRADECIMENTOS**

A Deus, por não deixar perder a fé.

Ao meu pai e a minha mãe, pela educação, amor e carinho.

À minha noiva, pelo o amor, a paciência e a compreensão nos momentos em que não lhe dediquei a atenção devida.

Ao Banco do Estado do Rio Grande do Sul S/A - BANRISUL, em especial ao Sr. Jairo Pacheco Chagas, pelo apoio financeiro, oportunidades e desafios a mim propostos.

Aos colegas, Adriana Godoi Spolavori, Clóvis Boeck, Cristiane Andréia Lunardi, Paulo Ricardo Werlang e Ricardo Schio pela parceria dentro e fora do curso, debates e contribuições nos trabalhos acadêmicos.

Aos integrantes ao Clube de Amigos Pilão, pelos momentos de descontração.

Ao Professor Gilberto de Oliveira Kloeckner, pelo apoio e orientação, fundamentais para o sucesso deste estudo.

## RESUMO

Os mercados financeiros ficaram mais expostos às influências externas a partir da integração das economias internacionais que ocorreu nas últimas décadas. Conseqüentemente, os efeitos da *Crise do Subprime* difundiram-se rapidamente no mercado financeiro mundial, causando a deterioração das expectativas sobre a atividade econômica. Desta forma, os estudos sobre os efeitos da crise são relevantes para contribuir no modo de atuar neste ambiente, marcado por incertezas, onde a tomada de decisão reflete na lucratividade dos agentes, principalmente, dos bancos, que são fomentadores e exercem influência direta no desempenho e na liquidez da economia. Neste sentido, este estudo pretende demonstrar os impactos dos choques externos originados pela crise financeira na preferência pela liquidez do público e dos bancos, além de averiguar as reações do mercado quanto à escolha de ativos financeiros líquidos por meio do comportamento da captação e aplicação de recursos das instituições financeiras durante o ano de 2008 em comparação com o período de 2003 a 2007. Para cumprir essa proposição, é realizada uma fundamentação teórica sobre a preferência pela liquidez, com enfoque nos depósitos captados e nas operações de crédito concedidas pelas instituições financeiras; e também uma abordagem quantitativa que demonstra que os bancos e seus clientes optaram por ativos financeiros líquidos e de menor risco, ou seja, o nível de preferência pela liquidez desses agentes alterou durante o agravamento da *Crise do Subprime*, que caracteriza o contágio no País.

**Palavras-chave:** preferência pela liquidez; crise financeira; bancos; depósitos; crédito.

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Evolução da taxa de juros .....	44
Gráfico 2 - Ibovespa - final do ano - em pontos.....	45
Gráfico 3 - Ibovespa - final do mês - em pontos .....	45
Gráfico 4 - Ibovespa X Taxa DI - final do mês .....	46
Gráfico 5 - Depósitos – saldo.....	47
Gráfico 6 - Depósitos à vista - saldo último dia do ano .....	48
Gráfico 7 - Depósitos à vista - saldo médio dos últimos 12 meses .....	49
Gráfico 8 - Poupança - captação líquida anual.....	50
Gráfico 9 - Poupança - saldo último dia do mês .....	51
Gráfico 10 - Poupança – rentabilidade .....	52
Gráfico 11 - Depósito a prazo - saldo total .....	53
Gráfico 12 - Depósito a prazo - condição de resgate antecipado .....	54
Gráfico 13 - Depósito a prazo – tipos.....	56
Gráfico 14 - Depósito a prazo DI - captação líquida anual.....	57
Gráfico 15 - Depósito a prazo DI – saldo.....	57
Gráfico 16 - Depósito a prazo DI - % da Taxa DI .....	58
Gráfico 17 - Depósito a prazo DI - rentabilidade média anual.....	58
Gráfico 18 - Depósito a prazo prefixado - captação líquida anual.....	60
Gráfico 19 - Depósito a prazo prefixado – saldo.....	60
Gráfico 20 - Depósito a prazo prefixado - rentabilidade .....	61
Gráfico 21 - Depósito a prazo prefixado - rentabilidade em 2008 .....	61
Gráfico 22 - Operações de crédito totais do SFN – saldo .....	62
Gráfico 23 - Operações de crédito / PIB .....	63
Gráfico 24 - Taxa de juros média das operações de crédito .....	63
Gráfico 25 - Spread médio das operações de crédito .....	64
Gráfico 26 - Prazo médio das operações de crédito .....	65
Gráfico 27 - Inadimplência e provisões.....	65
Gráfico 28 - Investimento estrangeiro direto (IED) .....	66
Gráfico 29 - Investimento estrangeiro em carteira (IEC) .....	67
Gráfico 30 - Diferencial de juros EUA x Brasil .....	67
Gráfico 31 - Investimento estrangeiro em carteira - renda fixa .....	68

Gráfico 32 - Preferência pela liquidez do público .....	70
Gráfico 33 - Preferência pela liquidez dos bancos .....	71
Gráfico 34 - Preferência pela liquidez agregada dos bancos .....	72
Gráfico 35 - Preferência pela liquidez dos agentes .....	73



## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	<b>10</b>
1.1 OBJETIVOS .....	11
<b>1.1.1 Objetivo principal</b> .....	<b>11</b>
<b>1.1.2 Objetivos gerais</b> .....	<b>11</b>
1.2 JUSTIFICATIVA .....	12
1.3 ESTRUTURA DO TRABALHO .....	12
<b>2 REFERENCIAL TEÓRICO</b> .....	<b>14</b>
2.1 LIQUIDEZ .....	14
2.2 PRÊMIO DE LIQUIDEZ .....	15
2.3 PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ .....	16
2.4 PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ DO PÚBLICO .....	20
<b>2.4.1 Cálculo da preferência pela liquidez do público</b> .....	<b>23</b>
2.5 PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ DOS BANCOS .....	25
<b>2.5.1 Fatores que evidenciam a preferência pela liquidez dos bancos</b> .....	<b>27</b>
<b>2.5.2 Cálculo da Preferência pela Liquidez dos Bancos</b> .....	<b>31</b>
<b>2.5.3 Outros fatores que afetam a preferência pela liquidez dos bancos</b> .....	<b>32</b>
2.6 CRISE FINANCEIRA .....	34
<b>2.6.1 Crise do Subprime</b> .....	<b>35</b>
<b>2.6.2 Contágio da crise no Brasil</b> .....	<b>40</b>
<b>2.6.3 Relação entre bancos e crises</b> .....	<b>42</b>
<b>3 ANÁLISE DOS RESULTADOS</b> .....	<b>44</b>
3.1 DESEMPENHO DOS <i>BENCHMARKS</i> DE RENDA FIXA E VARIÁVEL .....	44
3.2 DEPÓSITOS TOTAIS .....	47
3.3 DEPÓSITOS À VISTA .....	48
3.4 POUPANÇA .....	49
3.5 DEPÓSITOS A PRAZO .....	53
<b>3.5.1 Depósito a prazo com remuneração flutuante – DI</b> .....	<b>56</b>
<b>3.5.2 Depósito a prazo prefixado</b> .....	<b>59</b>
3.6 OPERAÇÕES DE CRÉDITO .....	62
3.7 INVESTIMENTOS ESTRANGEIROS .....	66
3.8 CONCENTRAÇÃO BANCÁRIA .....	69

3.9 PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ DO PÚBLICO .....	70
3.10 PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ DOS BANCOS .....	71
<b>4 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>74</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>79</b>
<b>ANEXO A - ALTERAÇÕES NOS DEPÓSITOS COMPULSÓRIOS.....</b>	<b>84</b>
<b>ANEXO B - FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITOS .....</b>	<b>85</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Os mercados financeiros ficaram mais expostos às influências externas a partir da integração das economias internacionais que ocorreu nas últimas décadas. Desta forma, os efeitos da *Crise do Subprime*, que surgiu nos Estados Unidos, difundiram-se rapidamente no mercado financeiro mundial, aumentando as incertezas dos agentes atuantes na economia global.

Entretanto, as consequências desta crise foram maiores em alguns países do que em outros. No Brasil, o contágio da crise aconteceu pela queda das exportações e pela diminuição do fluxo internacional de capital, que causaram outros efeitos, como a restrição de crédito. Esses fatores produziram a desaceleração da economia brasileira e aumentaram o pessimismo em relação ao desempenho econômico futuro.

Em virtude das expectativas pessimistas, os agentes alteram seu comportamento, aumentando sua aversão ao risco, pois adotam uma postura defensiva no direcionamento dos recursos, optando por investimentos conservadores, com maior liquidez e menor risco, para proteger-se de surpresas indesejáveis que poderiam gerar perdas.

Os bancos também modificam suas estratégias de negócios quando há dificuldade de estabelecer um cenário que lhes propicie um nível de confiança suficiente para sua utilização. Quando há incertezas quanto ao desempenho econômico, os bancos podem preferir aplicar em ativos financeiros líquidos, direcionando uma maior proporção de recursos captados para reservas bancárias ao preterir a concessão de crédito, que possui menor liquidez e maior risco.

Este estudo pretende demonstrar o impacto dos choques externos oriundos da *Crise do Subprime* na preferência pela liquidez dos agentes que atuam no Brasil e nos fatores que evidenciam a escolha por ativos financeiros líquidos em virtude das incertezas e da deterioração das expectativas sobre a atividade econômica, caracterizando o contágio da crise no País.

Para cumprir a proposição, esta pesquisa básica e exploratória descreve e explica os eventos em estudo a partir de uma fundamentação teórica sobre a preferência pela liquidez dos agentes com enfoque nos depósitos captados e nas

operações de crédito concedidas, buscando demonstrar o comportamento do público e dos bancos durante o agravamento da *Crise do Subprime* em relação ao direcionamento de seus recursos financeiros para ativos líquidos.

Os estudos sobre os efeitos da crise são relevantes para contribuir no modo de atuar neste ambiente, marcado por incertezas, onde a tomada de decisão refletiu-se na lucratividade dos agentes, principalmente, dos bancos, que são fomentadores e exercem influência direta no desempenho e na liquidez da economia.

A análise dos resultados é realizada por meio de uma abordagem quantitativa que utiliza o cálculo de indicadores e verifica os montantes financeiros aplicados em contas ativas e passivas dos bancos, distribuídos em uma série histórica de seis anos, cujo período de observação situa-se entre janeiro de 2003 e dezembro de 2008. Estas informações foram coletadas, principalmente, dos bancos de dados do Banco Central do Brasil e da BM&FBOVESPA.

## 1.1 OBJETIVOS

### 1.1.1 Objetivo principal

- Analisar a preferência pela liquidez do público e dos bancos, além do comportamento da captação e da aplicação de recursos das instituições financeiras, para apurar as reações do mercado quanto à escolha de ativos financeiros líquidos durante o ano de 2008 devido ao aumento das incertezas originadas pela *Crise do Subprime*, comparando os resultados com os períodos de 2003 a 2007.

### 1.1.2 Objetivos gerais

- Apresentar a relação entre as estratégias adotadas pelos bancos e as crises financeiras;

- Analisar a influência dos índices utilizados como *benckmarks* do mercado de renda fixa (Taxa DI e Taxa SELIC) e de renda variável (Ibovespa) nas decisões de investimentos dos indivíduos;
- Analisar a evolução da concessão de crédito e das aplicações financeiras geradoras de *funding* para os bancos para evidenciar a preferência pela liquidez dos agentes;
- Verificar a preferência por liquidez do público e dos bancos brasileiros, por intermédio da fórmula proposta por Cavalcante, Crocco e Jayme Júnior (2004) com adequação aos propósitos deste estudo.

## 1.2 JUSTIFICATIVA

Este trabalho justifica-se por sua importância, oportunidade e viabilidade. Quanto à importância, este trabalho realiza uma abordagem objetiva referente aos reflexos da *Crise do Subprime* no comportamento dos agentes em relação a sua preferência pela liquidez, que subsidia a comunidade acadêmica e o mercado com informações e análises que poderão ser utilizadas em estudos futuros, projeções de cenários e fornecer suporte às decisões.

Por outro lado, quanto à oportunidade, a *Crise do Subprime* é um dos temas mais discutidos desde 2007 e seus efeitos são recentes. E por fim, quanto à viabilidade, este estudo não terá custos financeiros, pois utiliza as informações disponibilizadas pelos órgãos de controle e de regulação do mercado financeiro.

## 1.3 ESTRUTURA DO TRABALHO

Este trabalho está dividido em 6 partes, sendo que a primeira visa introduzir o tema do estudo, apontando a importância e a justificativa para a sua escolha, além de definir os objetivos a serem alcançados e apresentar a estrutura do trabalho.

O Capítulo 2 faz uma revisão na literatura existente sobre o tema abordado, contribuindo para a contextualização e consistência do estudo, pois pode apresentar

divergências ou confirmação dos pontos verificados na análise dos resultados. Assim, o Capítulo 2 demonstra a caracterização da preferência pela liquidez, da crise financeira e das suas interrelações com o volume de recursos aplicados e captados pelos bancos.

No Capítulo 3 é realizada a reunião dos dados obtidos no mercado financeiro e são apresentados vários gráficos que elucidam a evolução das variáveis em estudo para evidenciar o nível de preferência pela liquidez do público e dos bancos, expondo os resultados das análises efetuadas.

O capítulo 4 destaca as considerações finais referente aos resultados obtidos por meio das análises efetuadas e outros aspectos relevantes do presente estudo, além das sugestões para estudos futuros.

Por fim, a quinta e a sexta parte apresentam as referências bibliográficas e os anexos. Os dois anexos deste trabalho contribuem para uma melhor compreensão do tema abordado. O Anexo A demonstra o quadro com as alterações nos depósitos compulsórios, enquanto que o Anexo B apresenta a definição, as características e as funções do Fundo Garantidor de Crédito (FGC).

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 LIQUIDEZ

As demonstrações financeiras das empresas são formadas por ativos, que representam os bens e direitos; e por passivos, que apresentam os compromissos assumidos a serem pagos. Nesta linha, o autor Gitman (1997, p. 109) menciona que “a liquidez refere-se à solvência da situação financeira global da empresa - a facilidade com a qual ela pode pagar suas contas”. Desta forma, a solvência depende da capacidade da empresa utilizar seus ativos no pagamento de suas dívidas e, quanto menores forem os esforços e os custos para permutá-los, maior será a sua liquidez.

Os economistas, como Gremaud (2002) e Mankiw (2007), resumem esse conceito quando citam que a liquidez é a facilidade com que o ativo converte-se em meio de troca.

O ativo mais líquido é a moeda, porque é imediatamente conversível em meio de pagamento e, conseqüentemente, em todas as mercadorias, com um custo de transação nulo (AMADO, 2004). Entretanto, existem outros ativos que podem possuir liquidez, porém em menor nível, desde que sejam rapidamente conversíveis em dinheiro (SANDRONI, 1999).

A moeda, teoricamente, não altera o seu valor no tempo quando os índices de inflação são baixos, enquanto que outros ativos podem valorizar ou desvalorizar ao longo do tempo, conforme a atualização financeira e/ou correção monetária efetuadas por alguns índices, que também podem ser utilizados como *benchmark* de mercado.

As aplicações financeiras podem ser transformadas em moeda, mas a velocidade desta transformação e a manutenção de seu valor são fundamentais para elas serem consideradas ativos financeiros com liquidez. Desta forma, o grau de liquidez de um ativo depende, principalmente:

- da velocidade de sua transformação em moeda;
- da manutenção do seu valor;

- dos custos de transação.

O ativo que puder ser convertido em moeda com a maior rapidez e o menor custo de transação, sem perder o seu valor, será considerado o mais líquido. Entretanto, quanto mais líquido, menor a rentabilidade, pois os agentes deficitários geralmente pagam uma remuneração menor pelos recursos que permanecerem a sua disposição durante um período inferior.

As recentes inovações financeiras, causadas pelo desenvolvimento financeiro associado à globalização, ampliaram a especulação e a liquidez dos ativos financeiros aumentou, aproximando-se da moeda (AMADO, 2004).

## 2.2 PRÊMIO DE LIQUIDEZ

O prêmio de liquidez refere-se ao retorno implícito (subjutivo) correspondente ao rendimento monetário sacrificado pelos indivíduos em benefício da conveniência e segurança oferecida pelo atributo liquidez, pois quanto maior a facilidade de um ativo ser convertido em moeda, maior será a proteção oferecida ao seu detentor em relação às incertezas (OLIVEIRA; CARVALHO, 2007).

Os indivíduos, para terem tranquilidade, conservam parte dos recursos em moeda e o retorno exigido para convertê-la em ativos financeiros representam o seu grau de confiança quanto ao futuro econômico. Desta forma, o retorno implícito da moeda concorre com o retorno explícito proporcionado pelas aplicações financeiras e investimentos (OREIRO, 1999).

Os rendimentos pagos as aplicações financeiras são uma compensação pelo seu menor grau de liquidez quando comparado com a moeda, que possui o maior prêmio de liquidez entre os ativos. Entretanto, para o autor Gremaud (2002, p. 236), “a taxa de juros é vista como o prêmio pela renúncia à liquidez (segurança) absoluta oferecida pela moeda”.

Desta forma, o prêmio pela liquidez é proporcional ao aumento do prazo dos investimentos, pois os indivíduos exigem um retorno maior sobre os títulos de longo prazo devido ao aumento do nível de risco de liquidez destes papéis (HICKS, 1946).



## 2.3 PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ

Existem situações em que os agentes demandam moeda, conseqüentemente, possuem preferência pela liquidez. Segundo Keynes (1936), os motivos dos indivíduos para demandar moeda são:

- transação: os indivíduos demandam moeda para utilizá-la como meio de troca em suas transações.
- precaução: os indivíduos demandam moeda para proteção em momentos de incertezas em relação ao futuro.
- especulação: os indivíduos trocam seus ativos por moeda em determinado momento, para readquiri-los novamente no futuro, com o objetivo de proteger suas aplicações de um “possível” prejuízo causado por “prováveis” (incerteza) mudanças no mercado que reflitam na rentabilidade desses investimentos.

O desenvolvimento econômico e o alto grau de liquidez obtido pelos ativos financeiros nos últimos anos ampliaram a demanda por moeda pelo motivo especulação. Porém, essa condição permite que os agentes mantenham o seu poder de compra de forma quase líquida sem a necessidade de demandar moeda pelo motivo da transação (AMADO, 2004).

A demanda de moeda pelo motivo de transação é fácil de prever, pois os indivíduos mantêm certa regularidade em seus gastos referente ao consumo. Contudo, os indivíduos são estimulados pela remuneração do capital aplicado em ativos financeiros a postergar o consumo, diminuindo a demanda por moeda. A taxa de juros, além do prêmio pela renúncia da liquidez, pode ser definida como a remuneração pela postergação do consumo. Desta forma, a taxa de juros influencia na decisão dos indivíduos, pois quanto maior a rentabilidade sobre o capital, menor a motivação para consumir e maior a propensão para investir.

Neste sentido, a demanda por moeda pelo motivo de transação está relacionada com a disposição de reservar recursos para financiar gastos; enquanto que a preferência pela liquidez possui correlação com os motivos de precaução e especulação, pois se refere ao desejo de trocar ativos ilíquidos por mais líquidos, ou

diminuir o tamanho do passivo, além de influenciar na determinação da taxa de juros (COSTA, 1999). O autor Vercelli (1999) argumenta:

Para Keynes a demanda precaucionária e a demanda especulativa por liquidez estão ligadas de modo crucial à incerteza, embora em geral de maneiras diferentes. A demanda precaucionária por moeda depende, sobretudo, do prêmio de risco mais baixo, i.e., do menor risco de perda caso uma transação repentina ou imprevista venha a ocorrer; já a demanda especulativa por moeda depende, sobretudo, do maior prêmio de liquidez, i.e., do ganho potencial com a exploração de novas informações, possibilitado pela liquidez. (VERCELLI, 1999, p. 24).

A liquidez é valorizada pelos indivíduos quando à incerteza aumenta, pois a motivação para investir diminui devido à baixa expectativa de lucros neste cenário; assim, preferem reter ativos mais líquidos por precaução. Em sentido oposto, quando a atividade econômica apresentar menor incerteza, a preferência pela liquidez dos agentes irá reduzir, em consequência do otimismo quanto aos ganhos futuros, incentivando o investimento (ROMERO; JAYME JÚNIOR, 2009).

Exemplificando, quando os indivíduos estiverem pessimistas, eles podem adiar sua decisão, preferindo a liquidez, ficando livres do risco mediante a manutenção da moeda; ou podem efetuar movimentos, por intermédio de aquisição de títulos ou aplicações financeiras de maior prazo, caso a expectativa de retorno compense o risco de não atingir valor esperado.

Quando a expectativa de retorno e o risco associado aos investimentos são otimistas, ou seja, alto rendimento e baixo risco, os indivíduos diminuem sua preferência pela liquidez, abandonando a função de reserva de valor da moeda, e aplicam seus recursos em ativos, assumindo o risco, mas são rentabilizados a uma determinada taxa de juros (CAMARGO JÚNIOR; NAKAMURA, 2007). Portanto, o direcionamento da moeda será efetuado conforme o grau de incentivo que a taxa de juros exerce na preferência pela liquidez, considerando o risco.

Essa correlação entre a preferência pela liquidez com a expectativa de rentabilidade (taxa de juros) e o risco (probabilidade e confiança) é fortemente influenciada pelas incertezas econômicas, conforme os principais estudos sobre o tema realizados por dois grandes economistas: John Maynard Keynes e James Tobin. Esses economistas apresentam diferentes pensamentos em relação à preferência pela liquidez, porém seus argumentos são complementares e não excludentes.

<b>John Maynard Keynes (1936)</b>	<b>James Tobin (1958)</b>
Comportamento frente a incerteza severa.	Comportamento frente a incerteza branda.
A carteira de investimentos dos agentes é composta por moeda ou títulos.	A carteira de investimentos dos agentes é composta por uma diversidade de ativos que apresentam diferentes níveis de liquidez que podem ser combinados de várias maneiras.
A decisão depende comparação da taxa de juros atual e futura.	A decisão depende do retorno e dos riscos do investimento, ou seja, do grau de aversão ao risco dos investidores.
A preferência pela liquidez depende do grau de confiança nas estimativas.	A preferência pela liquidez depende do nível de retorno exigido perante o risco.

Quadro 1 - Os economistas e a preferência pela liquidez

Fonte: Adaptação do artigo "Tobin, decisão de investimento e a preferência pela liquidez no Brasil" (CAMARGO JÚNIOR; NAKAMURA, 2007, p. 307-315).

O ambiente econômico pode ser marcado por incertezas cujas situações possuem probabilidades incalculáveis e, como precaução, os indivíduos avessos a risco<sup>1</sup> tomam decisões que privilegiam a liquidez ou exigem retornos maiores em relação aos níveis crescentes de risco. Desta forma, os indivíduos buscam antecipar mudanças no mercado que altere os valores dos seus ativos financeiros com objetivo de evitar perdas. Esses movimentos dependem de vários fatores como a expectativa de taxa de juros, a aversão ao risco e a confiança nas estimativas.

Esses fatores são influenciados pelo do nível de liquidez da economia estabelecido pela política monetária do governo e pelas projeções dos cenários econômicos. Os cenários econômicos estabelecem parâmetros para decisões de longo prazo, considerando os impactos, riscos e os reflexos das variáveis ao longo do tempo nos rendimentos dos ativos financeiros.

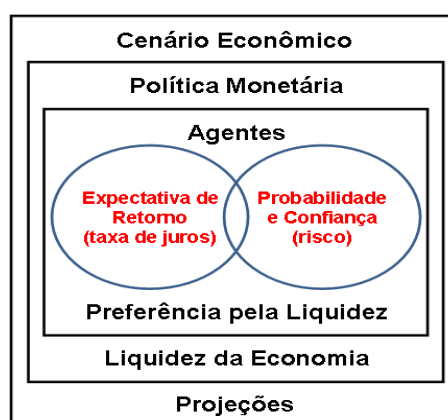


Figura 1 - Fatores que influenciam a preferência pela liquidez  
Fonte: elaborada pelo autor.

<sup>1</sup> Na maioria dos casos os investidores são avessos ao risco, somente aceitando maiores níveis de risco se for possível obter um maior retorno esperado. Um investidor avesso ao risco prefere obter menores retornos para ter uma maior segurança quanto ao retorno esperado.

Quanto à política monetária, as medidas adotadas pelo governo para controlar a oferta de moeda e a taxa de juros, por intermédio do Banco Central, definem as condições de liquidez da economia e influenciam a preferência da liquidez dos indivíduos (GREMAUD, 2002).

A política monetária pode ser contracionista, quando reduz a liquidez da economia por aumento de taxa de juros e diminuição do crédito, ou expansionista, quando aumenta a liquidez da economia com a redução da taxa de juros e aumento do crédito.

Os principais instrumentos de política monetária utilizados pelo governo são:

- **Meta da Taxa SELIC:** o Banco Central, mediante Comitê de Política Monetária (Copom), determina a taxa de juros de referência para operações de um dia com títulos públicos federais - a Taxa SELIC. Ao realizar a política monetária, o Banco Central utiliza essa taxa para realizar as compras e vendas de títulos públicos federais (FORTUNA, 2005). Desta forma, o mercado financeiro também baliza suas operações pela Taxa SELIC e alguns agentes a denominam como “taxa básica de juros” ou “custo do dinheiro”.
- **Recolhimentos compulsórios:** correspondem à parcela dos depósitos que os bancos devem, legalmente, depositar no Banco Central, enquanto que a parte remanescente fica disponível para as instituições financeiras conceder empréstimos ou realizar outras aplicações. Esses recolhimentos compulsórios procuram controlar a liquidez do sistema financeiro e produzem impactos na oferta e nos custos dos empréstimos, pois afeta as taxas de juros e provocam a redução dos recursos para o crédito (SECURATO, 2003). Desta forma, a redução dos recolhimentos compulsórios, inicialmente, aumenta a liquidez dos bancos. Segundo Gremaud (2002, p. 233), “este instrumento de controle monetário é muito utilizado pelo Banco Central brasileiro”.
- **Operações de redesconto:** correspondem aos empréstimos realizados pelo Banco Central para cobrir a insuficiência de caixa das instituições financeiras. A taxa de redesconto incidente sobre esses empréstimos pode restringir ou incentivar os bancos a ofertarem recursos por empréstimos, pois quanto menor essa taxa, maior a motivação das

instituições financeiras a aceitarem o risco de ficar com insuficiência de reservas bancárias (GREMAUD, 2002).

- **Operações de Mercado Aberto:** As operações de mercado aberto correspondem à compra e a venda de títulos públicos pelo Banco Central. A compra de títulos pelo Banco Central no mercado financeiro amplia a oferta de moeda dos bancos, pois as instituições financeiras possuem mais recursos para emprestar. Enquanto que a venda de títulos pelo Banco Central diminui a oferta de moeda (GREMAUD, 2002).
- **Controle e seleção de crédito:** o controle e a seleção de crédito são instrumentos que restringem o livre funcionamento das forças de mercado, pois estabelecem controles diretos sobre o volume e o preço do crédito (FORTUNA, 2005).

O Banco Central do Brasil efetuou alterações na taxa básica de juros e nos recolhimentos compulsórios<sup>2</sup> durante a crise financeira, afetando a preferência pela liquidez das instituições financeiras e dos seus clientes (público). Desta forma, este estudo analisa apenas esses dois instrumentos de política monetária.

## 2.4 PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ DO PÚBLICO

Os aplicadores podem direcionar seus recursos para várias alternativas de ativos financeiros disponíveis no mercado, com liquidez, retornos e riscos diferenciados. Assim, para realizar suas escolhas, os investidores comparam a rentabilidade dos ativos com o desempenho de uma taxa ou índice de referência, denominados benchmarks do mercado financeiro.

A taxa dos Depósitos Interbancários, também conhecida como Taxa DI, é o principal *benchmark* do mercado de renda fixa, pois representa o custo de oportunidade do setor financeiro (TAVARES, 2006). Essa taxa é altamente correlacionada com a Taxa SELIC, considerada taxa livre de riscos, pois é a taxa que remunera os títulos públicos brasileiros (FRALETTI, 2004).

---

<sup>2</sup> O Anexo A - Alterações nos Depósitos Compulsórios apresenta as modificações efetuadas em 2008 nos recolhimentos compulsórios das instituições financeiras ao Banco Central.

A Taxa SELIC é um instrumento primário de política monetária do Comitê de Política Monetária (COPOM) como mencionado na seção anterior. Portanto, como são próximas, tanto a Taxa DI como a Taxa SELIC podem ser utilizadas como parâmetro em investimentos de renda fixa.

Por outro lado, o Índice Bovespa (Ibovespa) é o indicador de desempenho para investimentos de renda variável mais importante porque retrata o comportamento dos preços das principais ações negociadas na BM&FBOVESPA, sendo utilizado como benchmark deste mercado.

A avaliação dos índices e das taxas utilizadas como *benchmarks* de renda fixa e variável é importante para interpretar a variação da preferência pela liquidez do público, porque o desempenho desses indicadores afeta a remuneração dos investidores, que migram seus recursos para o mercado que apresentar ou tiver perspectivas de melhores resultados.

Neste sentido, a queda da Taxa DI ou da Taxa SELIC implicará menor rentabilidade para os investimentos alocados em renda fixa e os aplicadores poderão direcionar seus recursos para ativos com remuneração variável, caso as expectativas de retorno deste mercado sejam melhores. Em situação oposta, a aversão ao risco provocada por crises financeiras incentiva os investidores a diminuir suas aplicações em renda variável e adquirir ativos financeiros de renda fixa mais seguros.

No entanto, a maior parte das escolhas feitas pelos investidores envolve certo grau de incerteza, pois as expectativas quanto ao resultado de suas aplicações são subjetivas. Estas expectativas influenciam o comportamento do público e estimulam as mudanças no seu nível de preferência pela liquidez que, em virtude do maior grau de incerteza, direcionam recursos para ativos financeiros com maior liquidez por precaução. Porém, no cenário mais confiável, os investidores preferem os ativos de menor liquidez (CAVALCANTE; CROCCO; JAYME JÚNIOR, 2004).

Devido à dificuldade de encontrar dados confiáveis para todas as variáveis que influenciam na preferência pela liquidez do público, este estudo limita-se a analisá-la por meio da variação dos depósitos captados pelos bancos. As principais formas de captação realizadas pelas instituições financeiras perante seus clientes são os depósitos à vista, a poupança e os depósitos a prazo. A totalidade desses depósitos gera o *funding* utilizado pelos bancos no direcionamento de recursos para

concessão de crédito, composição de reservas bancárias ou outros tipos de investimentos.

O depósito à vista é a forma de captação de maior liquidez realizada por uma instituição financeira, mas o seu saldo não é remunerado. Como não há rentabilidade, os valores permanecem em depósitos à vista para:

- Serem utilizados como meio de pagamento nas transações realizadas pelos depositantes, como aquisição de bens e serviços;
- Obter maior liquidez frente ao ambiente adverso, como precaução;
- Especular, aguardando o melhor momento para direcionar o seu capital.

Desta forma, caso os recursos permaneçam depositados por muito tempo nesse tipo de conta, os clientes perdem a oportunidade de direcionar esses valores para uma aplicação financeira, como poupança ou depósito a prazo, e obter uma rentabilidade sobre esse capital.

Quanto à poupança, ela foi criada para incentivar a aplicação financeira popular e fomentar o crédito habitacional. A poupança destina-se aos investidores com perfil conservador, pois possui liquidez, baixo risco e pode ser realizada por meio de valores mínimos de aplicação. Outro atrativo desta modalidade de investimento é a isenção total de Imposto de Renda para pessoas físicas.

Segundo Fortuna (2005), a poupança é uma aplicação simples e tradicional onde se podem aplicar pequenos valores e ter liquidez, apesar da perda de rentabilidade para resgates realizados antes da data de aniversário do investimento. Portanto, a liquidez com rendimento somente é fornecida a partir da data de aniversário dos depósitos.

Os recursos aplicados em poupança por pessoas físicas ou pessoas jurídicas sem fins lucrativos recebem a correção monetária da Taxa Referencial (TR) mais 0,5% ao mês, enquanto que os valores investidos pelas pessoas jurídicas com fins lucrativos são remunerados pela Taxa Referencial mais 1,5% ao trimestre.

Desta forma, quando há expectativa de redução na taxa de juros, os investidores tendem a aumentar o direcionamento de recursos para poupança, pois parte de sua remuneração é fixa e não acompanha a queda das taxas de mercado. Entretanto, o aumento da taxa de juros torna o rendimento da poupança menos

atrativo, perdendo competitividade perante os retornos oferecidos por outros investimentos, como os depósitos a prazo.

Os depósitos a prazo, também conhecidos como Certificados de Depósitos Bancários (CDB), são títulos de captação de recursos que também são utilizados pelos bancos com objetivo de redirecionar os valores na forma de empréstimos aos seus clientes. A rentabilidade desses títulos pode ser pré-fixada, flutuante ou pós-fixada. Entretanto, ao contrário dos depósitos à vista e poupança, os depósitos a prazo são acolhidos pelas instituições financeiras com datas previamente estabelecidas para o seu resgate, sendo que eles podem ou não ser liquidados antecipadamente, conforme negociação.

O depósito a prazo pré-fixado, assim como a poupança, possui a propensão de receber um menor volume de depósitos num cenário de aumento da taxa de juros, mas fornece ao investidor a vantagem de conhecer o rendimento bruto de seu investimento no ato da aplicação, pois a taxa contratada é mantida independentemente da oscilação da taxa de juros do mercado financeiro.

Entretanto, com a maior probabilidade de alta da taxa de juros, aumenta o interesse dos investidores pelos depósitos a prazo flutuantes ou pós-fixados, pois a remuneração destes acompanha a variação de um referencial de juros ou de inflação do mercado financeiro.

Os depósitos à vista, os depósitos a prazo e os depósitos em poupança possuem a cobertura do Fundo Garantidor de Créditos - FGC, obedecendo ao limite de R\$ 60.000,00 por CPF, na mesma Instituição Financeira<sup>3</sup>.

#### **2.4.1 Cálculo da preferência pela liquidez do público**

Com base no volume de depósitos captados pelos bancos, os autores Cavalcante, Crocco e Jayme Júnior (2004) elaboraram um indicador, denominado de Preferência pela Liquidez do Público (PLP), para demonstrar os diferentes níveis de preferência pela liquidez dos clientes de instituições financeiras de diversas regiões em determinada data, utilizando a seguinte fórmula:

---

<sup>3</sup> Ver Anexo B - Fundo Garantidor de Créditos.



### ***PLP = Depósitos à vista / Depósitos totais***

Na fórmula, os depósitos à vista representam os ativos de maior liquidez; enquanto que os depósitos totais (depósito à vista, depósito a prazo e poupança) representam a disponibilidade total de recursos alocados pelo público em ativos financeiros emitidos pelos bancos, sendo que quanto maiores os depósitos à vista em relação ao total de depósitos, maior será a preferência pela liquidez do público (ROMERO; JAYME JÚNIOR, 2009).

Portanto, quando aumentar o grau de incerteza na economia, os clientes tendem a realizar depósitos com maior liquidez, como os depósitos à vista. Contudo, as expectativas otimistas motivam os depositantes a alocar recursos para depósitos de menor liquidez, mas que possuem a possibilidade de obter maior retorno.

A preferência pela liquidez do público é muito importante para a análise da preferência pela liquidez dos bancos, pois as mudanças no comportamento dos investidores alteram a forma e o volume de captação de recursos dessas instituições financeiras.

O crescimento dos depósitos à vista perante os depósitos totais diminui o custo financeiro dos bancos, pois estes recursos não são remunerados. Porém, essas instituições financeiras devem aumentar suas reservas para suprir eventuais resgates e perdas<sup>4</sup>, conseqüentemente, reduzir a disponibilidade de valores para crédito.

Entretanto, a diminuição da preferência pela liquidez do público eleva as posições passivas com maior prazo de exigibilidade dos bancos, como a poupança e os depósitos a prazo. Desta forma, as instituições financeiras ganham flexibilidade na condução de suas estratégias ligadas à liquidez e as reservas poderão ser menores. Conseqüentemente, a disponibilidade de crédito será maior, mas o custo financeiro aumenta, pois a poupança e os depósitos a prazo são remunerados.

---

<sup>4</sup> Em virtude das incertezas ou das expectativas pessimistas, as instituições financeiras necessitam de um maior volume de reservas para cobrir as necessidades de caixa causadas pelo aumento do risco dos empréstimos concedidos, que podem gerar perdas com a inadimplência, e pelos saques de recursos de curto prazo, pois é alta a velocidade de circulação dos depósitos à vista - proporção de resgate em relação ao saldo.

## 2.5 PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ DOS BANCOS

Os bancos são instituições financeiras que, mediante autorização do Banco Central, captam recursos dos clientes, principalmente sob a forma de depósitos, e os direcionam para concessão de empréstimos e para aplicações em ativos utilizados como reservas bancárias, que têm como objetivo fornecer liquidez aos valores sacados pelos clientes e reduzir o risco de insolvência das instituições financeiras.

Desta forma, a liquidez dos bancos varia em função:

- Da captação de depósitos e dos pedidos de resgates dos clientes; e
- da proporção de recursos destinada às reservas bancárias e à concessão de crédito.

As reservas bancárias podem ser compulsórias ou voluntárias. Segundo Gremaud (2002), “além das reservas compulsórias, é comum os bancos manterem uma parcela dos depósitos como reservas voluntárias para fazer frente a qualquer emergência”.

As reservas compulsórias, também conhecidas como depósitos ou recolhimentos compulsórios, correspondem à parcela dos depósitos captados que as instituições financeiras são obrigadas a depositar no Banco Central. Estas reservas fornecem liquidez ao sistema bancário, com objetivo de evitar pânico financeiro, protegendo os bancos de sofrer uma redução súbita e inesperada do volume de depósitos (OREIRO, 2005).

Por outro lado, as reservas voluntárias, ou de livre movimentação, são recursos que os bancos aplicam, sem obrigação legal, com objetivo de prover liquidez a suas obrigações correntes. Em virtude dos maiores níveis de liquidez e dos menores riscos, a remuneração dos ativos que compõem as reservas geralmente é menor do que aquela recebida pelos recursos emprestados pelos bancos aos seus clientes. Nesses termos, quanto mais atrativa a taxa de juros dos ativos líquidos, mais dispostos estarão os bancos a estabelecer um alto prêmio de risco de liquidez para a concessão de crédito (OLIVEIRA; CARVALHO, 2007).

Segundo Paula (2006, p. 83), “os bancos adotam estratégias que visam explorar o trade-off entre a rentabilidade e o nível de liquidez que lhes proporcione

um grau de proteção adequado”. Desta forma, enquanto que a liquidez dos bancos beneficia os depositantes, ela prejudica os tomadores de créditos e os acionistas, pois menos recursos serão destinados ao crédito e menor será a rentabilidade obtida por essas instituições financeiras.

A decisão da proporção de recursos que será destinada ao crédito e às reservas é realizada num ambiente de incerteza não-probabilística em que fatores de ordens subjetivas influenciam as expectativas das instituições financeiras (OLIVEIRA, 2006). Neste sentido, os bancos tendem a ser conservadores e adotam a prudência na concessão de empréstimos em períodos de instabilidade, aumentando o nível de reservas devido à elevação do risco dos créditos concedidos.

Por outro lado, o otimismo quanto ao desenvolvimento econômico motiva os bancos a ampliar a oferta de crédito e torna o público mais propenso a tomar recursos, aumentando a demanda por empréstimos (CAVALCANTE; CROCCO; JAYME JÚNIOR, 2004). Neste caso, as reservas bancárias tendem a diminuir. O autor Paula (2006) aborda esse tema:

Bancos, como qualquer outro agente cuja atividade seja especulativa e demande algum grau de proteção e cuidado, têm preferência pela liquidez e conformam seu portfólio buscando conciliar lucratividade com sua escala de preferência pela liquidez, que expressa a precaução de uma firma cuja atividade tenha resultados incertos. [...] Quando suas expectativas forem otimistas, os bancos privilegiarão rentabilidade à liquidez, procurando elevar prazos e submeter-se a maiores riscos com relação a seus ativos, diminuindo a margem de segurança (ativos líquidos/ativos ilíquidos) nas suas operações [...] Do contrário, se suas expectativas são pessimistas e a incerteza é alta, pois o grau de confiança nas suas expectativas quanto ao futuro diminui, eles expressam sua maior preferência pela liquidez dirigindo suas aplicações para ativos menos lucrativos porém mais líquidos, o que faz declinar a oferta de crédito aos seus clientes. (PAULA, 2006, p. 83).

É importante mencionar que a elevação da taxa de juros causa o aumento da rentabilidade dos títulos públicos utilizados como reserva e motiva as instituições financeiras a elevar suas posições defensivas (OREIRO, 2005). Desta forma, os altos juros praticados pelo governo brasileiro permitem que a preferência por liquidez dos bancos não implique abstenção da preferência pela rentabilidade (OLIVEIRA; CARVALHO, 2007).

### 2.5.1 Fatores que evidenciam a preferência pela liquidez dos bancos

A preferência pela liquidez dos bancos pode ser evidenciada por meio de:

- Depósitos captados pelos bancos;
- Operações de crédito concedidas pelos bancos.

#### 2.5.1.1 *Depósitos captados pelos bancos*

Os depósitos são modalidades de captação de recursos realizadas pelos bancos que demonstram o comportamento dos seus clientes em relação à liquidez, rentabilidade e risco (CAVALCANTE; CROCCO; JAYME JÚNIOR, 2004). Desta forma, a captação das instituições financeiras pode diminuir, caso o índice de renda variável esteja apresentando um bom desempenho, pois há possibilidade dos investidores resgatarem seus recursos de renda fixa e direcionar este capital para a compra de ações.

Contudo, quanto menor a taxa de juros, mais propensas ficam as pessoas a destinar os recursos para depósitos à vista para utilizá-los no pagamento de compras (antecipação de consumo) ou adquirir títulos com maiores riscos para obter uma maior rentabilidade, como ações de empresas.

Por outro lado, o aumento da aversão ao risco faz com que os investidores direcionem seus recursos para ativos mais líquidos, como medida de precaução ou, até mesmo, especulação, aguardando um cenário satisfatório para realizar aplicações financeiras que atendam seus objetivos.

Os bancos remuneram os recursos depositados em poupança e em depósitos a prazo, mas os valores devem ser resgatados após determinado prazo para receber esta rentabilidade. Portanto, apesar da liquidez dos depósitos a prazo e poupança ter aumentado nos últimos anos, essas aplicações financeiras são menos líquidas do que os recursos depositados em conta corrente (depósitos à vista).

Desta forma, os bancos procuram intervir nas escolhas de seus clientes de várias maneiras, motivando os investidores a realizar depósitos cujos recursos

permaneçam aplicados por um prazo maior, com objetivo de fornecer flexibilidade às instituições financeiras no direcionamento destes valores para reservas ou empréstimos (PAULA, 2006).

Neste contexto, os bancos privilegiam os depósitos a prazo e poupança, pois a sua velocidade de circulação, que corresponde à proporção de resgates perante o saldo total aplicado, é menor do que a verificada nos depósitos à vista.

Exemplificando, o aumento dos depósitos a prazo significa que mais recursos do passivo dos bancos estão em posições menos líquidas e que assim há uma maior margem de manobra para alongar os prazos de seu ativo e reduzir suas reservas (CAVALCANTE; CROCCO; JAYME JÚNIOR, 2004). Enquanto que o crescimento dos depósitos à vista obriga os bancos a ajustarem o prazo de seus empréstimos e elevar o nível de reservas para dar suporte ao possível aumento de saques de recursos.

Segundo o autor Paula (2006), as instituições financeiras podem modificar a estrutura de seu passivo conforme a necessidade, influenciando nas escolhas dos depositantes de várias maneiras:

- Alterando a taxa de remuneração das operações;
- Aumentando a publicidade (marketing);
- Fornecendo desconto de tarifas;
- Concedendo prêmios;
- Outras formas indiretas de estímulo.

Esses incentivos são mais intensos quando o cenário é desfavorável, pois nesta situação as instituições financeiras necessitam de um volume maior de recursos por um prazo mais longo para se manterem sólidas e reduzirem seu risco de liquidez.

Portanto, as preferências dos clientes quanto às modalidades de depósitos torna-se uma variável endógena determinada pela preferência pela liquidez dos bancos, de acordo com a estratégia adotada para a composição de seus balanços diante das suas perspectivas econômicas (PAULA, 1999).

### 2.5.1.2 Operações de crédito concedidas pelos bancos

“A palavra crédito tem origem no latim *credere*, que significa: crer, confiar ou acreditar” (BLATT, 1999, p. 23). Assim, a confiança é fundamental em uma operação de crédito, pois a entrega de um valor no presente envolve a promessa de pagamento futuro.

Encontramos diversos significados para o termo crédito nas diversas áreas do conhecimento, mas como o enfoque é voltado ao crédito financeiro, especificamente ao crédito bancário, Schrickel (1994, p. 25) relata que uma “operação de crédito é todo ato de vontade de alguém destacar ou ceder, temporariamente, parte de seu patrimônio a um terceiro, com a expectativa de que esta parcela volte à sua posse integralmente, após decorrer o tempo estipulado”.

Conforme os conceitos mencionados, crédito é a concessão de valor ou bem no presente, sob a promessa de pagamento futuro, surgindo uma relação de confiança entre a instituição credora perante o tomador.

Nas instituições financeiras, o crédito é o próprio negócio. Assim, elas, como intermediárias de recursos entre os agentes econômicos, pulverizam os recursos captados, distribuindo para agentes deficitários, por meio de concessão de crédito, assumindo os custos e a probabilidade de perda com devedores incobráveis. Em consequência disso, o crédito tem um preço, pois, quando o banco cede os recursos com a expectativa de pagamento futuro, presume-se que esse seja remunerado por essa cessão. Portanto, a concessão de um crédito pressupõe a expectativa (confiança) de receber o patrimônio e o preço de sua cessão (taxas de juros, de serviço, de registro, entre outras) de volta.

A expectativa de receber os valores emprestados é função inversa do nível percebido de fragilidade financeira e da taxa de juros incidentes sobre estes créditos devido aos problemas de seleção adversa e risco moral, pois o aumento do custo dos empréstimos diminui a qualidade dos tomadores dos recursos, provocando aumento da inadimplência (OREIRO, 2005). Em condição oposta, a redução das taxas de juros causaria o barateamento do crédito e incentivaria os bancos a manter seu nível de rentabilidade por meio do aumento do volume dos empréstimos (ROMERO; JAYME JÚNIOR, 2009).

Neste contexto, o custo dos empréstimos está correlacionado com a taxa básica de juros que remunera os títulos públicos, visto que os bancos exigem um prêmio de risco maior para concessão de crédito quando os ativos de maior liquidez apresentam rentabilidades atrativas. Este efeito também é percebido em cenários econômicos adversos, levando as instituições a aumentarem o grau de exigências junto aos tomadores de recursos em relação ao prêmio de risco, prazo e garantias (OLIVEIRA; CARVALHO, 2007).

Quanto maior as reservas compulsórias e menor a concorrência no setor bancário, maior será o *spread* (GREMAUD, 2002), que corresponde à taxa exigida pelo banco para fazer frente às suas obrigações e ao lucro (SECURATO, 2003). Desta forma, o *spread* reflete a aversão ao risco e o nível de preferência pela liquidez das instituições financeiras (SÁ JÚNIOR, 2007).

Portanto, em períodos de instabilidade econômica, o grau de aversão ao risco das instituições financeiras torna-se elevado e o *spread* exigido aumenta, pois os bancos passam a expressar uma maior preferência pela liquidez por intermédio do direcionamento de recursos para ativos mais líquidos e seguros, porém menos rentáveis, em relação à concessão de crédito aos seus clientes, que tende a reduzir devido ao aumento dos riscos dos empréstimos neste cenário.

Além do crescimento do *spread* e da redução da oferta de crédito, o aumento da incerteza também causa a diminuição da demanda por empréstimos, pois os tomadores estarão menos dispostos a se endividar em virtude de pessimismo sobre a economia (CAVALCANTE; CROCCO; JAYME JÚNIOR, 2004).

Desta forma, segundo Costa (1999), a disposição bancária de realizar empréstimos depende de:

- Expectativas a longo prazo;
- Composição de suas posições ativas e passivas;
- Preferência pela liquidez do público;
- Política monetária e decisões do Banco Central.

## 2.5.2 Cálculo da Preferência pela Liquidez dos Bancos

Conforme considerações apresentadas nos capítulos anteriores, as variações no volume de depósitos e de crédito ocorrem em virtude da avaliação dos retornos e dos riscos dos ativos financeiros que é realizada de acordo com a preferência pela liquidez dos agentes, em consequência das expectativas e grau de confiança na política monetária e no cenário econômico projetado. Observe o fluxo a seguir:

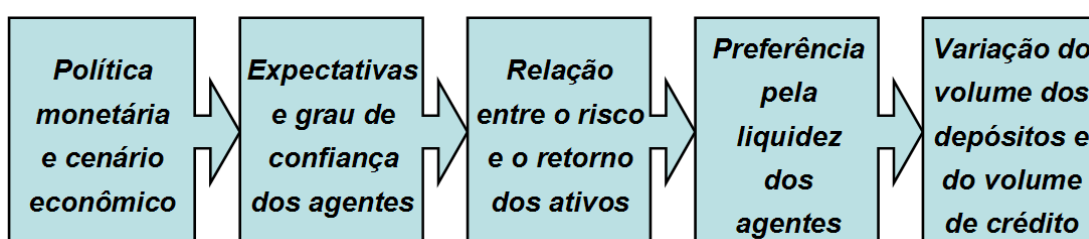


Figura 2 - Fluxo da preferência pela liquidez dos bancos  
Fonte: elaborada pelo autor.

Desta forma, pode-se inferir o nível de preferência pela liquidez dos bancos através da variação das contas ativas e passivas de seus balanços, como volume de crédito concedido e montante de depósitos captados. Assim, este estudo utiliza o indicador de preferência pela liquidez dos bancos desenvolvido pelos autores Cavalcante, Crocco e Jayme Júnior (2004) para mensurar a disposição dos agentes em adquirir ativos de maior liquidez.

Esses autores realizaram o cálculo desse indicador de Preferência pela Liquidez do Público (PLB) para diferentes regiões (centro e periferia) em um determinado momento; enquanto que a avaliação realizada por este estudo agrega todas as regiões (Brasil) em diferentes períodos, com objetivo de acompanhar a evolução dos resultados. Assim, a seguinte fórmula é utilizada:

$$\text{PLB} = \text{Depósitos à vista} / \text{Operações de crédito}$$

A utilização destas contas demonstra como os bancos gerenciam seus balancetes e sua preferência pela liquidez, tornando seus ativos mais ou menos líquidos conforme o ambiente econômico e suas expectativas. Desse modo, quanto



maior o valor do indicador PLB, maior será o nível de preferência pela liquidez dos bancos.

Neste sentido, os depósitos à vista representam os recursos captados de maior liquidez, enquanto que as operações de crédito representam a disposição bancária em emprestar recursos, ou seja, tornar seus ativos menos líquidos.

Além do indicador PLB dos autores Cavalcante, Crocco e Jayme Júnior (2004), este estudo utiliza uma adaptação deste índice para auferir o nível de preferência pela liquidez dos bancos, denominado de Preferência pela Liquidez Agregada dos Bancos (PLAB), que substitui a variável depósitos à vista pelos depósitos totais, de acordo com a seguinte fórmula:

$$\text{PLAB} = \text{Depósitos Totais} / \text{Operações de crédito}$$

Os depósitos totais correspondem à soma dos depósitos à vista, dos depósitos a prazo e da poupança. Portanto, este indicador tem como objetivo verificar a proporção dos recursos totais captados que é direcionada para a concessão de crédito, não apenas aqueles oriundos dos depósitos à vista. Assim, presume-se que os valores que não são destinados aos empréstimos são aplicados em ativos financeiros de maior liquidez.

A ideia principal deste indicador é de analisar como o sistema bancário alocou seus recursos entre ativos de maior ou menor liquidez durante determinado período.

### **2.5.3 Outros fatores que afetam a preferência pela liquidez dos bancos**

Existem vários fatores que influenciam na preferência pela liquidez dos bancos; entretanto, é muito difícil obter dados que podem ser mensurados para avaliar a evolução desse comportamento. Este estudo propõe a análise de elementos adicionais, examinando a sua evolução e as relações causa-efeito, com objetivo de apurar a preferência pela liquidez do público e dos bancos. Os seguintes fatores são estudados:

- Investimento estrangeiro;

- Concentração bancária.

#### *2.5.3.1 Investimentos estrangeiros*

Os investimentos estrangeiros no mercado brasileiro repercutem na preferência pela liquidez dos bancos e do público, da seguinte forma:

- Apesar do mercado financeiro brasileiro possuir instituições fortes e transparentes, os investimentos estrangeiros em carteira são voláteis, gerando incertezas no ambiente econômico;
- a redução dos investimentos estrangeiros em carteira destinado a ações de companhias brasileiras pode afetar a liquidez e os preços dessas, prejudicando os investidores brasileiros em renda variável;
- a diminuição dos recursos originados do exterior pode motivar os agentes a elevar a taxa de juros por causa da redução da oferta de capital.

Os investimentos estrangeiros são sensíveis às variações das taxas de juros. Quanto menor a taxa de juros, menor será a entrada de recursos externos. Além disso, os estrangeiros que aplicam em mercados emergentes, como o Brasil, vendem seus papéis para cobrir perdas em seus países de origem, pressionando os preços das ações para baixo.

#### *2.5.3.2 Concentração bancária*

A concentração do setor bancário influencia a estratégia de composição dos balanços dos bancos por meio da função de retenção de depósitos resultantes das próprias operações de crédito, porque uma parcela desses empréstimos irá permanecer nas instituições financeiras que os concederam, enquanto que o restante será transferido para outros bancos. Desta forma, o volume de depósitos

que cada banco consegue reter depende de seu tamanho perante as demais instituições financeiras (OREIRO, 2005).

Neste sentido, quanto maior o tamanho do banco em relação às demais instituições financeiras, maior a sua capacidade de reter depósitos a partir das operações de crédito concedidas (OREIRO, 2005). Portanto, o aumento da concentração bancária estimula os bancos a elevarem as suas reservas e a reduzirem a oferta de crédito, além de aumentar o prêmio de liquidez dos ativos defensivos.

Na composição da concentração bancária brasileira, os bancos públicos são os que fornecem o maior montante de crédito e também possuem a maior captação de depósitos. Contudo, os bancos públicos mantêm atuação menos concentrada e ocupam mercados mais arriscados do que as instituições financeiras privadas (ROMERO; JAYME JÚNIOR, 2009). Além disso, por orientação governamental, os bancos públicos tendem a adotar uma postura mais agressiva durante a crise perante a precaução das instituições privadas.

## 2.6 CRISE FINANCEIRA

Os autores Biasotto e Bessada (2004, p. 13) definem crise financeira:

Uma crise financeira é uma forte e rápida perda de riqueza e substância social, política e institucional em uma economia, manifestada pelo colapso dos preços dos ativos, recessão e desemprego, gerando ameaça à estabilidade da moeda e do sistema bancário.

A crise surge como resultado de um grau excessivo de especulação sobre determinados ativos, que provoca aumentos contínuos de seus valores devido ao otimismo em relação aos retornos e à baixa percepção dos riscos destes investimentos.

Estes sentimentos mudam conforme a percepção dos agentes em relação ao ambiente econômico. Em períodos prósperos, a percepção de risco torna-se frágil, os consumidores compram mais, as empresas investem mais e os bancos emprestam mais. Isto gera euforias e podem causar bolhas nos preços dos ativos.

Segundo Kindleberger (2009, p. 133), “as bolhas nos preços dos ativos – pelo menos as maiores – estão quase sempre associadas com euforia econômica”. Este mesmo autor relata o comportamento dos investidores na fase de expansão:

Durante a fase de expansão, os investidores ficavam mais otimistas sobre o futuro e revisavam para cima suas estimativas de lucratividade de uma vasta gama de investimentos, tornando-se mais ávidos para tomar empréstimo. Ao mesmo tempo, do ponto de vista dos credores, tanto suas avaliações de risco de investimentos individuais quanto suas aversões ao risco diminuem e eles ficam mais propensos a fazer empréstimos, inclusive para alguns investimentos que anteriormente lhes pareciam muito arriscados. (KINGLEBERGER, 2009, p. 28).

Contudo, a falta de confiança quanto ao desempenho econômico causa retração de crédito, queda nos investimentos e diminuição de consumo devido ao aumento da preferência pela liquidez e da aversão ao risco dos agentes. Esta situação faz com que as vendas dos ativos de menor liquidez e maior risco cresçam e criem uma pressão baixista sobre os seus preços. Desta forma, a bolha especulativa explode.

Como as economias capitalistas alternam períodos de crescimento econômico e de desaceleração, os sentimentos dos agentes também se modificam e criam um ambiente passível de crises, pois as euforias podem perder a força e interromper o ciclo expansionista. Por estes motivos, muitos autores consideram as crises inevitáveis.

### **2.6.1 Crise do Subprime**

A política monetária expansionista adotada pelos EUA no início desta década impulsionou o crescimento econômico naquele país, que se encontrava estagnado em função do atentado de 11 de setembro de 2001. Neste período, a redução das taxas de juros americana causou um aumento do volume de crédito concedido e, conseqüentemente, do consumo.

O autor Gremaud (2002) explica que a taxa de juros reflete o preço do consumo atual em termos de consumo futuro, ou seja, quanto menor for a taxa de juros, mais os indivíduos irão gastar, o que aumenta o consumo presente.

Nesta linha, a redução da taxa de juros americana estimulou o consumo e os investimentos na cadeia produtiva, além de interferir diretamente no desempenho da economia e das empresas participantes, com reflexo no preço das ações negociadas na bolsa. Porém, estas taxas também geraram desequilíbrios, pois incentivaram o aumento da demanda por bens duráveis, principalmente imóveis, provocando uma pressão altista sobre seus preços. Este aumento de preço dos imóveis estimulou novos financiamentos provenientes da renegociação dos contratos, pois as garantias estavam valorizadas e permitiam os proprietários a retirar mais crédito.

O crescimento destas operações criava liquidez e melhorava a rentabilidade dos imóveis e de outros ativos. Entretanto, este otimismo reduzia a percepção de risco e incentivava a concessão de créditos para aquisição de residências às pessoas com algum histórico de inadimplência e/ou que ofereciam menor garantia de pagamento. Esta modalidade de crédito é denominada de *subprime*. O aumento destes créditos nos últimos anos motivou o *boom* no setor imobiliário norte-americano.

O autor Visco (2009, p. 190) cita que “a manutenção de taxas de juros fixas enquanto os preços das ações ou dos imóveis aumentam pode incentivar uma bolha especulativa, cujos custos de sua explosão podem ser graves para a economia em geral”.

Entretanto, muitos economistas<sup>5</sup> acreditavam que a economia mundial estava vivenciando um período denominado de "Grande Moderação" devido ao grande crescimento e a maior estabilidade econômica. Como consequência, surgiam perspectivas otimistas e confiança quanto à permanência do desenvolvimento econômico. Mas, segundo Greenspan (2008), a “Grande Moderação” deu-se concomitantemente a uma “Grande Imoderação” no tratamento do risco.

As empresas possuem a tendência de optar por maior endividamento em períodos de prosperidade e ficam vulneráveis nas crises financeiras. Essa disposição dos agentes em assumir maiores riscos num período de crescimento econômico mundial e de grande liquidez causou uma tendência altista no mercado acionário norte-americano.

---

<sup>5</sup> Os economistas Ben Bernanke (2007) e Alan Greenspan (2008) utilizavam e defendiam esta expressão.

Esta disposição também aumentou a utilização de derivativos pelos agentes financeiros, que foram motivados a securitizar os créditos *subprime*, atraídos pela rentabilidade desses ativos, para após transferi-los aos fundos de investimentos globais, que estavam em busca de maiores retornos. Assim, as instituições financeiras exerciam a função de intermediárias, pois diminuía o risco de suas carteiras e captavam recursos para concessão de novos empréstimos. Este movimento tornou o mercado de hipotecas mais arriscado, pois ele cresceu mais do que normalmente cresceria.

As instituições aglutinavam recebíveis de financiamentos imobiliários, especialmente do mercado *subprime* – que rendiam juros elevados, classificando seu risco com o auxílio de agências de *rating*. Com isso, os financiamentos hipotecários norte-americanos passaram a ser líquidos e, assim, foram distribuídos pelo sistema financeiro mundial. A securitização permitiu que o risco fosse transferido dos bancos que originavam os financiamentos para títulos lastreados em ativos, que eram absorvidos por fundos de *hedge* no EUA e no exterior, e para os *commercial papers* lastreados em ativos de bancos comerciais e de investimentos. (PORTUGAL; BARCELLOS NETO; BARBOSA, 2009, p.32).

Ao comprar os títulos securitizados, um fundo de investimento poderia vendê-los a um terceiro gestor, e este também tinha a possibilidade de negociá-los com outros interessados. Estas operações em cadeia aumentavam os lucros das instituições financeiras; porém, o mercado de crédito aquecido e os investidores ambiciosos por rentabilidade ocultavam um grande perigo: muitos desses instrumentos escondiam a dimensão da própria alavancagem que geravam, a diversidade de agentes e a abrangência de mercados regulados e não regulados que os manuseavam, pois eram pouco transparentes. Consequentemente, o risco foi subestimado, gerando perdas inevitáveis e de grandes proporções.

Segundo Gorton (2008), os derivativos possibilitavam a dispersão do risco entre muitos participantes do mercado, mas resultavam na perda de transparência em relação ao último destino dos riscos. Isto fez com que os gestores dos fundos de investimento confiassem nas excelentes classificações de *rating* dos títulos securitizados. Porém, os riscos não foram mensurados adequadamente, pois as agências utilizaram modelos matemáticos que empregaram dados históricos e não previsões relativas aos cenários futuros, como a probabilidade de inadimplência causada pela elevação da taxa de juros americana que viria a seguir.

Este também é o pensamento de Portugal, Barcellos Neto e Barbosa (2009, p.32) quando mencionam que “a classificação de risco extremamente baixo levava em conta os níveis vis de inadimplência da época [...] não vislumbraram o que estava por vir: o aumento dos juros e, como consequência, da inadimplência”.

Assim, a partir de julho de 2004, o Federal Reserve (FED, o Banco Central americano) inicia um período de aumento da taxa de juros, com objetivo de conter a inflação. A diminuição da demanda por crédito face à elevação das taxas de juros provoca uma grande queda na procura por imóveis, refletindo em seus preços.

No ano de 2007, iniciou o período obrigatório de ajuste ou refinanciamento dos créditos *subprime*, causando a elevação dos pagamentos a serem efetuados. Porém, o valor das garantias (imóveis) fornecidas no momento da concessão de crédito estava depreciado e muitas delas não eram suficientes para assegurar o cumprimento das obrigações. Alguns mutuários não honraram estes pagamentos e entregaram seus imóveis aos credores, contribuindo para o aumento da oferta e queda dos preços das residências.

Com essa queda dos preços, a realização do refinanciamento com devolução de capital referente à valorização dos imóveis não foi mais possível e o consumo das famílias reduziu drasticamente, provocando ociosidade produtiva e problemas de caixa nas indústrias, principalmente de bens duráveis. Consequentemente, outros setores da economia também foram afetados pelos problemas do mercado imobiliário e muitas empresas entram com pedido de falência devido aos problemas de liquidez e à falta de crédito.

É importante lembrar que os efeitos da inadimplência do crédito imobiliário foram diluídos no mercado com a securitização. Esta diluição dificultou a mensuração dos pagamentos atrasados, uma vez que a contabilização destes ativos era realizada de forma subjetiva e refletia preços fictícios que não evidenciavam os prejuízos. Em consequência disto, em agosto de 2007, o banco francês BNP Paribas bloqueou os saques de três fundos de investimentos que tinham recursos aplicados em crédito *subprime* dos EUA devido à impossibilidade de avaliar e contabilizar com precisão as perdas.

Por causa do aumento significativo da incerteza no mercado, da falta de transparência e da dificuldade de mensurar os riscos destas operações, o Governo dos EUA obrigou a utilização da marcação a mercado para a avaliação e contabilização de todos os títulos lastreados em hipotecas a partir de novembro de

2007. Este fato demonstrou que a inadimplência do *subprime* era superior às expectativas, evidenciando uma falta de liquidez generalizada. Após, muitas companhias, instituições financeiras e fundos de investimentos relataram problemas de caixa, provocando uma crise de liquidez de proporções históricas e, conseqüente, retração do crédito.

A realização de chamadas de margens pelas *Clearings*<sup>6</sup> e a aversão ao risco fez com que investidores vendessem suas posições em mercados arriscados, provocando queda nas Bolsas de Valores. Os agentes econômicos passam a assumir um comportamento defensivo e adotam um perfil superconservador no direcionamento de seus recursos, como, por exemplo, compra de títulos do Tesouro.

O pânico instaura-se e a circulação de recursos monetários diminui, pois o conservadorismo e a preferência pela liquidez restringiram o crédito e a economia entrou em recessão.

Outros países sentem os reflexos da instabilidade americana e o pessimismo influencia os mercados globais. Assim, a crise de liquidez consolidou-se em uma total falta de confiança no desempenho econômico mundial. Este contágio e seus efeitos são apresentados por Hermann (2009), quando menciona que a crise foi detonada pelo movimento “corretivo” em razão da fuga de capital dos investidores estrangeiros, forçando os países emergentes a ajustarem suas políticas macroeconômicas para reduzir o crescimento, acumular reservas internacionais, manter equilíbrio fiscal e baixa inflação.

Nesta fase são realizados os primeiros movimentos no sentido de auxílio à liquidez para as instituições financeiras por parte dos respectivos Bancos Centrais, algo que não ocorria desde a recessão norte-americana de 2001. A ajuda dos governos e a capitalização privada nas instituições financeiras em dificuldade foram fatores cruciais que tornaram o início da crise um período mais ameno. (PORTUGAL; BARCELLOS NETO; BARBOSA, 2009, p. 34).

Os Bancos Centrais dos países afetados liberaram créditos e diminuíram as taxas de redesconto para fornecer liquidez ao sistema financeiro. No entanto, estas ações não foram suficientes para reduzir as incertezas. Assim, o FED reduziu a taxa de juros (de 5,25% para 2%) e o governo americano anunciou um pacote de medidas fiscais (redução de impostos), para estimular o consumo.

---

<sup>6</sup> De *clear*, em inglês, que significa compensação, é a denominação das centrais de compensação e liquidação das Bolsas que atuam como contraparte central (Glossário da CVM).



Mais tarde, em setembro de 2008, notícias da quebra do Lehmann Brothers causam a explosão da bolha imobiliária e as economias passaram a vivenciar seus piores momentos. Com isto, outros bancos estiveram sujeitos ao risco de falência, em virtude de uma crise sistêmica muito grande.

Os autores Portugal, Barcellos Neto e Barbosa (2009, p. 27) mencionam:

Resumidamente, pode-se concluir que os juros ficaram abaixo do que deveriam, insuflando a bolha especulativa no mercado imobiliário norte-americano e estimulando o consumo, contribuindo decisivamente para a ampliação do déficit externo dos EUA.

Além disto, verifica-se que a atual *Crise do Subprime* é consequência, também, de práticas financeiras com fragilidades regulatórias, falta de supervisão dos riscos sistêmicos, o baixo desempenho das agências de risco de crédito e, por fim, a falta de transparência.

### **2.6.2 Contágio da crise no Brasil**

Nos últimos anos, grande parte do aumento da capacidade produtiva de outros países foi determinada pela expansão econômica dos EUA, apesar de ter sua influência reduzida em virtude do crescimento de outras economias, como a China. Desta forma, a crise financeira internacional impactou fortemente sobre o desempenho econômico da maioria destes países dependentes. No Brasil não foi diferente. De acordo com Moraes e Hingel (2009, p.13):

A economia brasileira, da mesma forma que se beneficiou do boom do fluxo de capitais no início deste século, sentiu, a partir do último trimestre de 2008, muito dos efeitos das restrições de liquidez e da queda da demanda mundial.

Segundo Emilio Chernavsky (2009), a *Crise do Subprime* foi transmitida para o Brasil através da queda nos volumes e nos preços das exportações, além do aumento das restrições de crédito externo.

Quanto ao contágio realizado através do comércio internacional, a recessão dos países desenvolvidos originou uma forte diminuição da demanda externa, que

provocou o aumento dos estoques e ociosidade produtiva no Brasil, refletindo na taxa de desemprego e no ritmo de crescimento econômico brasileiro.

A consequente desaceleração da economia gerou incertezas que afetaram a confiança do consumidor e a retração das vendas externas e internas atingiram o fluxo de caixa das empresas brasileiras, que também foram obrigadas a enviar recursos para o socorro de suas matrizes localizadas no exterior, acarretando problemas de liquidez nas companhias brasileiras.

Em relação à restrição de crédito, a diminuição do fluxo de investimentos estrangeiros, que financiava parcela da economia brasileira, e a elevada aversão ao risco das instituições financeiras, provocaram a redução do *funding* destinado ao crédito, principalmente aquele com a finalidade de financiar o capital de giro das empresas e que é necessário para a manutenção de suas atividades.

Outro fator de contágio que merece destaque envolve o mercado de capitais brasileiro devido a sua exposição a uma economia globalizada. Durante a crise, a aversão de risco das instituições financeiras estrangeiras desviou o fluxo internacional de capital para mercados mais seguros. Assim, a força vendedora influenciou o mercado acionário brasileiro e todos os setores da economia foram afetados.

Entretanto, a preocupação com os impactos da crise financeira sobre a economia estimulou o governo brasileiro a adotar medidas governamentais anticíclicas com o objetivo de atenuar os efeitos e reativar a atividade econômica, gerando emprego e renda. As principais medidas foram:

- Redução das taxas de juros (SELIC);
- Liberação dos recursos dos depósitos compulsórios;
- Ampliação do crédito por meio dos bancos públicos;
- Assistência a liquidez de bancos menores;
- Leilões de venda de dólares no mercado à vista e com compromisso de recompra;
- Operações de swap cambial;
- Financiamento em moeda estrangeira para operações de comércio exterior;
- Criação de novas faixas de base de cálculo para Imposto do Renda;

- Redução de IOF;
- Ampliação dos prazos para pagamento de tributos;
- Redução de IPI de bens duráveis.

A intensidade dos efeitos da crise foi menor no Brasil, mas gerou a necessidade de medidas adicionais para a sustentação da dinâmica do sistema financeiro. O vigor dos fundamentos macroeconômicos brasileiros e a solidez demonstrada frente às recentes turbulências criam previsões otimistas para o Brasil em comparação com as perspectivas para os países industrializados e para as economias dos principais países emergentes. As principais razões para otimismo no Brasil são:

- Experiência brasileira obtida com outras crises do passado;
- Situação macroeconômica sob controle;
- Sistema financeiro sólido e bem regulado;
- Agentes com baixa exposição ao risco;
- Empresas capitalizadas e habituadas a crédito caro.

### **2.6.3 Relação entre bancos e crises**

Segundo Fortuna (2005, p. 28), os bancos “são intermediários financeiros que recebem recursos de quem tem e os distribuem através de crédito seletivo a quem necessita de recursos, naturalmente criando moeda através do efeito multiplicador do crédito”.

A disposição dos bancos em conceder crédito aos demandantes de recursos e, em virtude disto, criar moeda, é influenciada pelas suas projeções econômicas, pois as perspectivas de queda no nível atividade produtiva e de redução da renda da população geram uma contração no crédito por causa do risco de inadimplência.

Em períodos de crescimento econômico, os bancos têm um papel fundamental de potencializar a acumulação de capital, ao conceder crédito para fomentar as decisões de gasto e investimento dos agentes; porém, na fase de

declínio, eles contraem sua oferta de crédito e impossibilitam a rolagem da dívida, atuando como amplificadores da crise (PAULA; ALVES JÚNIOR, 2003).

Percebe-se que na fase expansionista os bancos elevam sua exposição ao risco, enquanto que nas crises aumentam sua preferência pela liquidez e aversão ao risco, independentemente dos retornos esperados dos projetos de investimento.

Os depositantes destas instituições também podem possuir comportamento similar referente à preferência por liquidez e à aversão ao risco em períodos de recessão econômica ou quando desconfiam da solidez dos bancos. Neste sentido, as instituições financeiras dependem da credibilidade junto a seus credores (depositantes) quanto à sua capacidade de fornecer liquidez aos recursos depositados (MARTINS; ALENCAR, 2009).

Como a participação de capital de terceiros como fonte de recursos destas instituições financeiras é muito alta e os problemas econômicos advindos das crises podem aumentar o nível de inadimplência, é possível que a assimetria informacional referente à iliquidez dos créditos concedidos produza uma pressão de saques e amplie a desconfiança dos credores quanto solvência do banco, independente de sua situação financeira.

Conforme Corazza (2001), a incapacidade dos bancos atenderem a retirada de depósitos dos seus clientes pode se transformar, com frequência, em problema de solvência do sistema bancário.

Concordam Portugal, Barcellos Neto e Barbosa (2009), quando mencionam que “em função das ligações financeiras que existem entre os bancos e os mercados de diferentes ativos, a crise inicialmente localizada alimenta a incerteza quanto ao sistema financeiro como um todo”. Desta forma, a liquidez e a credibilidade do sistema financeiro são importantes para mantê-lo sólido.

Em relação à atual crise financeira, os bancos tiveram que mudar sua estratégia comercial quando as captações externas ficaram escassas, passando a priorizar as captações de depósitos a prazo, elevando as taxas oferecidas no mercado, para motivar os aplicadores a depositarem recursos. Entretanto, as empresas locais, que também captavam no exterior, voltaram ao sistema financeiro nacional, disputando os recursos disponíveis. Desta forma, para que o mercado financeiro não desestabilizasse, o Banco Central efetuou uma série de medidas para prover liquidez e manter o controle (HINGEL, 2009).

### 3 ANÁLISE DOS RESULTADOS

#### 3.1 DESEMPENHO DOS *BENCHMARKS* DE RENDA FIXA E VARIÁVEL

A Taxa DI é o principal *benchmark* do mercado de renda fixa, pois tem influência direta na economia e nos preços dos ativos. A partir de março de 2008, a Taxa DI iniciou a trajetória de aumento devido às previsões de inflação acima da meta. Desta forma, após três anos de queda, a Taxa SELIC Meta voltou a subir e passou de 11,25% para 11,75% ao ano em abril de 2008.

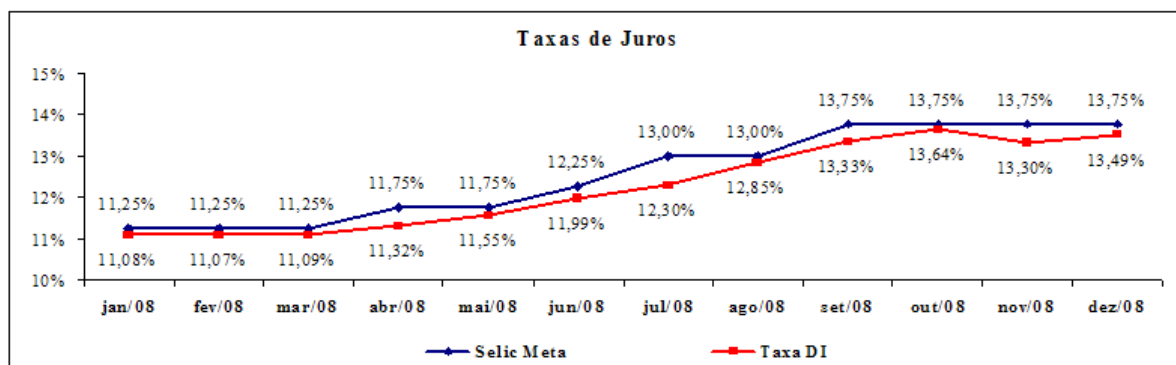


Gráfico 1 - Evolução da taxa de juros  
Fonte: Banco Central do Brasil.

O crescimento de participação de ativos de renda fixa nas carteiras foi incentivado pelo aumento da taxa de juros em 2008. Entretanto, o crédito ficou mais caro em virtude do custo de captação elevado.

Quanto ao *benchmark* de renda variável, o Ibovespa atingiu 22.236 pontos; enquanto que no final de 2007 registrou 63.886 pontos, apresentando um crescimento de 187,3% nesse período. Entretanto, de 2007 a 2008, esse índice reduziu 41,2%. Desta forma, o avanço do índice durante o período de 2003 a 2008 foi de apenas 68,9%.

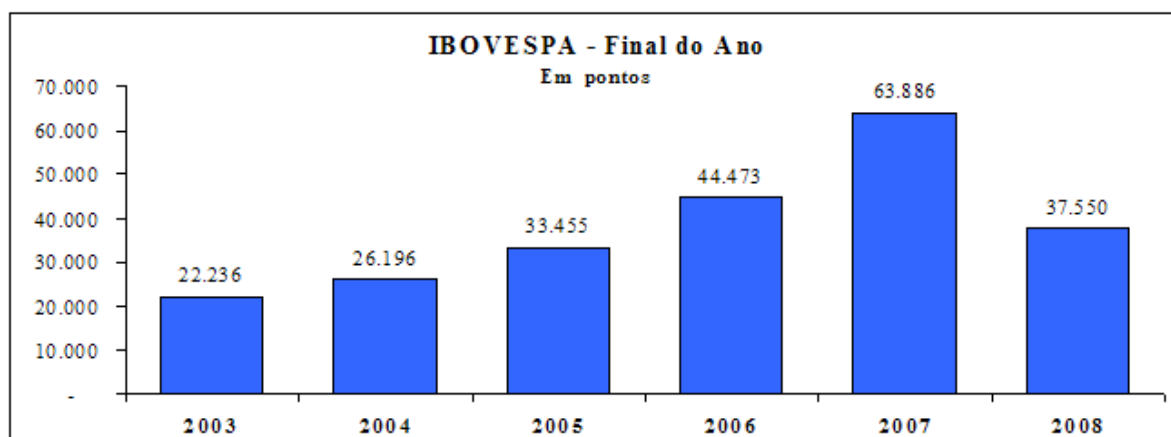


Gráfico 2 - Ibovespa - final do ano - em pontos  
Fonte: BM&FBOVESPA.

Após cinco anos de alta no mercado acionário, o ano de 2008 foi marcado pela volatilidade e pelo pânico, pois muitos investidores não suportaram assistir a queda das ações e venderam suas posições durante a crise global devido à falta de confiança no futuro. Após o Ibovespa atingir seu recorde histórico de 73.516 pontos em 20 maio de 2008, motivado pela elevação do Brasil à condição de grau de investimento, esse índice teve uma grande queda nos meses seguintes devido à instabilidade internacional.

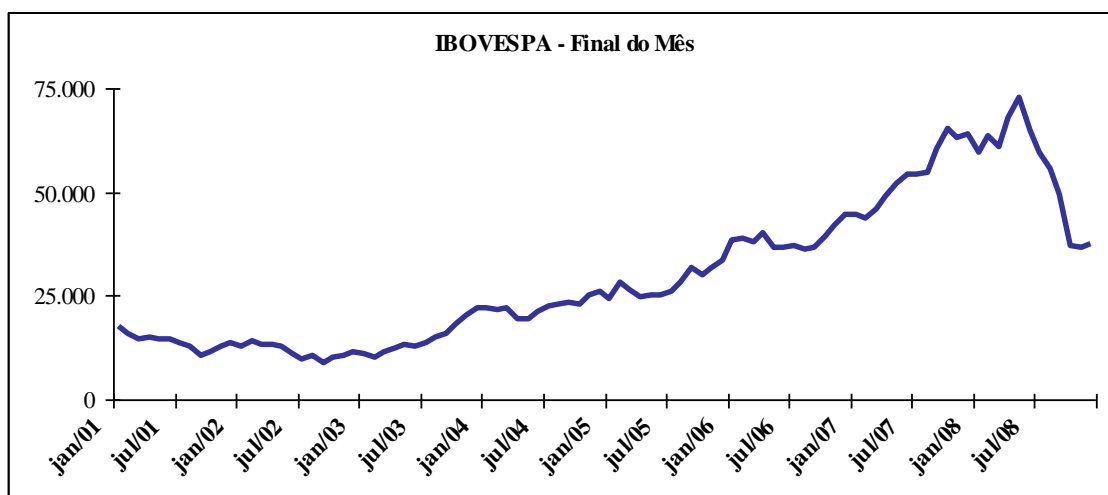


Gráfico 3 - Ibovespa - final do mês - em pontos  
Fonte: BM&FBOVESPA.

O desempenho do Ibovespa foi superior à Taxa DI durante o período de 2003 a 2007, mas, ao estender essa comparação até o ano de 2008, o *benchmark* de

renda fixa progrediu mais do que o índice de renda variável, pois cresceu 99,8%; enquanto que o Ibovespa aumentou 68,9% de 2003 a 2008.

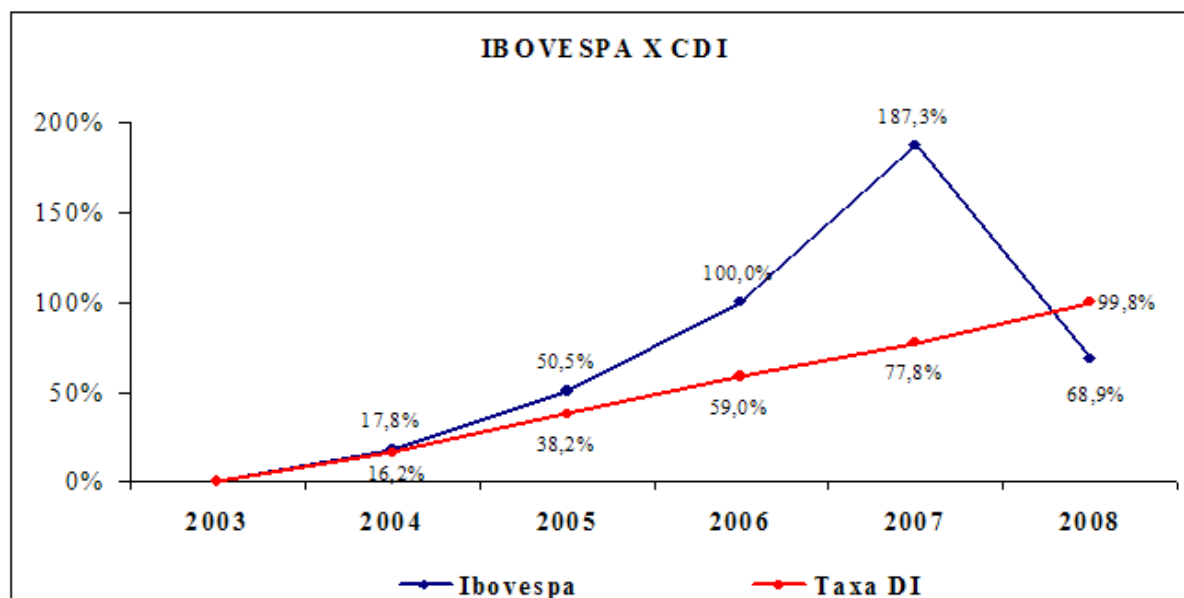


Gráfico 4 - Ibovespa X Taxa DI - final do mês  
Fonte: Banco Central do Brasil e BM&FBOVESPA.

Para obter uma rentabilidade acima da Taxa DI, os investidores devem assumir riscos de crédito ou de mercado. Desse modo, a estabilidade econômica brasileira e a redução de taxa de juros adotada até 2007 provocaram a queda da remuneração dos títulos de renda fixa e a mudança do perfil dos investidores, pois eles destinaram seus recursos para aplicações financeiras com maior rentabilidade e, conseqüentemente, maiores riscos. Isso contribuiu para que o mercado acionário chegasse a uma lucratividade média acima da taxa básica de 2003 a 2007, como mencionado anteriormente.

Contudo, os investidores tendem a adotar uma postura conservadora quando o mercado de renda variável está em queda, pois nesta situação eles reavaliam suas carteiras e optam por uma proporção maior de ativos com menor risco. Assim, diante do desempenho ruim do Ibovespa em 2008, os investidores redirecionaram seus recursos para as aplicações financeiras menos arriscadas. Os depósitos a prazo e a poupança são exemplos de produtos financeiros de renda fixa com essa característica.

### 3.2 DEPÓSITOS TOTAIS

Quando o investidor direciona seus recursos para aplicações financeiras, ele deve avaliar principalmente o risco, a rentabilidade e a liquidez dos investimentos. Nessa linha, as instituições financeiras oferecem um conjunto de produtos nos quais os clientes podem aplicar seu capital de acordo com as suas expectativas. Dentro dessa relação de produtos financeiros, estão os depósitos à vista, os depósitos a prazo e a poupança, que compõem os depósitos totais objeto deste estudo. Desta forma, o depósito total é a soma dos saldos dos depósitos à vista, dos depósitos a prazo e da poupança.

Diante das incertezas no ambiente macroeconômico, a poupança e os depósitos a prazo surgiram como opção de investimentos para os aplicadores de recursos que desejassem se protegerem da volatilidade do mercado de renda variável. Além disso, a garantia fornecida pelo Fundo Garantidor de Crédito<sup>7</sup> a esses tipos de aplicações financeiras é atrativa ao investidor com aversão a riscos.

Em 2003, poupança era a forma de captação de recursos dos bancos que possuía a maior participação nos depósitos totais. Entretanto, o forte crescimento dos depósitos a prazo nos últimos cinco anos transformou esta aplicação financeira na principal fonte de recursos dos bancos. Esta mudança foi causada pela elevação da rentabilidade dos depósitos a prazo em virtude da necessidade das instituições financeiras em atrair recursos para compensar a redução da liquidez no mercado internacional, principalmente em 2008.

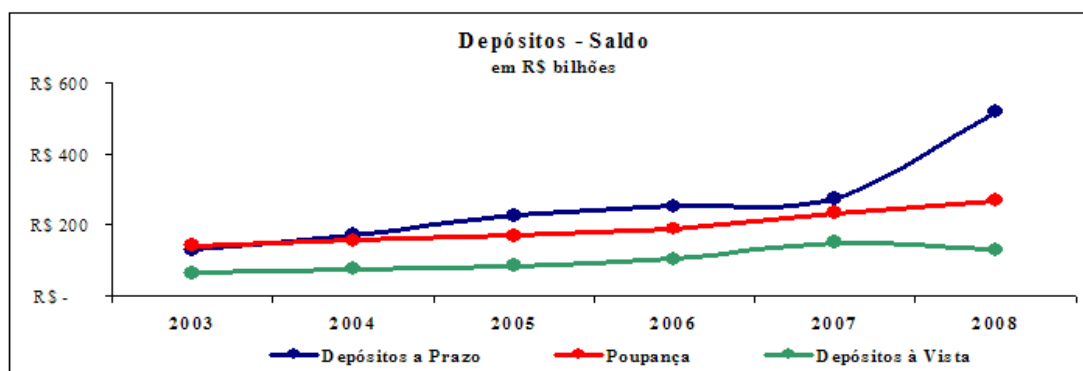


Gráfico 5 - Depósitos - saldo  
Fonte: Banco Central do Brasil.

<sup>7</sup> Ver Anexo B - Fundo Garantidor de Créditos.



### 3.3 DEPÓSITOS À VISTA

O volume de depósitos à vista possui uma correlação positiva com o nível atividade econômica e com a renda da população. O maior crescimento anual dos depósitos à vista ocorreu em 2007, quando o saldo alcançou R\$ 149,18 bilhões, representando um aumento de 41,51% em relação ao ano anterior.

Em 2008, o saldo dos depósitos à vista reduziu 12,14% em relação ao ano anterior. Entretanto, houve um acréscimo de 96,84% no volume líquido depositado nesse tipo de captação no período de 2003 a 2008.

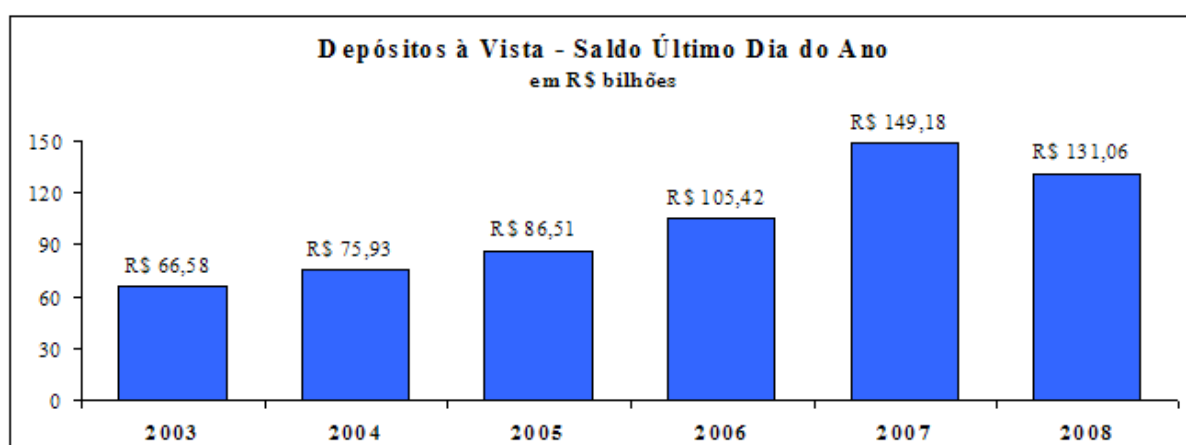


Gráfico 6 - Depósitos à vista - saldo último dia do ano  
Fonte: Banco Central do Brasil.

A captação de depósitos à vista é sazonal, pois ela é menor no período de fevereiro a julho, e maior nos meses de agosto a janeiro. Desta forma, realiza-se a apuração da média de 12 meses dos saldos de depósitos à vista para mensurar os valores dessazonalizados<sup>8</sup>. Como resultado, verifica-se que o saldo médio dos últimos 12 meses cresceu no ano de 2008 em relação a ano anterior.

<sup>8</sup> Para retirar o efeito da sazonalidade dos saldos foi realizada a média dos últimos 12 meses destes dados. Por exemplo, os saldo de depósitos à vista de março de 2008 é igual a média dos saldos de abril de 2007 a março de 2008. Este mesmo procedimento é utilizado para outras variáveis analisadas neste estudo.

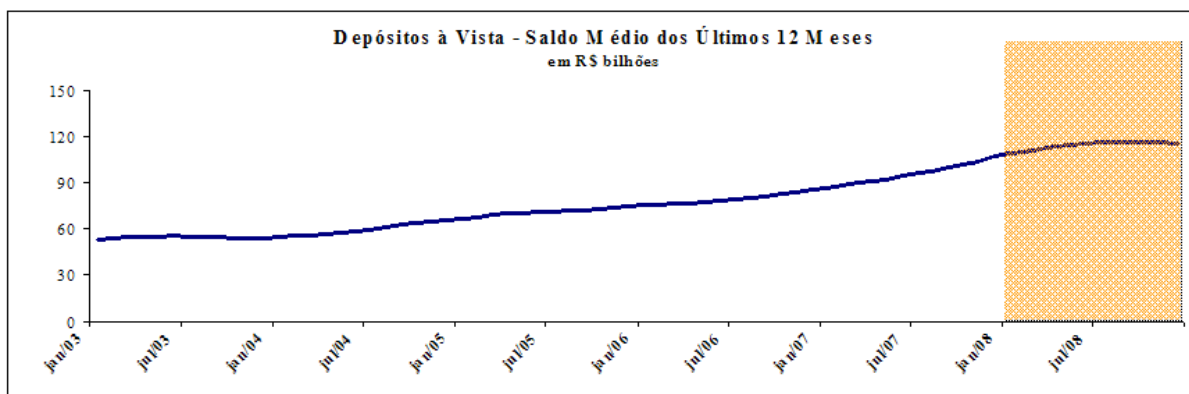


Gráfico 7 - Depósitos à vista - saldo médio dos últimos 12 meses  
Fonte: Banco Central do Brasil.

Apesar do fim da incidência da CPMF sobre as movimentações financeiras em conta corrente, o saldo médio anual dos depósitos à vista não obteve um crescimento expressivo em 2008, pois aumentou apenas 7,36% perante o crescimento de 25,62% em 2007.

O aumento do volume das operações de crédito, demonstrado na seção 3.6 – Operações de Crédito – pode ter contribuído para o crescimento dos depósitos à vista, pois no momento em que a instituição financeira concede um empréstimo, ela credita o valor na conta corrente do cliente, sendo que esses recursos serão sacados ou transferidos após algum tempo, de acordo com os gastos do tomador do crédito.

### 3.4 POUPANÇA

A poupança é o investimento mais popular no Brasil, tanto que alguns investidores utilizam sua rentabilidade como *benchmark*, e a sua grande vantagem sobre as outras formas de aplicação financeira é que a sua remuneração é isenta de Imposto de Renda. Entretanto, na maioria das vezes, esse rendimento é menor do que o retorno obtido através de outras modalidades de captações realizadas pelos bancos.

Os bancos oferecem muitas facilidades aos investidores que aplicam seus recursos em poupança, tais como:

- Fornecimento de cartão magnético para realizar saques e pagamentos de bens e serviços em lojas conveniadas com as instituições financeiras, debitando automaticamente os saldos de poupança;
- transferência automática dos recursos de depósitos a vista para poupança, e vice-versa.

Estas facilidades tornam a liquidez da poupança e do depósito à vista semelhante. Entretanto, a poupança é remunerada a cada aniversário por meio de uma taxa prefixada de 6,17% a.a., mais a correção monetária realizada através da TR. Desta forma, quanto menor a taxa básica de juros, mais atrativa serão os investimentos em poupança, pois uma parcela de seus rendimentos é prefixada.

Essa característica foi responsável pela variação da captação líquida anual da poupança nos últimos anos. Quando as taxas de juros estavam altas, a captação líquida anual da poupança foi negativa, como em 2003 e 2005, quando a Taxa DI foi de 23,25% e 19,00% ao ano, respectivamente. Entretanto, nos anos de 2004 e 2006, a captação líquida anual foi positiva, pois as taxas de juros eram menores – 16,17% e 15,03% ao ano, respectivamente.

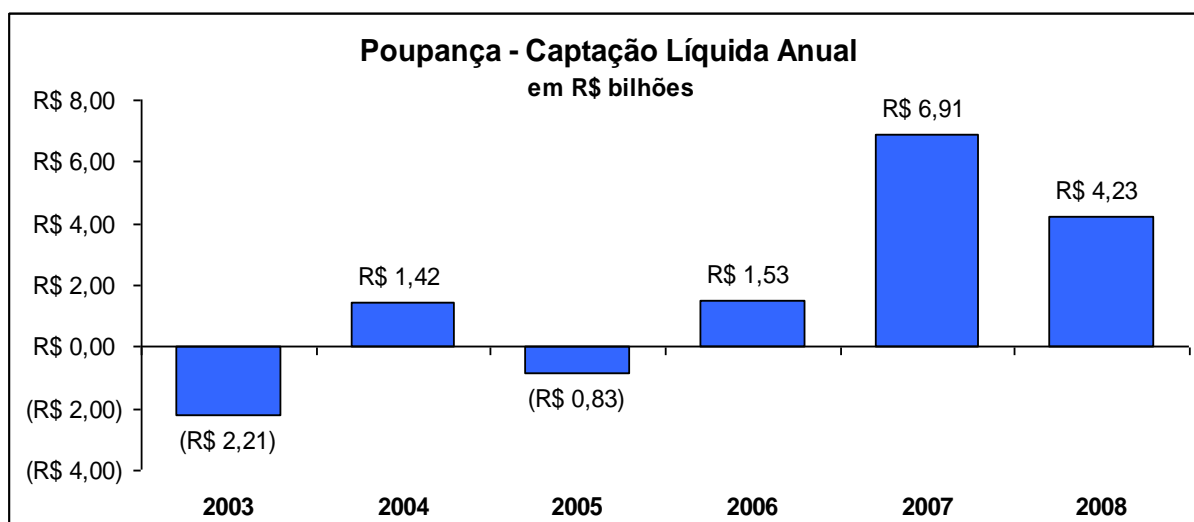


Gráfico 8 - Poupança - captação líquida anual  
Fonte: Banco Central do Brasil.

Em 2007, a Taxa DI alcançou seu menor patamar histórico até aquele momento, quando atingiu 11,82% ao ano. A queda de juros minimizou desvantagem da poupança em relação aos outros investimentos: o baixo rendimento. Desta forma,

a percepção de rentabilidade dos recursos investidos em poupança aumentou. Em consequência disso, o seu saldo atingiu R\$ 235,26 bilhões em 2007 por causa do crescimento de 350,75% na captação líquida em relação ao ano anterior.

Entretanto, os depósitos em poupança poderiam ter sido maiores, caso o Conselho Monetário Nacional (CMN) não elevasse o redutor da Taxa Básica Financeira (TBF) em 06/03/2007.

O objetivo desta norma era de manter o financiamento da dívida pública, já que os recursos dos fundos de investimento, que possuem títulos públicos federais em suas carteiras, estavam migrando para a poupança. Consequentemente, essa medida diminuiu a rentabilidade da poupança e sua atratividade tornou-se menor, pois este redutor é utilizado para obter a Taxa Referencial (TR).

Porém, no início de 2008, houve o risco da TR ser negativa nos períodos com menor número de dias úteis devido à permanência da taxa de juros baixa. Assim, em 01/02/2008, a intervenção do Conselho Monetário Nacional (CMN) na fórmula da TR garantiu que essa taxa fosse, no mínimo, zero. Portanto, a poupança ficou com remuneração mínima garantida de 6,17% ao ano, sem a incidência de tributos.

Desta forma, a captação líquida anual da poupança reduziu 38,83% em 2008, mas permaneceu positiva em R\$ 4,23 bilhões, contribuindo para que o saldo atingisse R\$ 270,44 bilhões em 2008, ou seja, um aumento de 14,95% em relação ao ano anterior.

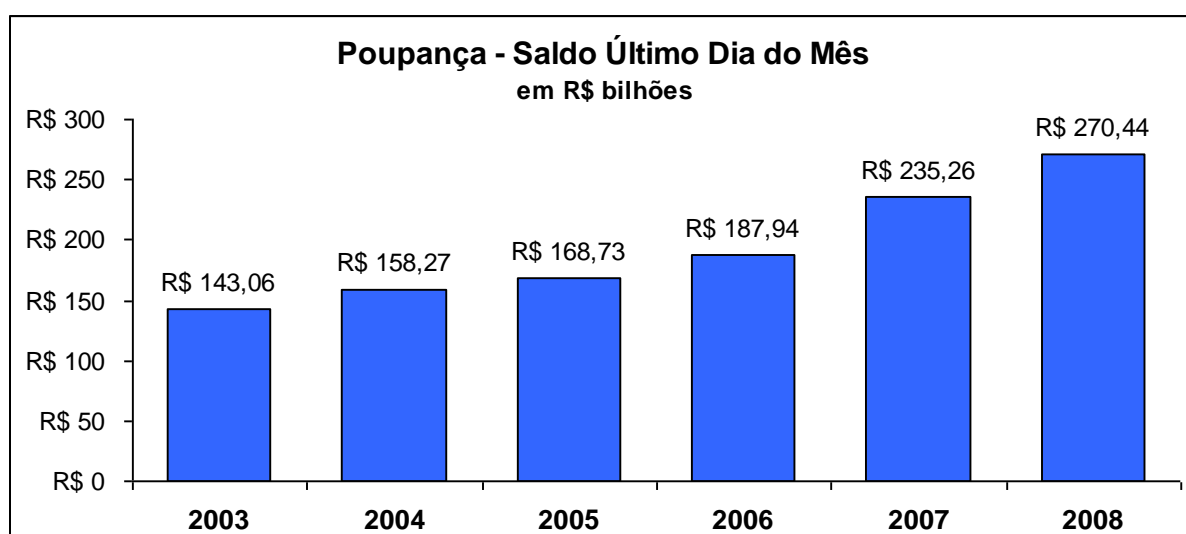


Gráfico 9 - Poupança - saldo último dia do mês  
Fonte: Banco Central do Brasil.

No início de 2008, houve o risco da TR ser negativa nos períodos com menor número de dias úteis devido à permanência da taxa de juros baixa, mas a intervenção do Conselho Monetário Nacional (CMN) na fórmula da TR em 01/02/2008 garantiu que essa taxa fosse, no mínimo, zero. Portanto, a poupança ficou com remuneração garantida mínima de 6,17% ao ano, sem a incidência de tributos.

Contudo, a Taxa DI subiu para 12,38% a.a. em 2008 e reduziu a atratividade da poupança. A partir deste momento, muitos investidores preferiram alocar seus recursos em outros tipos de aplicações financeiras, com maior retorno e risco semelhante, como os depósitos a prazo. Porém, o saldo da poupança atingiu R\$ 270,44 bilhões em 2008, representando um aumento de 14,95% em relação ao ano anterior.

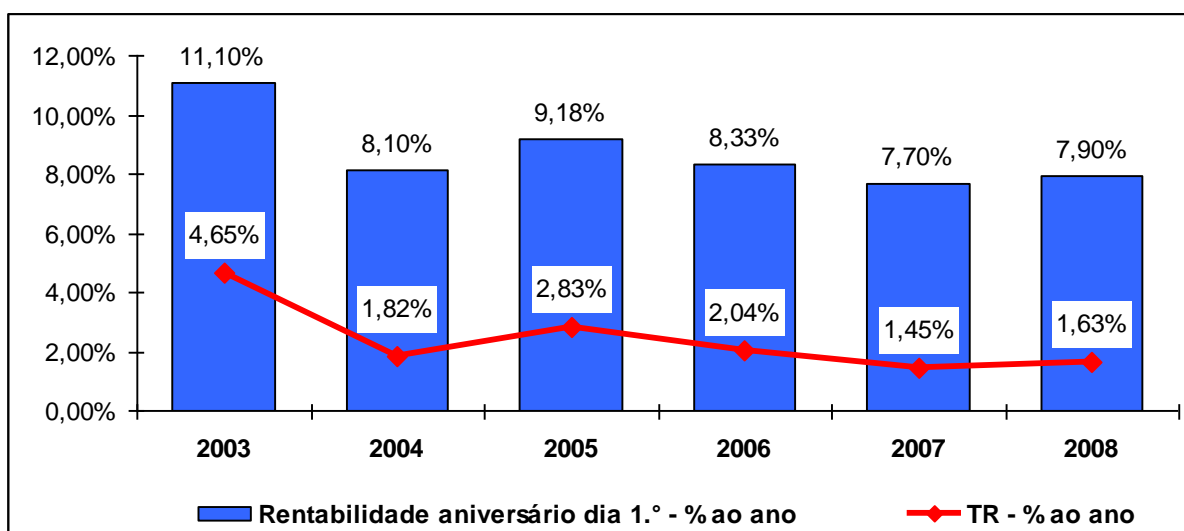


Gráfico 10 - Poupança - rentabilidade  
Fonte: Banco Central do Brasil.

O saldo da poupança cresceu 89,04% entre o ano de 2003 e 2008. A redução da taxa de juros e as facilidades oferecidas para os investidores desse tipo de aplicação financeira contribuíram para esse desempenho

### 3.5 DEPÓSITOS A PRAZO

Os depósitos a prazo são aplicações financeiras que possuem o maior saldo no mercado de renda fixa. Em 2008, esse tipo de investimentos cresceu 89,78% em relação ao ano anterior, alcançando R\$ 518,45 bilhões em dezembro de 2008, enquanto que no período de 2003 a 2008 o saldo de depósitos a prazo obteve um incremento de 301,96%.

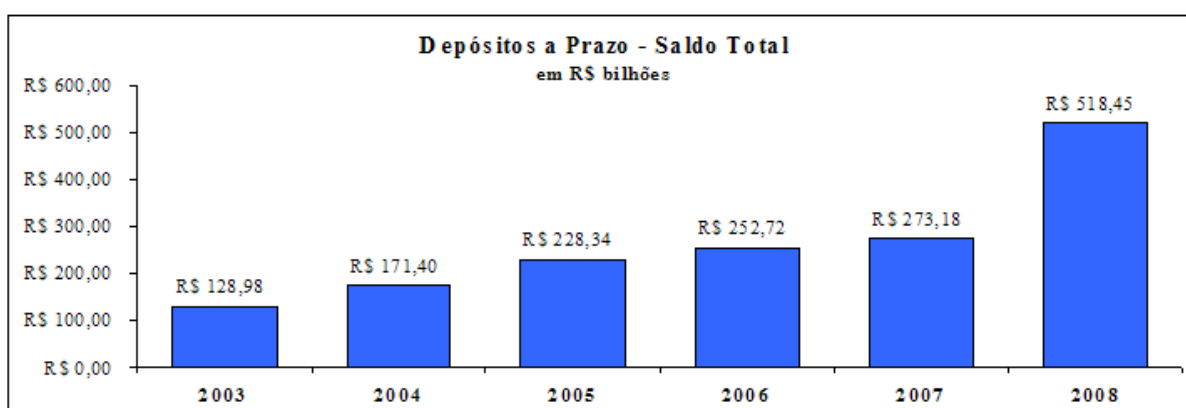


Gráfico 11 - Depósito a prazo - saldo total  
Fonte: Banco Central do Brasil.

O forte crescimento dos depósitos a prazo pode ter sido provocado pela suspensão dos projetos de investimentos das empresas em razão da crise e pela diminuição do consumo em virtude da expectativa negativa que as pessoas possuíam sobre o futuro, pois os recursos que seriam aplicados na satisfação dessas necessidades possivelmente foram direcionados para essas aplicações financeiras.

Em 2008, os bancos ofereceram condições vantajosas aos investidores que aplicassem em depósitos a prazo, pois necessitavam de recursos para atender a forte demanda interna por crédito e suprir a deficiência causada pela neutralização das fontes de capital externo. O apetite das instituições financeiras em captar refletiu-se em taxas mais altas, mas estabeleceu condições para o resgate antecipado, com objetivo de manter os recursos no banco por mais tempo.

As instituições financeiras podem fornecer ao investidor a liberdade de obter os recursos investidos, com remuneração, a qualquer momento; ou estipular

condições para que o resgate somente ocorra após determinado prazo ou no vencimento.

Os depósitos a prazo com condição de resgate antecipado possuem requisitos previstos e registrados para a liquidação dos recursos aplicados, enquanto que aqueles sem condição de resgate antecipado não possuem elementos pré-estabelecidos ou não houve preenchimento desta informação nos registros.

A proporção de depósitos a prazo que possuem condições de resgate antecipado cresceu de 65% para 72% entre 2006 e 2008. Entretanto, isto não significa que os depósitos a prazo não possam ser liquidados antecipadamente, mas têm a possibilidade de receber uma remuneração menor, caso os recursos financeiros não permaneçam depositados até o vencimento.

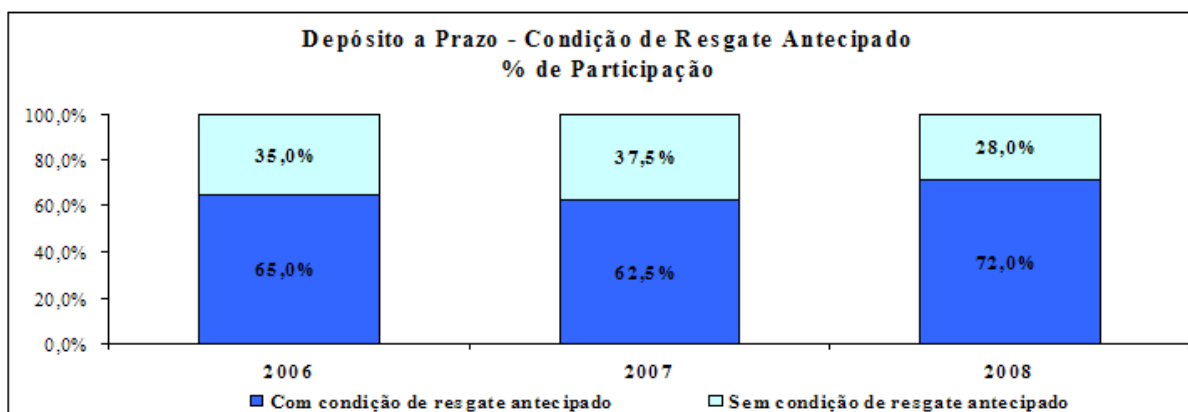


Gráfico 12 - Depósito a prazo - condição de resgate antecipado  
Fonte: Banco Central do Brasil.

Existem instituições financeiras que oferecem a possibilidade de resgate antecipado dos depósitos a prazo através do Internet Banking<sup>9</sup>, provendo maior mobilidade aos valores aplicados. Entretanto, quanto antes os recursos dos depósitos a prazo forem disponibilizados aos investidores, maiores são os tributos incidente sobre a rentabilidade líquida dessas aplicações financeiras, como Imposto de Renda e o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF).

Os depósitos a prazo contratados com vencimento de até um ano reduziram sua participação de 40,5% para 27,9% de seu saldo total no período de 2006 a

<sup>9</sup> Internet Banking é uma “página” disponibilizada por instituição financeira na Rede Mundial de Computadores (World Wide Web) na qual seus clientes podem realizar consultas e empréstimos, além de movimentar valores. Estas páginas também são denominadas pelo mercado com *Home Banking* ou *Office Banking*.

2008. Assim, a proporção dos depósitos a prazo contratados com vencimento superior a um ano aumentou, passando de 59,5% para 72,1% do saldo total, durante o mesmo período.

**Tabela 1 - Depósito a prazo - condição de resgate antecipado**

Prazo em dias corridos	Participação acumulada no saldo total (em %)		
	2006	2007	2008
30	6,5	6,6	3,9
90	16,3	15,6	8,1
180	27,0	24,9	13,0
365	40,5	38,5	27,9
730	65,6	57,4	50,4
1.095	81,4	74,5	71,6
1.460	86,9	81,2	79,0
1.825	96,1	96,0	94,8
3.650	99,5	99,8	99,8
10.950	100,0	100,0	100,0

Fonte: Banco Central do Brasil.

A ampliação dos prazos deve-se, principalmente, às taxas de rentabilidade maiores para vencimentos mais longos e à regra da tabela regressiva de imposto de renda. Quanto mais longo o prazo de vencimento da aplicação, melhor para os bancos; porém, maior o risco para os investidores. Desta forma, as instituições financeiras pagam taxas maiores para compensar o risco inerente ao aumento do prazo da operação, ou seja, diminuição da liquidez.

O maior volume de depósitos a prazo é daqueles que possuem a remuneração vinculada a um percentual da Taxa DI. A proporção desse tipo de depósito a prazo ampliou durante o período de 2003 a 2008, passando de 70,9% para 91,2%.



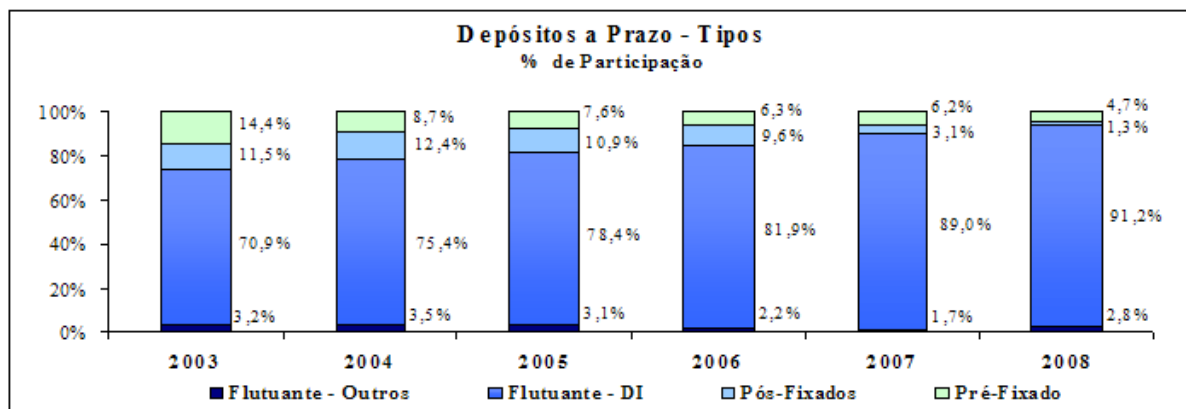


Gráfico 13 - Depósito a prazo - tipos  
Fonte: Banco Central do Brasil.

A participação dos depósitos a prazo flutuantes com remuneração vinculada a índice de preços e dos depósitos a prazo pós-fixados, que são remunerados pela Taxa Referencial (TR) ou pela Taxa Básica Financeira (TBF), reduziu nos últimos anos. Em virtude da baixa proporção desses tipos de investimentos em relação ao total, eles não serão analisados individualmente por este trabalho.

Contudo, é importante interpretar o desempenho dos depósitos a prazo pré-fixados, apesar da sua baixa participação em relação ao total; porém, não menor que os pós-fixados e flutuantes que utilizam os índices de inflação.

### 3.5.1 Depósito a prazo com remuneração flutuante - DI

O depósito a prazo com rentabilidade vinculada à Taxa DI é a forma de captação realizada pelos bancos que possui o menor risco de mercado, sendo recomendado aos investidores quando há clima incertezas ou expectativa de aumento da taxa de juros. Em virtude disso, o saldo dos depósitos a prazo flutuantes DI cresceu 94,45% em 2008, quando alcançou R\$ 472,96 bilhões.

A captação líquida anual de 2008 foi de R\$ 221,24 bilhões, enquanto que a média anual dos cinco anos anteriores foi de R\$ 30,35 bilhões. Esses resultados demonstram o interesse dos investidores por aplicações financeiras menos arriscadas em 2008.

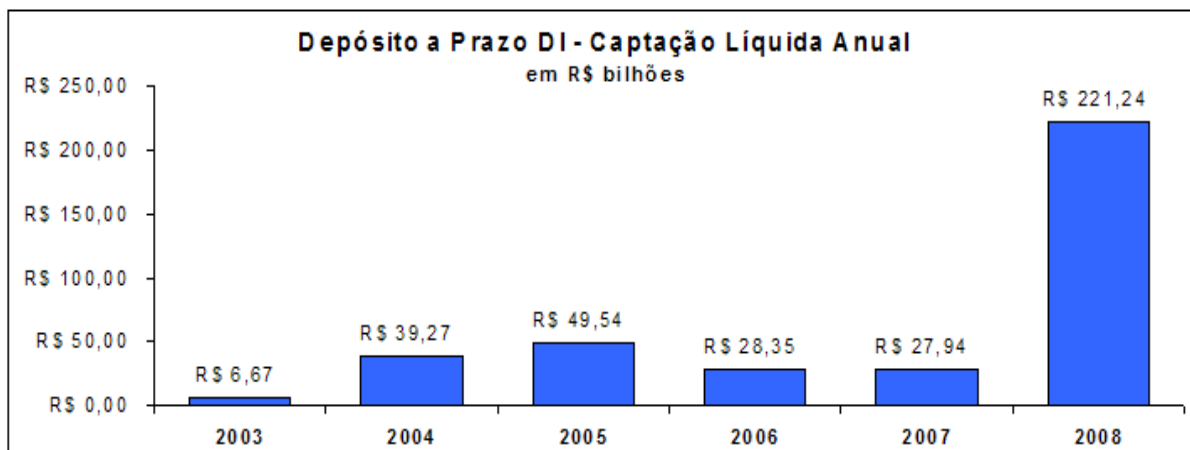


Gráfico 14 - Depósito a prazo DI - captação líquida anual  
Fonte: Banco Central do Brasil.

Em decorrência desta captação, os depósitos a prazo com rentabilidade fluutuante indexada à Taxa DI alcançaram o saldo de R\$ 472,96 bilhões em 2008, ou seja, crescimento de 94,46% em relação ao ano anterior e de 417,18% desde 2003.

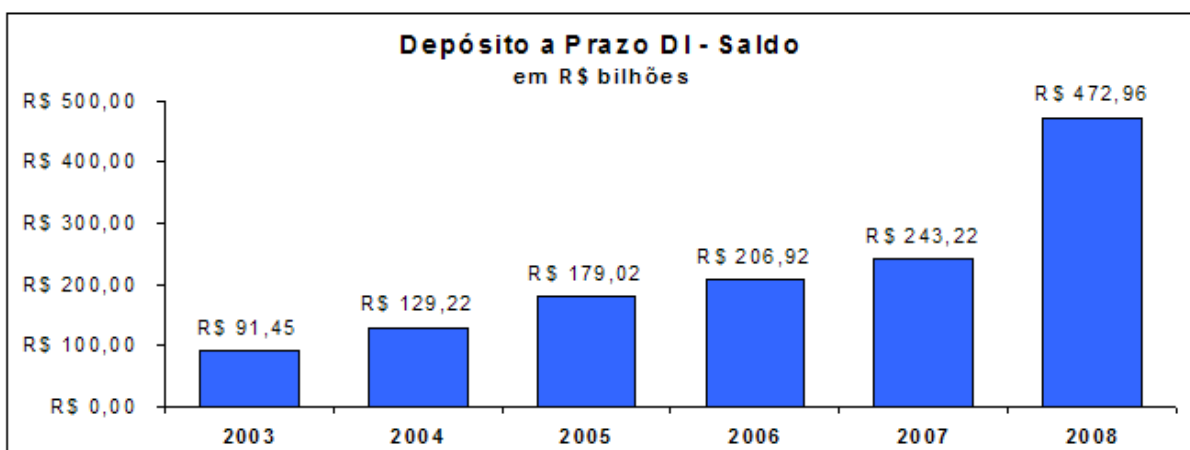


Gráfico 15 - Depósito a prazo DI - saldo  
Fonte: Banco Central do Brasil.

A política de elevação da taxa básica de juros adotada a partir de abril de 2008 estimulou os investidores a direcionarem seus recursos para depósito a prazo indexado a taxa de mercado. Contudo, a remuneração desses depósitos ficou ainda mais atrativa em razão da disposição dos bancos em captar recursos devido ao aumento de sua preferência pela liquidez.

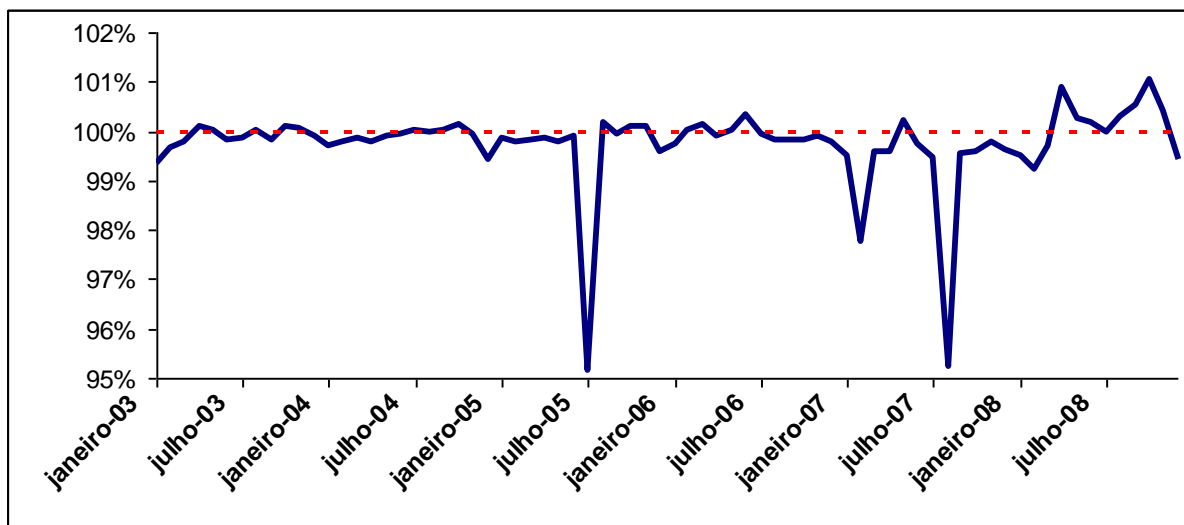


Gráfico 16 - Depósito a prazo DI - % da Taxa DI  
Fonte: Banco Central do Brasil.

A rentabilidade média dos depósitos a prazo em relação à Taxa DI foi maior em 2008 do que no período de 2003 a 2007. Essa relação foi superior a 100% durante sete meses de 2008; enquanto que em apenas um mês de 2007 a remuneração média negociada dessas aplicações financeiras foi superior a Taxa DI.

Em janeiro de 2008, a taxa de rentabilidade média anual dos depósitos a prazo flutuantes DI foi de 11,03% a.a. e atingiu 13,79% a.a. em outubro do mesmo ano, quando os efeitos da crise progrediram. Entretanto, essa taxa encerrou 2008 em 13,28% ao ano.

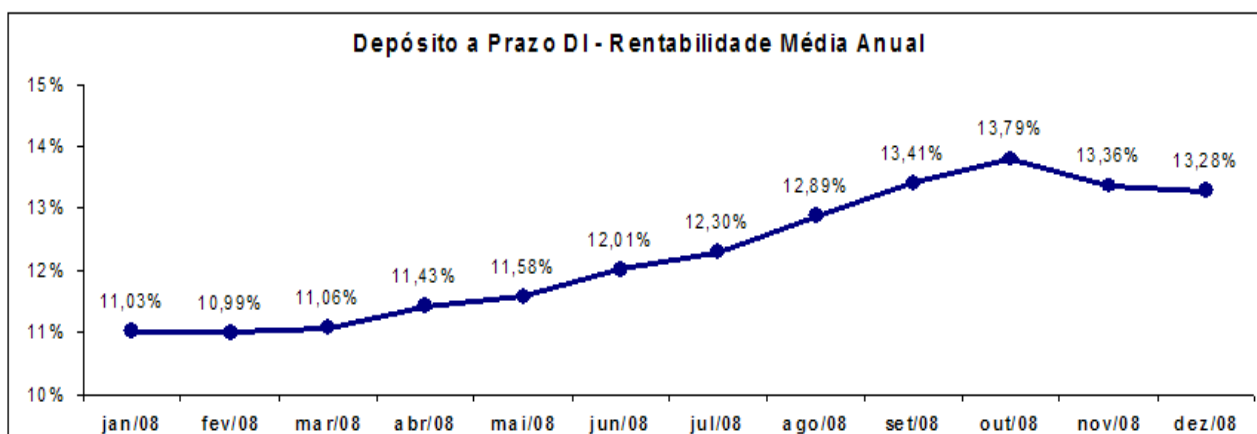


Gráfico 17 - Depósito a prazo DI - rentabilidade média anual  
Fonte: Banco Central do Brasil.

A *Crise do Subprime* dificultou a captação de valores no exterior e, conseqüentemente, tornou necessária a obtenção de recursos internos,

pressionando as taxas de rentabilidade e o prêmio de risco de liquidez dos depósitos a prazo. Entretanto, a liberação dos compulsórios no valor de R\$ 99,8 bilhões, aproximadamente, reduziu a ambição dos bancos por captação de depósitos a prazo provocando a queda de suas taxa de remuneração a partir de outubro de 2008.

Portanto, o crescimento do saldo dos depósitos a prazo flutuantes DI em 2008 foi causado pelos efeitos da crise financeira internacional, tais como:

- Política de aumento da taxa básica de juros;
- Aumento da preferência pela liquidez dos investidores;
- maior prêmio de risco pago pelas instituições financeiras na captação de recursos.

### **3.5.2 Depósito a prazo prefixado**

Os depósitos a prazo pré-fixados possuem taxas de rentabilidade pré-determinadas no momento da captação dos recursos e não são corrigidas por indexador. Desta forma, essa forma de captação é mais arriscada, apesar do investidor conhecer antecipadamente quanto vai receber de rendimento, pois não protege o investidor de uma inflação elevada. Caso o investidor aplique seus recursos em um depósito a prazo com rentabilidade prefixada em 9% a.a. e a inflação dispare para 12% a.a., o rendimento real será negativo e reduzirá o patrimônio do investidor.

Portanto, esse tipo de investimento é recomendado somente quando há perspectiva de queda da inflação e, conseqüentemente, das taxas de juros praticadas pelo mercado. Em uma situação de redução dos juros, os investimentos pré-fixados adquiridos em momento anterior a essa queda poderão passar a receber rendimentos superiores aos praticados pelo mercado. Essa situação é desfavorável para os bancos, pois seu custo de captação será maior perante o praticado pelo mercado financeiro. Entretanto, caso as perspectivas sejam de aumento da taxas de juros, a captação de juros a taxas pré-fixadas é favorável para as instituições financeiras.

Os depósitos a prazo pré-fixados obtiveram uma captação líquida anual de R\$ 7,54 bilhões em 2008, sendo maior do que aquelas alcançadas nos cinco anos anteriores (2003 a 2007).

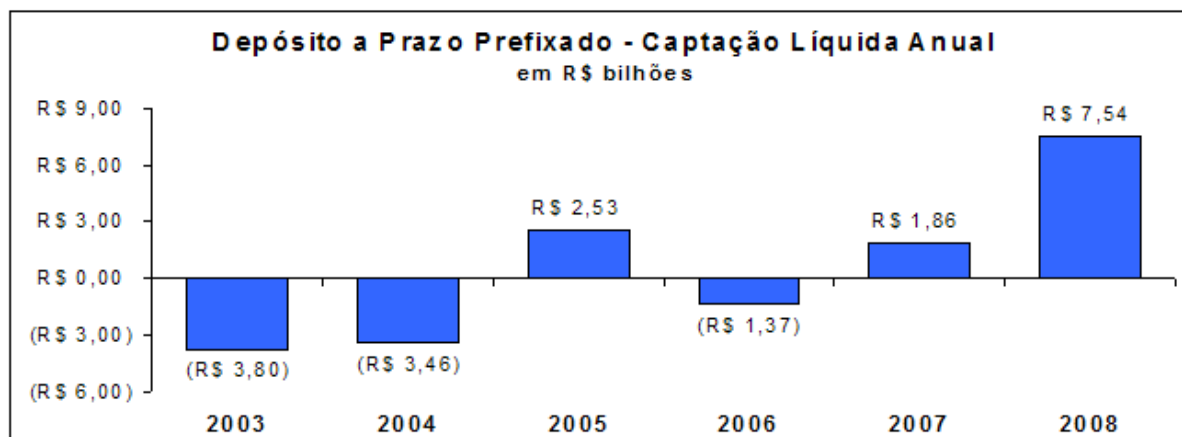


Gráfico 18 - Depósito a prazo prefixado - captação líquida anual  
Fonte: Banco Central do Brasil.

Devido à maior captação, o saldo dos depósitos a prazo pré-fixados atingiu R\$ 24,25 bilhões em 2008, representando um crescimento de aproximadamente 43,9% em relação ao ano anterior. Entretanto, essa forma de aplicação financeira obteve um crescimento menor do que os depósitos a prazo com remuneração vinculada ao DI por causa do clima de incertezas, da aversão ao risco e do aumento das taxas de juros.

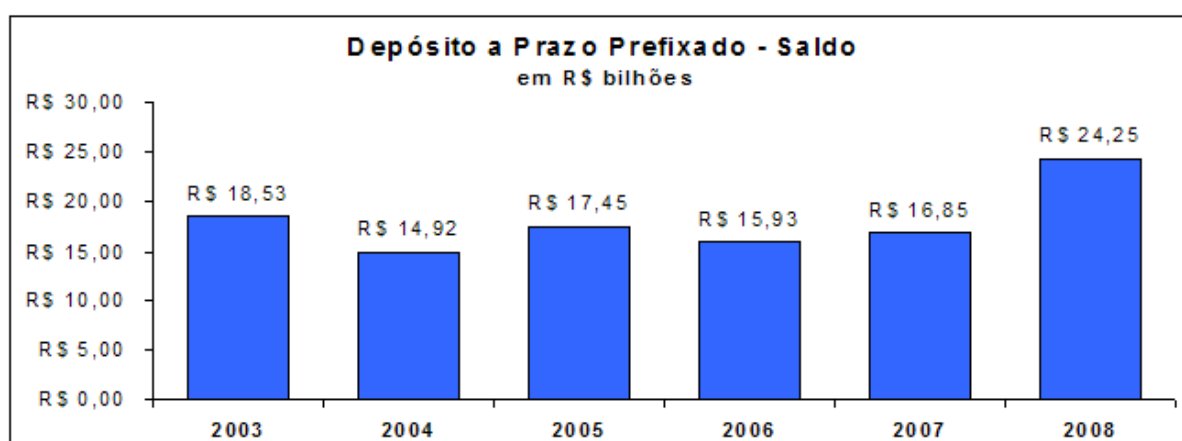


Gráfico 19 - Depósito a prazo prefixado - saldo  
Fonte: Banco Central do Brasil.

A rentabilidade média dos depósitos a prazo pré-fixado reduziu durante o período de 2003 a 2007. Porém, em dezembro de 2008, essa taxa foi de 12,52% a.a.; enquanto que no mesmo mês de 2007 era de 10,33% ao ano. Portanto, a taxa média de rentabilidade apresentou outro viés em 2008, pois ela cresceu e beneficiou os depósitos a prazo pré-fixados, como demonstrado a seguir:

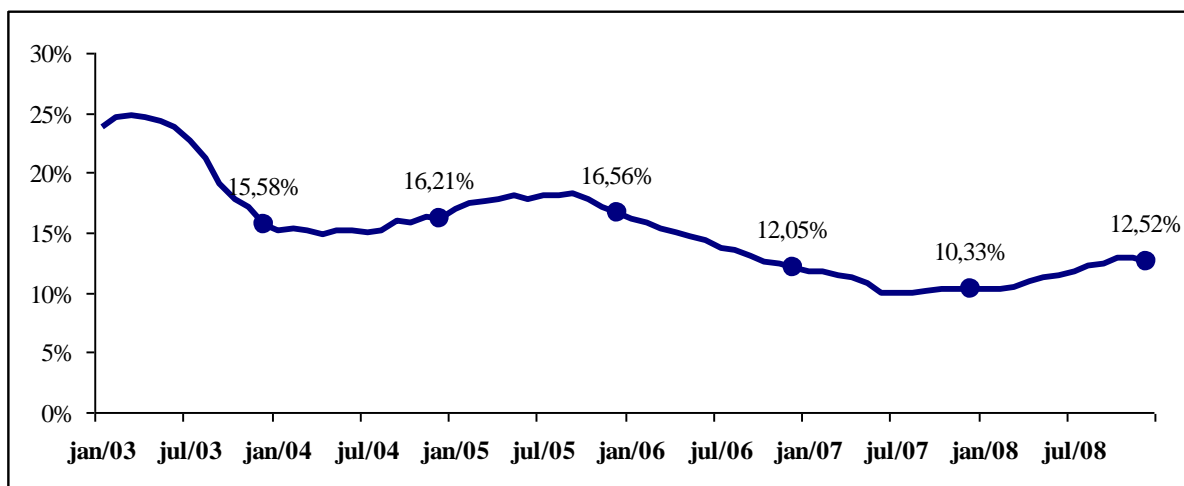


Gráfico 20 - Depósito a prazo prefixado - rentabilidade  
Fonte: Banco Central do Brasil.

A taxa média de rentabilidade dos depósitos a prazo pré-fixados iniciou o seu declínio após atingir a máxima mensal de 12,93% a.a. em outubro de 2008, em virtude das medidas governamentais de contribuição na liquidez das instituições financeiras e expectativa de queda da taxa básica de juros após recrudescimento da crise internacional.

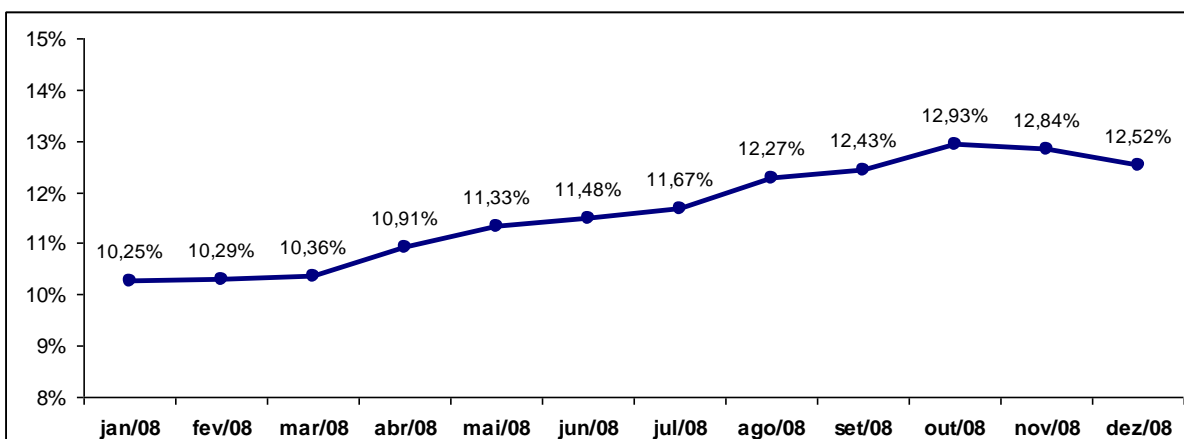


Gráfico 21 - Depósito a prazo prefixado - rentabilidade em 2008  
Fonte: Banco Central do Brasil.

A rentabilidade média dos depósitos a prazo pré-fixados em 2008 representou 94,74% da Taxa DI; enquanto que a mesma relação foi de 89,20% em 2007. Este aumento deve-se ao prêmio de risco de liquidez pago pelas instituições financeiras que desejavam obter mais recursos.

### 3.6 OPERAÇÕES DE CRÉDITO

Apesar do agravamento da crise financeira internacional em 2008, a evolução do crédito no Brasil surpreendeu, pois o saldo das operações de crédito alcançou R\$ 1.227 bilhões em dezembro de 2008, expandindo-se 31,1% em relação ao mesmo mês do ano anterior. Essa foi a maior evolução anual dos últimos cinco anos.

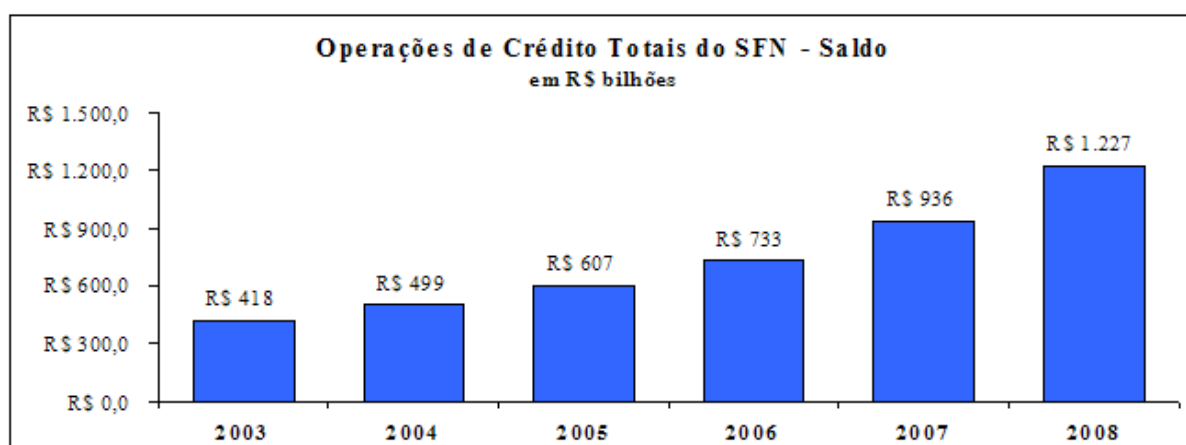


Gráfico 22 - Operações de crédito totais do SFN - saldo  
Fonte: Banco Central do Brasil.

Esse crescimento deve-se, principalmente, aos recursos dos bancos públicos e às medidas adotadas pelo governo federal para sustentar o crédito no cenário caracterizado pela incerteza, pela aversão ao risco e pelo aumento da preferência pela liquidez dos bancos privados.

O volume de crédito concedido pelo Sistema Financeiro Nacional (SFN) apresentou um crescimento exponencial nos últimos anos. A relação entre operações de crédito e Produto Interno Bruto (PIB) reflete esse desempenho, pois o volume de crédito em janeiro de 2003 representava apenas 21,8% do PIB, enquanto que em dezembro de 2008 essa equivalência foi de 39,7%.

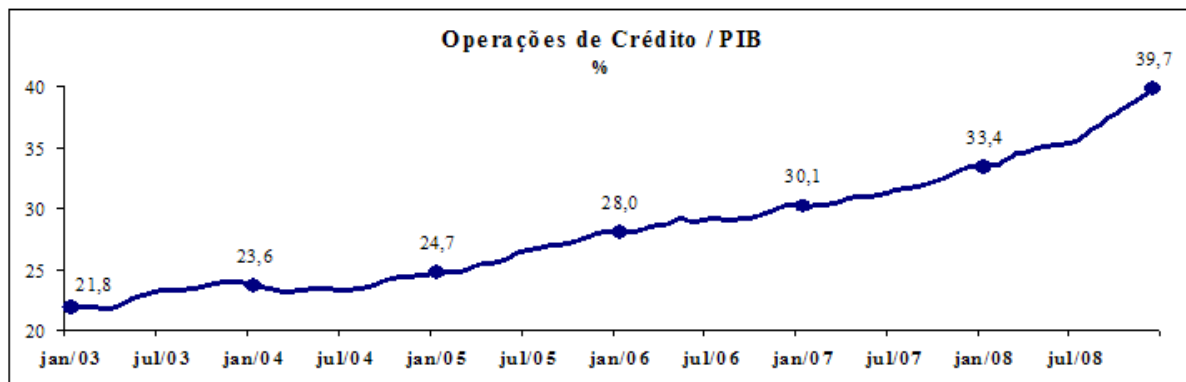


Gráfico 23 - Operações de crédito / PIB  
Fonte: Banco Central do Brasil.

A taxa de juros média das operações de crédito reduziu nos últimos anos, atingindo sua mínima em dezembro de 2007, quando registrou 33,83% ao ano. Contudo, o ambiente econômico conturbado causou crescimento do custo de captação e a elevação do *spread* em 2008. Assim, a taxa de juros dos empréstimos alcançou 43,28% ao ano em dezembro de 2008.

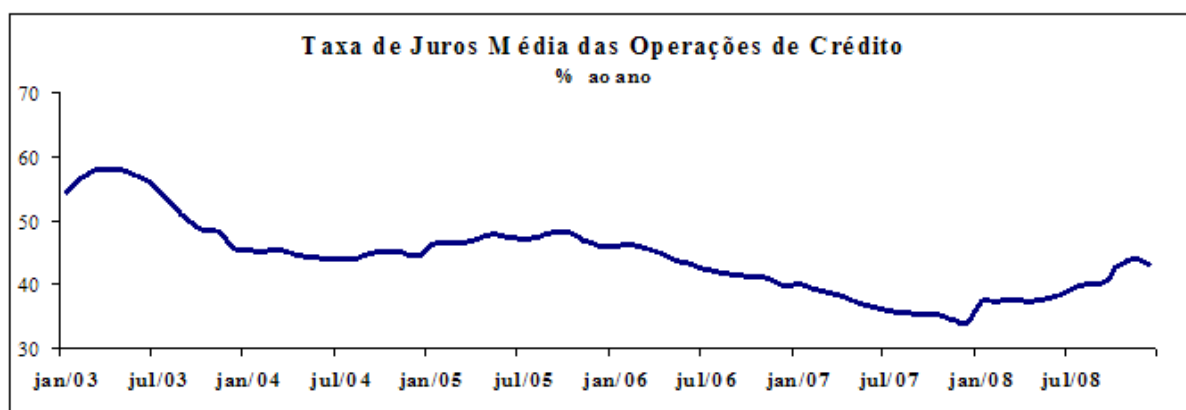


Gráfico 24 - Taxa de juros média das operações de crédito  
Fonte: Banco Central do Brasil.

O crescimento da taxa de juros média dos empréstimos em janeiro de 2008 deve-se ao aumento do IOF sobre as operações financeiras e da CSLL dos bancos, que subiram para compensar a extinção da CPMF.

A partir de outubro de 2008, quando o Banco Central do Brasil anunciou medidas de liberação de parte dos depósitos compulsórios, uma parcela maior dos recursos captados ficou disponível para ser direcionada ao crédito. O aumento da oferta de recursos poderia ter gerado uma redução maior das taxas de juros dos



empréstimos bancários, mas ocorreu apenas uma leve queda entre novembro e dezembro de 2008, quando passou de 44,05% para 43,28% ao ano.

A causa disto é que as instituições financeiras desejam manter suas taxas de rentabilidade elevadas independente do ambiente econômico em que estão inseridas e do papel que possuem como financiadoras da atividade econômica. Desta forma, o *spread* médio das operações de crédito, que estava em processo de redução até o final de 2007, modificou sua direção em 2008, quando alcançou 30,71% em dezembro, atingindo a máxima desde agosto de 2003.

O crescimento do *spread* médio pode ter sido ocasionado pelo aumento do prêmio de risco de liquidez, apesar da diminuição do nível de inadimplência. Esse prêmio é estabelecido pela aversão ao risco das instituições financeiras devido às perspectivas econômicas. Além desses fatores, o *spread* também está correlacionado com os custos da estrutura administrativa e operacional das instituições financeiras.

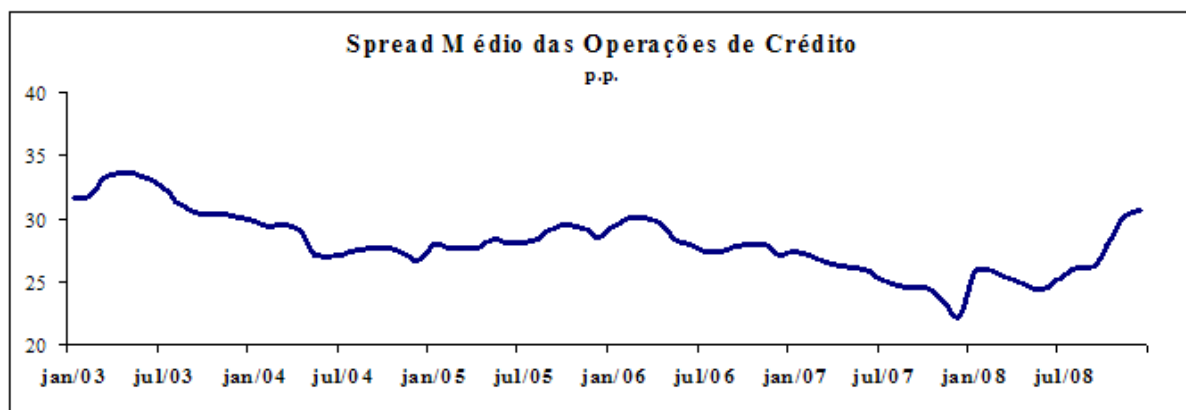


Gráfico 25 - Spread médio das operações de crédito  
Fonte: Banco Central do Brasil.

O prazo médio das operações de crédito tem-se mantido crescente nos últimos cinco anos, sendo que atingiu seu máximo em outubro de 2008 quando alcançou 387 dias, mas encerrou o ano em 378 dias.

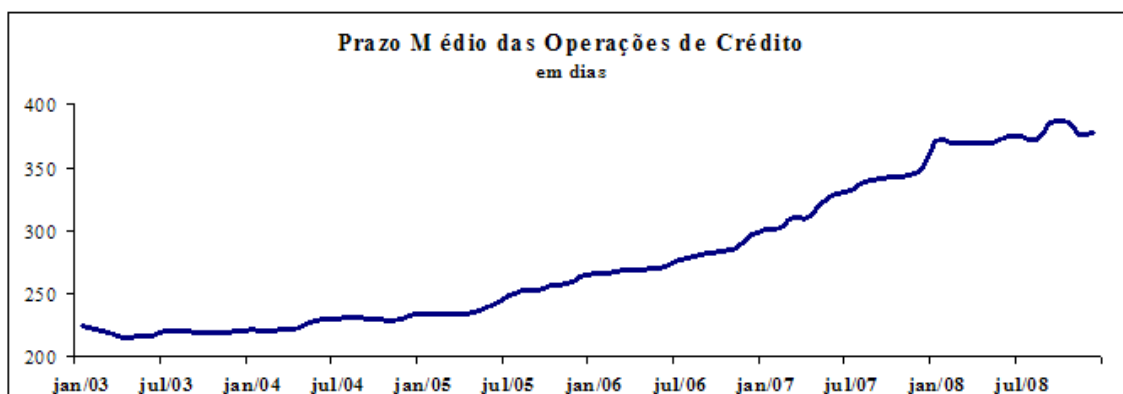


Gráfico 26 - Prazo médio das operações de crédito  
Fonte: Banco Central do Brasil.

O nível de inadimplência e das provisões realizadas pelo Sistema Financeiro Nacional diminuiu nos últimos anos em virtude da estabilidade econômica, do aumento da renda da população e da redução dos juros. É provável que a diminuição do nível de inadimplência durante a *Crise do Subprime* também esteja relacionado com o aprimoramento dos modelos de análise de risco adotados pelas instituições financeiras e o maior rigor na seletividade dos tomadores de empréstimos quanto ao grau de endividamento e a renda<sup>10</sup>.

Apesar do ambiente econômico instável, o nível de inadimplência reduziu de 5,5% em dezembro de 2007 para 5,3% em dezembro de 2008. A inadimplência atingiu o seu menor nível desde janeiro de 2003 em setembro de 2008, quando chegou a 5,1%.

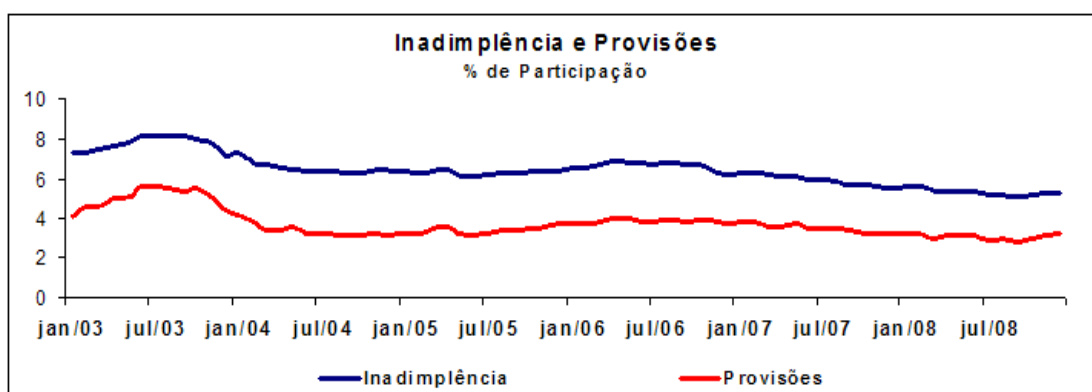


Gráfico 27 - Inadimplência e provisões  
Fonte: Banco Central do Brasil.

<sup>10</sup> O aumento das garantias exigidas e da taxa de juros das operações de crédito também é uma forma aumentar o rigor na seleção dos tomadores de empréstimos, pois as empresas que possuem taxas de retorno inferiores a taxa de crédito não solicitam financiamento de seus projetos. Somente aquelas que apresentam retornos superiores a taxa de crédito contratam os empréstimos.

### 3.7 INVESTIMENTOS ESTRANGEIROS

A condição favorável dos fundamentos e o otimismo com a economia brasileira foram os principais motivadores do grande volume de investimentos estrangeiros diretos e em carteira nos últimos anos. O valor líquido anual de investimento estrangeiro direto direcionado ao Brasil aumentou significativamente em 2007 e 2008, apesar da crise internacional. Entretanto, não há como apontar quais os setores que receberam esses recursos e se foram suficientes para a manutenção da liquidez e dos investimentos das empresas brasileiras, porém esse capital contribuiu para amenizar tais problemas.

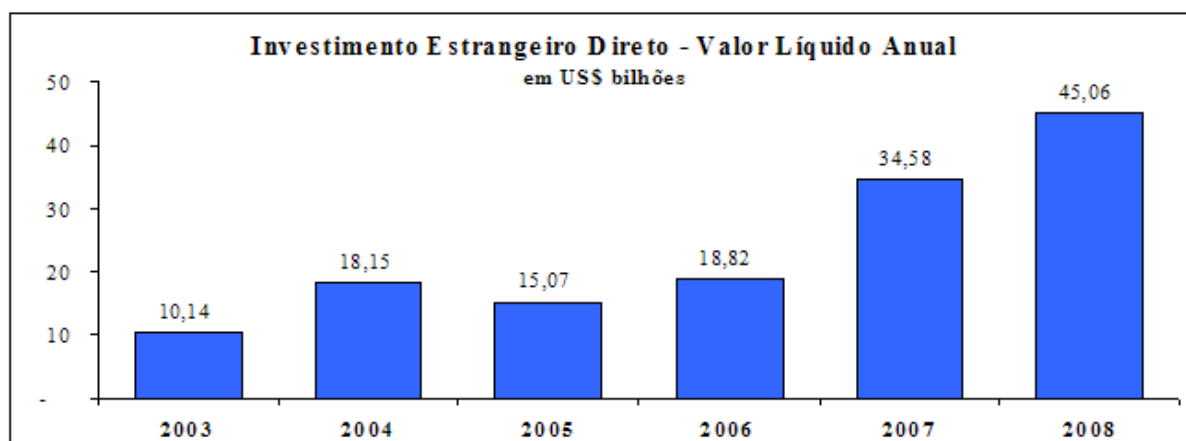


Gráfico 28 - Investimento estrangeiro direto (IED)  
Fonte: Banco Central do Brasil.

Em 2007, o investimento estrangeiro em carteira total foi de US\$ 48,1 bilhões, sendo que US\$ 26,22 bilhões foram destinados à aquisição de ações de companhias brasileiras e US\$ 21,89 bilhões referente a aplicações em títulos de renda fixa. Apesar da forte turbulência no mercado internacional iniciada no ano de 2007, o ingresso de capital estrangeiro no Brasil foi incentivado pelos seguintes fatores:

- Aumento das reservas internacionais;
- Controle da inflação;
- Redução do risco-país.

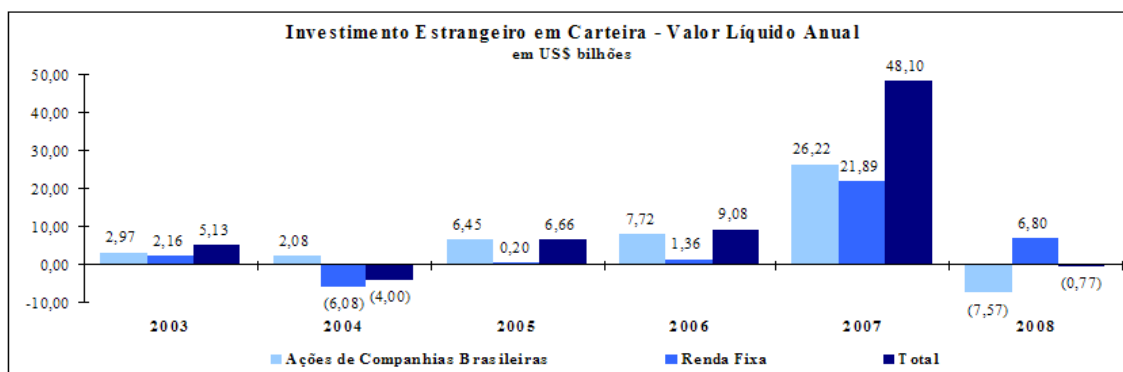


Gráfico 29 - Investimento estrangeiro em carteira (IEC)

Fonte: Banco Central do Brasil.

Nos últimos anos o ingresso de recursos do exterior no mercado acionário favoreceu os investidores brasileiros em renda variável, pois aumentou a liquidez das ações de companhias brasileiras e o crescimento da demanda fez com que os preços desses papéis subissem, com destaque para 2007. Entretanto, a *Crise do Subprime* e o aumento da aversão ao risco retiraram recursos estrangeiros do mercado de capitais, apesar do Brasil receber a condição de grau de investimento, provocando a queda do Ibovespa<sup>11</sup>.

O Brasil atraiu um volume expressivo de capital do exterior porque os investidores estrangeiros desejavam obter uma rentabilidade melhor do que a remuneração de aplicações financeiras realizadas em outros países. Desta forma, a diferença de juros entre as economias é um dos fatores que são analisados pelos investidores estrangeiros antes da destinação de seus recursos.

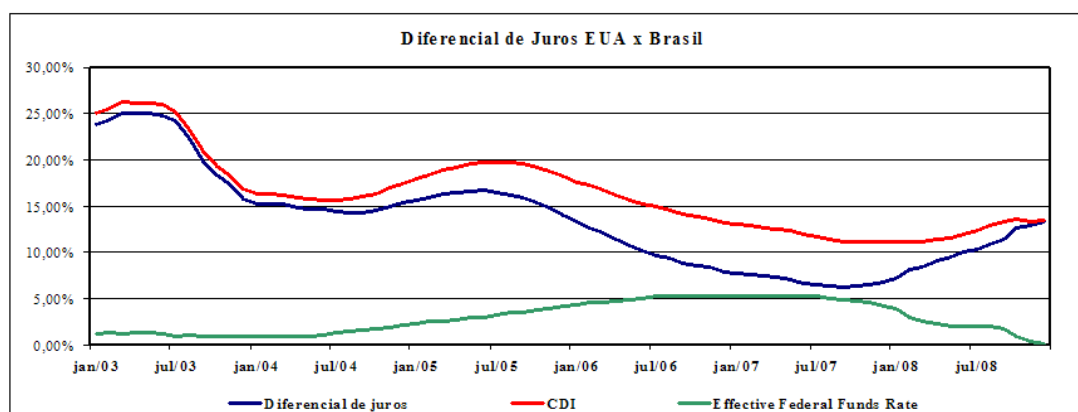


Gráfico 30 - Diferencial de juros EUA x Brasil

Fonte: Banco Central do Brasil.

<sup>11</sup> Vários autores apontam que o volume de investimento estrangeiro influencia o desempenho do mercado acionário brasileiro, tais como: Carvalho (2000); Meurer (2006); Higuchi e Pimenta Júnior (2008); Oliveira, Cassuce e Galante (2009); entre outros.

Em 2007, a diferença entre as taxas de juros brasileira e americana diminuiu muito – o que deveria ser um fator de desestímulo ao investimento estrangeiro americano em títulos de renda fixa brasileiros, mas entrada de recursos externos destinados à compra de títulos de renda fixa cresceu 239,6% em relação ao ano de 2006, por causa da redução dos riscos inerentes à economia brasileira ou porque estes recursos são originados de outros países cujo o diferencial de juros aumentou.

O volume líquido de capital estrangeiro em carteira destinado à renda fixa foi menor em 2008, apesar do aumento da diferença de juros. As incertezas quanto ao futuro econômico do Brasil em razão do contágio da crise causou a saída de recursos a partir de outubro de 2008, quando os problemas internacionais se intensificaram.

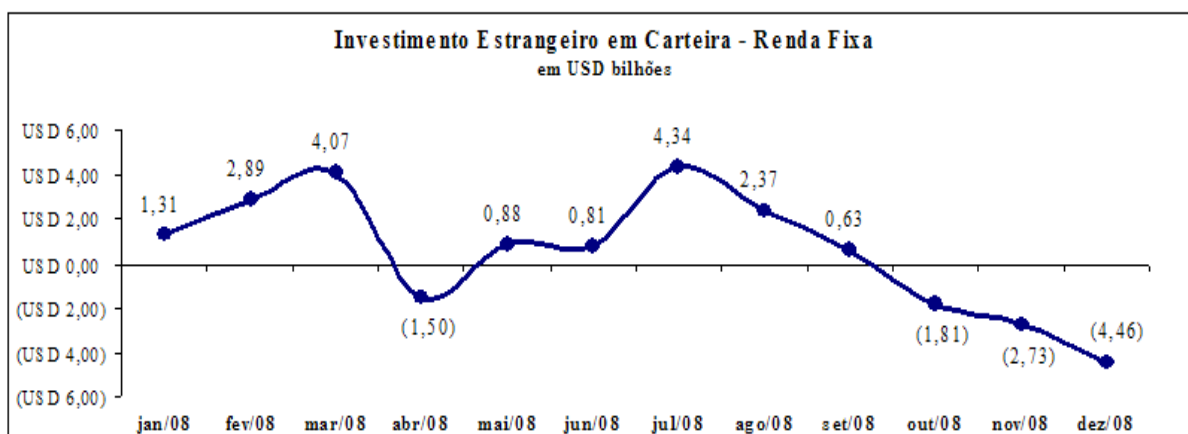


Gráfico 31 - Investimento estrangeiro em carteira - renda fixa  
Fonte: Banco Central do Brasil.

Em março de 2008, o governo anunciou a cobrança da alíquota de 1,5% de IOF sobre a entrada de capital estrangeiro destinado a aplicações de renda fixa, principalmente títulos públicos. Esta medida fiscal pode ter causado a redução dos investimentos estrangeiros em carteira destinados à renda fixa em abril. Entretanto, essa tributação foi eliminada em outubro de 2008, quando a alíquota passou para 0%.

A redução do investimento estrangeiro em carteira que ocorreu a partir de abril de 2008 influenciou a decisão de aumento da taxa básica de juros brasileira, com o objetivo de manter o fluxo de capital externo.

O investimento estrangeiro em carteira sofre grande influência da taxa de câmbio; entretanto, não é objetivo deste estudo analisar essa variável e a sua correlação com o fluxo de capital originado do exterior para o Brasil.

### 3.8 CONCENTRAÇÃO BANCÁRIA

O mercado financeiro brasileiro é muito concentrado, pois as dez maiores instituições financeiras do Consolidado Bancário I possuíam 90,9% dos depósitos totais e 74,1% do volume de operações de crédito concedidas pelo STN em dezembro de 2008, demonstrando a alta concentração bancária existente no país<sup>12</sup>.

Ao ampliar a análise para os 50 maiores bancos que compõem o Consolidado Bancário I, verifica-se que 93,3% dos depósitos totais do SFN e 83,3% dos créditos concedidos estavam na carteira dessas instituições em dezembro de 2008.

É importante salientar que os nove maiores bancos públicos do Consolidado Bancário I continham 42,1% dos depósitos totais e 26,6% das operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional em 2007. Enquanto que, em 2008, essa proporção de depósitos reduziu para 39,6% e o volume de crédito concedido subiu para 29,0% do total do SFN. Desta forma, pode-se concluir que os bancos públicos reduziram o seu nível de preferência por liquidez agregada no ano de 2008 em virtude da utilização dessas instituições pelo Governo para promover a manutenção do nível de concessão de crédito e manutenção da liquidez do sistema financeiro.

Os depósitos totais e as operações de crédito do BNDES não compõem os dados mencionados anteriormente, pois essa instituição faz parte do Consolidado Bancário II. Porém, o Governo Federal incentivou a concessão de crédito por intermédio desse banco (aumento de 39,1% em 2008), além de autorizar o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal a adquirir participação em outras instituições financeiras sem a necessidade de processo de licitação.

---

<sup>12</sup> Consolidado Bancário I: Somatório das posições contábeis das instituições bancárias do tipo Conglomerado Bancário I, composto de pelo menos uma instituição do tipo banco comercial ou banco múltiplo com carteira comercial, e Instituições Bancárias Independentes I, formadas pelos bancos Comerciais, bancos múltiplos com carteira comercial ou caixas econômicas que não integrem Conglomerado I.

Desta forma, as concessões de crédito efetuadas por alguns bancos privados em 2008 somente foram possíveis devido à contribuição do BB e CEF na liquidez daquelas instituições por meio da aquisição de carteiras de crédito ou de participação acionária.

### 3.9 PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ DO PÚBLICO

O indicador de Preferência pela Liquidez do Público (PLP) reduziu durante o ano de 2008, mas começou a crescer a partir de outubro desse mesmo ano. Entretanto, esse indicador dessazonalizado apresentou o menor nível desde janeiro de 2003 em dezembro de 2008, quando registrou 0,15.

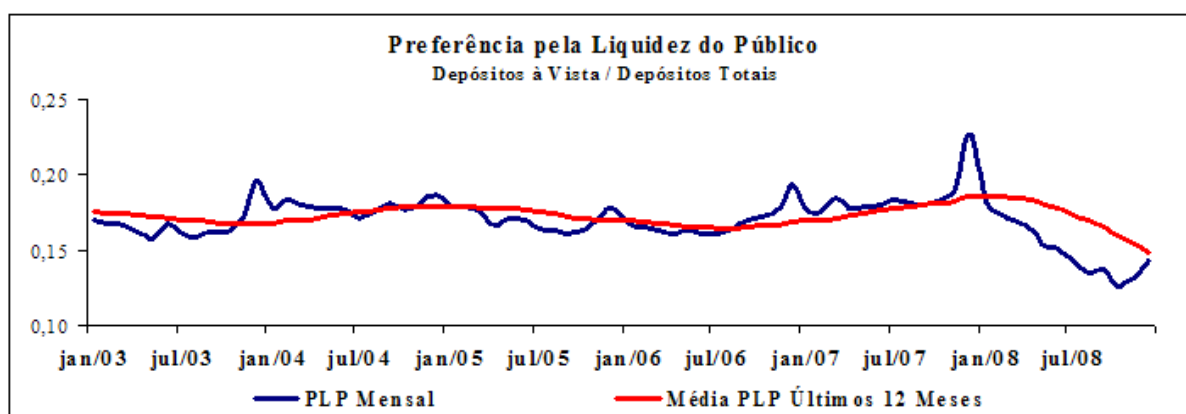


Gráfico 32 - Preferência pela liquidez do público  
Fonte: elaborado pelo autor.

Contudo, o indicador de preferência pela liquidez do público dessazonalizado não reflete o comportamento do público perante o pessimismo econômico de 2008, pois as análises anteriores evidenciam que o público direcionou seus recursos para investimentos de renda fixa mais líquidos e seguros, além de exigir um maior prêmio de risco de liquidez em suas aplicações. Porém, estas mudanças não são ponderadas pelos indicadores propostos por Cavalcante, Crocco e Jayme Júnior (2004) e que são utilizados neste estudo.

### 3.10 PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ DOS BANCOS

Os bancos utilizam diferentes estratégias de atuação em função de suas perspectivas econômicas, pois quanto maior a incerteza, menor a sua motivação para conceder crédito e maior a sua disposição em aplicar os recursos em ativos mais líquidos como forma de proteção.

Entretanto, o indicador da preferência pela liquidez dos bancos aponta uma redução durante o ano de 2008 em comparação com os cinco anos anteriores, pois o crescimento do crédito foi proporcionalmente maior do que os depósitos à vista, indicando que não houve aumento de retenção de recursos por parte das instituições financeiras.

Após a trajetória de queda dos últimos anos, a partir de outubro de 2008, o indicador de Preferência pela Liquidez dos Bancos (PLB) cresceu; porém, este índice de dessazonalizado, mensurado pela média de 12 meses dos depósitos à vista e das operações de crédito, foi de 0,15 em janeiro de 2003, mas reduziu a partir desse mês e atingiu seu menor nível em dezembro de 2008, quando registrou 0,11.

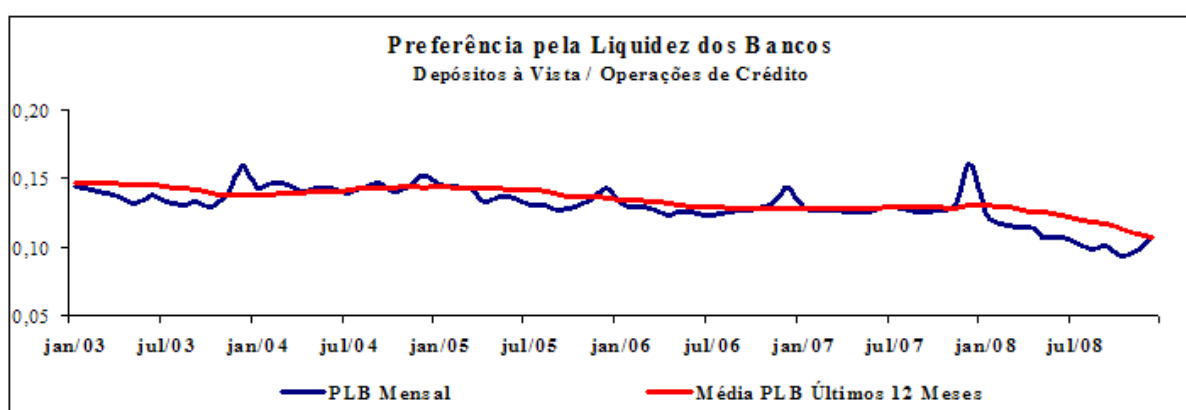


Gráfico 33 - Preferência pela liquidez dos bancos  
Fonte: elaborado pelo autor.

Os recursos emprestados pelos bancos não provêm somente dos depósitos à vista. Uma parcela dos depósitos a prazo e da poupança também são direcionados para operações de crédito; enquanto que outra parte é direcionada para reservas. Desta forma, a utilização do indicador de Preferência pela Liquidez Agregada dos



Bancos (PLAB) na análise é justificada, pois este índice mensura a proporção de depósitos totais em relação ao volume de crédito.

O indicador de preferência pela liquidez agregada dos bancos também diminuiu a partir de 2003; porém, ao mensurá-lo com variáveis dessazonalizadas, começou a subir de forma tímida a partir de julho de 2008, quando passou de 0,69 para 0,71 em dezembro de 2008.

Portanto, este indicador reflete melhor o comportamento dos bancos perante sua preferência pela liquidez, pois as análises anteriores evidenciam que os agentes alteraram suas estratégias e estabeleceram um maior prêmio de risco de liquidez em suas operações. Contudo, como mencionado na seção anterior, estas mudanças não são ponderadas pelos indicadores propostos por Cavalcante, Crocco e Jayme Júnior (2004) que são utilizados neste estudo.

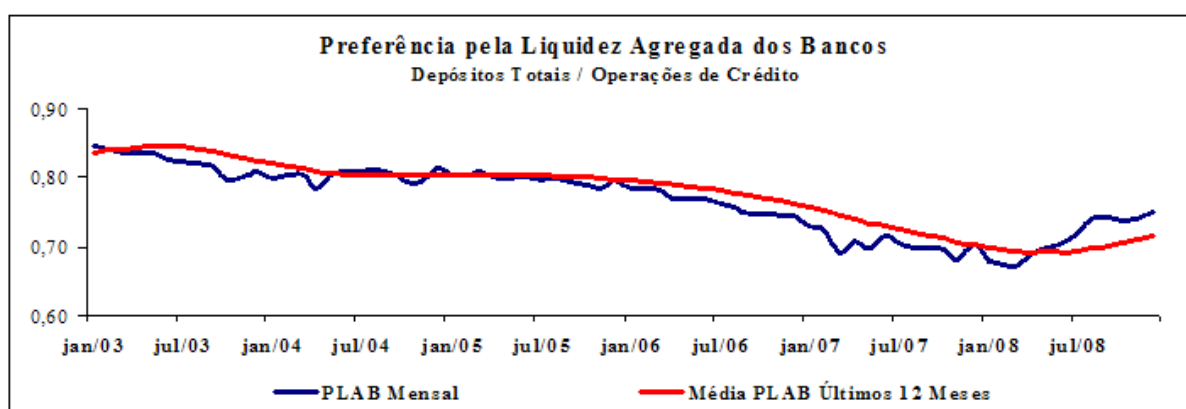


Gráfico 34 - Preferência pela liquidez agregada dos bancos  
Fonte: elaborado pelo autor.

Os indicadores de preferência pela liquidez dos bancos reduziram em 2008, enquanto que a preferência pela liquidez agregada dos bancos teve um pequeno aumento a partir de junho do mesmo ano. Existem duas explicações possíveis para esses resultados.

A primeira menciona que as instituições financeiras tornaram-se menos líquidas, pois aumentaram as concessões de crédito e, conseqüentemente, assumiram maiores riscos e exigiram maiores prêmios. A segunda interpretação refere-se à diminuição dos depósitos em virtude de uma “corrida bancária” para sacar esses recursos provocados pela aversão ao risco dos investidores. Porém, esta última explicação não é aceita, pois houve aumento dos depósitos totais.

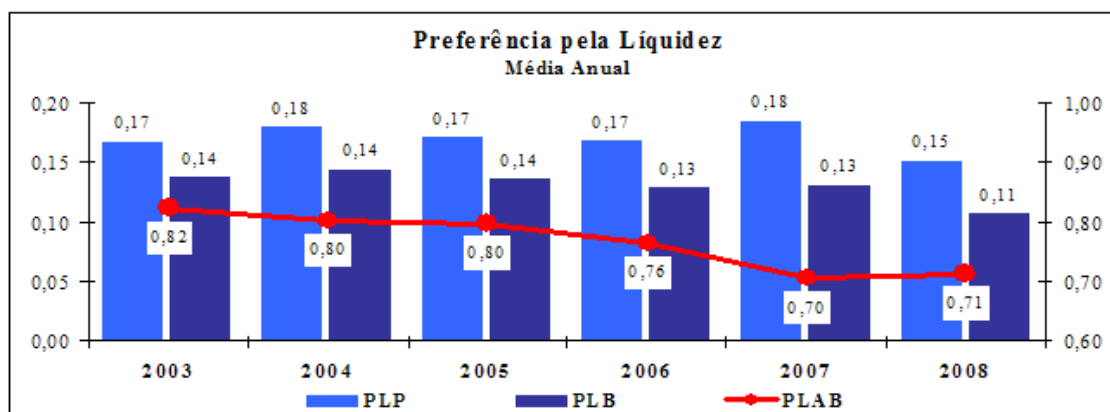


Gráfico 35 - Preferência pela liquidez dos agentes  
 Fonte: elaborado pelo autor.

O gráfico anterior demonstra que a *média anual dos indicadores de preferência pela liquidez* reduziu em 2008. Nos últimos anos, a economia brasileira tornou-se mais estável e os *indicadores de preferência pela liquidez* foram influenciados por esta condição, além dos seguintes fatores que foram analisados neste trabalho:

- A Liquidez e as características dos depósitos totais que compõem os passivos bancários, tais como depósitos à vista, depósitos a prazo e poupança;
- Aumento do prêmio de risco de liquidez embutido nas taxas de remuneração dos depósitos a prazo;
- Crédito mais barato em razão da redução taxa básica dos juros a partir de 2003;
- Elevado volume de crédito concedido em relação ao estoque de depósitos totais;
- Contribuição das medidas governamentais para sustentação do Sistema Financeiro Nacional;
- Diminuição dos Investimentos Estrangeiros em Carteira (IEC);
- Concentração bancária e excelente situação financeira das maiores instituições financeiras do Sistema Financeiro Nacional.

## 4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

As crises financeiras transmitem insegurança aos agentes e fazem com que eles reavaliem suas estratégias em virtude das alterações das perspectivas econômicas que geralmente possuem alto grau de incerteza ou tornam-se pessimistas nessas situações. Por consequência, os reflexos dessas perspectivas afetam o comportamento dos indivíduos quanto ao direcionamento de seus recursos financeiros.

A *Crise do Subprime* teve essas características, já que o pessimismo influenciou os mercados globais e difundiu a instabilidade no sistema financeiro internacional, contagiando, inclusive, o Brasil, apesar de originar-se nos Estados Unidos.

O predomínio das incertezas econômicas causadas pela *Crise do Subprime* em 2008 prejudicou o desempenho do mercado de renda variável brasileiro, que estava obtendo excelentes resultados antes das turbulências na economia mundiais. Desta forma, os investidores brasileiros redirecionaram seus recursos para as aplicações financeiras de renda fixa com maior liquidez e menor risco.

Os depósitos a prazo e a poupança são investimentos de renda fixa com liquidez e baixo risco que, juntamente com os depósitos à vista, compõem as formas de captação de recursos utilizadas pelos bancos perante seus clientes. A captação líquida registrada em 2008 por essas aplicações financeiras foi superior a média de 2003 a 2007, demonstrando a preferência dos investidores por essas formas de investimento naquele ano.

Em 2008, os vencimentos dos depósitos a prazo ficaram mais longos do que aqueles registrados em 2006 e 2007 e o maior volume desses recursos possuía registro de condições de resgate antecipado negociadas previamente.

Quanto mais longo o prazo de vencimento da aplicação melhor para os bancos, porém maior o risco para os investidores. Desta forma, para incentivar os seus clientes, as instituições financeiras pagaram taxas maiores aos depósitos a prazo para compensar o risco inerente ao aumento do prazo da operação, ou seja, diminuição da liquidez para os investidores.

Outra evidência da demanda por ativos mais seguros em 2008 está na preferência do investidor por depósitos a prazo que possuem a remuneração

vinculada a um percentual das taxas praticadas nos depósitos interfinanceiros, conhecida por Taxa DI. A participação desse tipo de depósito a prazo ampliou, passando de 70,9% em 2003 para 91,2% do total dos depósitos a prazo em 2008. Entretanto, os depósitos a prazo remunerados por outras taxas flutuantes e por taxas prefixadas também cresceram, enquanto que os pós-fixados reduziram seu saldo.

Quanto à poupança, ela reduziu o ritmo de crescimento verificado em 2007, pois o aumento da taxa de juros diminuiu sua atratividade em relação a outras formas de investimento que também possuem liquidez e baixo risco, mas teve uma captação positiva em virtude dessas duas características no ano em que a crise emergiu.

Portanto, o comportamento dos investidores brasileiros modificou e eles passaram a se preocupar com o risco de redução do seu capital, tornando-se mais precavidos, por meio da alocação de recursos para ativos mais líquidos.

Os bancos brasileiros também mudaram sua atitude diante da crise financeira internacional e alteraram suas estratégias. As instituições financeiras adotaram uma postura mais conservadora e migraram uma parcela maior de seus recursos para ativos com maior liquidez e menor risco.

Desta forma, as reservas bancárias, que possuem maior liquidez e menor risco em relação às operações de crédito, receberam uma parte maior dos recursos captados pelas instituições financeiras, que aumentaram seus ganhos com este direcionamento devido à alta da Taxa SELIC em 2008. Contudo, os empréstimos foram efetuados mediante a exigência de um *spread* mais alto devido ao prêmio de risco de liquidez embutido nas taxas de crédito.

As taxas de juros e o *spread* das operações de crédito estavam em queda até janeiro de 2008, quando passaram a crescer, apesar do aumento dos empréstimos e da diminuição da inadimplência. Portanto, as instituições financeiras impuseram um maior prêmio de risco de liquidez na concessão de valores para manter suas taxas de rentabilidade elevadas, independente da pressão exercida pelas incertezas e falta de confiança na economia.

O volume financeiro das operações de crédito cresceu devido, principalmente, aos empréstimos concedidos por bancos públicos e às medidas governamentais, como a liberação dos depósitos compulsórios. A relação entre o crédito e o Produto

Interno Bruto (PIB), que era de 21,8% em janeiro de 2003 e 33,4% em janeiro de 2008, passou para 39,7% em dezembro de 2008.

O aumento do crédito fez com que os bancos aumentassem a busca por recursos no mercado interno perante seus clientes para suprir a carência de financiamentos externos, pois a redução dos investimentos estrangeiros em carteira, inclusive em renda fixa, enfraqueceu as fontes de recursos internacionais das instituições financeiras a partir de outubro de 2008.

A forte concorrência bancária pelos recursos dos clientes do mercado interno e o aumento do prêmio de risco de liquidez causou o crescimento da taxa de rentabilidade dos depósitos efetuados nas instituições financeiras.

Portanto, o aumento do prêmio de risco de liquidez pago para dispor dos recursos e recebido para concedê-los evidencia o crescimento do nível de preferência pela liquidez dos bancos durante a crise financeira. Desde 2003, a preferência pela liquidez do público e dos bancos estava em queda, em virtude do volume de recursos disponíveis no mercado financeiro mundial, da situação econômica do país e do aumento da liquidez dos ativos financeiros. Porém, a turbulência provocada pela crise reverteu esta tendência. Assim, os recursos tornaram-se escassos e a percepção de risco aumentou.

A partir de outubro de 2008, os índices de preferência pela liquidez do público e dos bancos aumentaram. Entretanto, as médias anuais dos indicadores propostos por Cavalcante, Crocco e Jayme Júnior (2004) auferidas em 2008 foram menores do que as obtidas nos anos anteriores. Estes resultados refletem, principalmente, o aumento de liquidez fornecido pelos bancos aos depósitos em geral, além do crescimento do crédito.

Com objetivo de remunerar o seu capital, os clientes preferem aplicar em poupança ou em depósitos a prazo os recursos que irão utilizar no pagamento das despesas diárias ao invés de mantê-los em depósitos à vista, pois os bancos disponibilizam estes valores quando os clientes os necessitam. Porém, os bancos podem diminuir ou não pagar o rendimento dos valores resgatados antes do vencimento das operações.

Entretanto, o indicador de preferência pela liquidez dos bancos apresentado por Cavalcante, Crocco e Jayme Júnior (2004) pondera somente os depósitos à vista, não mensurando a totalidade de recursos colocados a disposição das instituições financeiras. Este indicador também pode ser criticado por não mensurar

todas as variáveis que influenciam no comportamento dos bancos quanto à escolha do tipo de ativos onde serão aplicados os valores.

O indicador de preferência pela liquidez agregada dos bancos proposto por este estudo explica melhor a disposição das instituições financeiras em manter seus recursos mais líquidos, pois mensura uma quantidade maior de depósitos que compõem o *funding* (depósitos à vista, depósitos a prazo e poupança) e não apenas os depósitos à vista.

Os recursos dos depósitos à vista não são remunerados pelos bancos, porém são sazonais, voláteis e de maior liquidez para o público. Logo, estes valores não fornecem segurança às instituições financeiras que desejam aumentar a sua liquidez, pois eles podem ser resgatados a qualquer momento pelos clientes para o pagamento de suas despesas cotidianas. Portanto, a utilização dos depósitos à vista como variável é mais indicada para mensurar a preferência pela liquidez do público e não dos bancos, já que, quanto maior a liquidez para o público, menor para os bancos.

O início do crescimento do indicador de preferência pela liquidez agregada dos bancos ocorreu em abril de 2008, antes do aumento dos outros indicadores (outubro de 2008). Enquanto que os indicadores dessazonalizados de preferência pela liquidez do público e dos bancos reduziram em 2008, o indicador dessazonalizado de preferência pela liquidez agregada dos bancos teve um pequeno aumento.

Portanto, o comportamento dos fatores relacionados com a captação e aplicação de recursos das instituições financeiras e o indicador de preferência pela liquidez agregada dos bancos demonstram que os agentes optaram por ativos financeiros líquidos e de menor risco durante o ano de 2008, aumentando sua preferência pela liquidez devido ao aumento das incertezas originadas pela *Crise do Subprime*.

Entretanto, os indicadores dessazonalizados e as suas médias anuais apresentaram um comportamento inverso, pois diminuíram no período de 2003 a 2008, com exceção do indicador de preferência pela liquidez agregada dos bancos.

Estes resultados demonstram que o contágio dos efeitos da *Crise do Subprime* foi menor no Brasil do que o verificado em outras economias em relação à imensa redução de oferta de crédito e à diminuição dos depósitos provocada pela

falta de confiança na situação financeira dos bancos, que causaram a falência de instituições financeiras no exterior.

Este estudo possui limitações, pois não abordou todas as variáveis que impactam na preferência pela liquidez dos agentes e não há como concluir que os resultados obtidos também demonstram o comportamento dos bancos menores durante a crise financeira devido à concentração da liquidez existente no setor bancário. Entretanto, há expectativa de que os resultados e conclusões apurados possam subsidiar a comunidade acadêmica e o mercado com informações e análises em estudos futuros, projeções de cenários e fornecer suporte a decisões referente ao direcionamento de valores durante uma crise financeira.

Como continuidade deste estudo deve-se buscar o aprimoramento das análises de verificação dos níveis de preferência pela liquidez dos agentes ponderando outras variáveis.

Portanto, recomenda-se a realização de pesquisas futuras para completar este estudo, com a aplicação de uma amostra maior, mensurando a influência do prêmio de risco de liquidez, do crescimento da renda da população e do volume de recursos direcionados para fundos de investimento e para ativos de renda variável no nível de preferência pela liquidez dos agentes que atuam no mercado financeiro, por exemplo.

## REFERÊNCIAS

AMADO, Adriana Moreira. Preferência pela Liquidez: O novo contexto financeiro internacional inviabiliza a teoria? **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 24, n. 4, p. 500-514, 2004.

BERNANKE, Ben S. Finanças Habitacionais e Política Monetária. **Kansas City Fed Economic Annual Symposium**. Jackson Hole: 2007.

BIASOTTO, Helena; BESSADA, Octávio. **Sistemas de pagamentos e estabilidade financeira: o caso brasileiro**. Notas Técnicas do Banco Central n. 44. Banco Central do Brasil. Brasília: Abril de 2004. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?NOTASTEC>>. Acesso em: 15 jun. 2009.

BLATT, Adriano. **Avaliação de risco e decisão de crédito**: um enfoque prático. São Paulo: Nobel, 1999.

CAMARGO JUNIOR, Alceu Salles; NAKAMURA, Wilson Toshiro. Tobin, Decisão de Investimento e a preferência pela liquidez no Brasil. **FACEF Pesquisa**, v. 9, p. 307-315, 2007.

CARVALHO, Antonio Gledson de. Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil: a experiência dos anos 90. **Economia Aplicada: Brazilian Journal of Applied Economics**. v. 4. n. 3, 2000 p. 597– 632.

CAVALCANTE, Anderson; CROCCO, Marco; JAYME JÚNIOR, Frederico Gonzaga. Preferência pela Liquidez, Sistema Bancário e Disponibilidade de Crédito Regional. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 2004, Uberlândia. **Anais do IX Encontro Nacional de Economia Política**, 2004.

CHERNAVSKY, Emilio. O Brasil na Crise: expectativas sob incerteza e comportamento convencional. In: XIV ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 2009, São Paulo, SP. **Anais do XIV Encontro Nacional de à Economia Política - Mesa 22 (Política Macroeconômica)**, 2009.

CORAZZA, Gentil. Crise e reestruturação bancária no Brasil. **Revista Análise**, Porto Alegre, v. 12, n. 2, p. 21-42, 2001.



COSTA, Fernando Nogueira da. **Economia monetária e financeira: Uma abordagem pluralista.** São Paulo: Makron, 1999.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviços.** 16.ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005.

FRALETTI, Paulo Beltrão. **Ensaio sobre Taxas de Juros em Reais e sua Aplicação na Análise Financeira.** 2004. 160 f. Tese (Doutorado) – FEA. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira.** Trad. Jean Jacques Salim e João Carlos Douat. 7. ed. São Paulo: Harbra, 1997.

GORTON, Gary. The Panic of 2007. In: Federal Reserve Bank Of Kansas City, JACKSON HOLE CONFERENCE, **Maintaining Stability In A Changing Financial System**, 2008, Jackson Hole. Kansas: Federal Reserve Bank of Kansas, 2008.

GREENSPAN, Alan. **A era da turbulência: aventuras em um novo mundo.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

GREMAUD, Amaury Patrick; VASCONCELLOS, Marco Antonio Sandoval de; TONETO JUNIOR, Rudinei. **Economia brasileira contemporânea.** 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

HERMAN, Jenifer. Da liberalização crise financeira norte-americana: a morte anunciada chega ao Paraíso. **Revista Economia Política**, v. 29, n.1, p. 138-141, 2009.

HICKS, John Richard. (1946). **Valor e capital: estudo sobre alguns princípios fundamentais da teoria econômica.** São Paulo: Abril Cultural, 1984-1987. 276 p.

HIGUCHI, Rene Hironobu ; PIMENTA JÚNIOR, T. . Variáveis Macroeconômicas e o Ibovespa: um estudo da relação de causalidade. REAd. **Revista Eletrônica de Administração**, v. 14, p. 1-20, 2008.

HINGEL, Ricardo Richiniti. A Crise e o papel do crédito. In: MORAIS, I.A.C.; HINGEL, R.R.. (Org.). **A Crise Econômica Internacional e os Impactos no Rio Grande do Sul.** Viamão: Entremeios, v. 1, p. 59-93, 2009.

KEYNES, John Maynard. (1936). **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. São Paulo: Atlas, 1982. 328 p.

KINDLEBERGER, Charles Poor; ALIBER, Robert Z. **Da euforia ao pânico: uma história das crises financeiras**. São Paulo: Gente, 2009.

MANKIWI, Nicholas Gregory. **Introdução à economia**. Trad. Allan Vidigal Hastings. 3. ed. São Paulo: Thomson Learning, 2007. 852 p.

MARTINS, Bruno Silva; ALENCAR, Leonardo S. Concentração Bancária, Lucratividade e Risco Sistêmico: uma abordagem de contágio indireto. Brasília: Banco Central do Brasil, **Trabalhos para Discussão** n. 190. Setembro, 2009. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/wps190.pdf>>. Acesso em: 12 dez. 2009.

MEURER, R.. Fluxo de Capital Estrangeiro e Desempenho do IBOVESPA. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 4, n. 1, p. 79-95, 2006.

MORAIS, I. A. C. (Org.); HINGEL, R. R. (Org.). **A crise econômica internacional e os impactos no Rio Grande do Sul**. Viamão: Entremeios, v. 1, 298 p., 2009.

OLIVEIRA, Ana Laura P. de; CASSUCE, Francisco Carlos C.; GALANTE, Valdir Antonio. A influência do risco país e das crises financeiras internacionais nos investimentos estrangeiros no Brasil no período pós Plano Real. In: 47º CONGRESSO BRASILEIRO DE ECONOMIA ADMINISTRAÇÃO E SOCIOLOGIA RURAL, 2009, Porto Alegre. **Desenvolvimento rural e sistemas agroalimentares: os agronegócios no contexto de integração das nações**, 2009.

OLIVEIRA, Giuliano Contento de. O comportamento recente do crédito e da estrutura patrimonial de grandes bancos no Brasil (2003-2005): uma abordagem pós-keynesiana. In: XI ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 2006, Vitória/ES. **Anais do XI ENEP**, 2006.

OLIVEIRA, Giuliano Contento de; CARVALHO, Carlos Eduardo. O componente "custo de oportunidade" do spread bancário no Brasil: uma abordagem pós-keynesiana. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 16, n. 3, Dec. 2007.

OREIRO, José Luís C. Preferência pela Liquidez e Escolha de Portfólio. **Análise Econômica** (UFRGS), Porto Alegre, v. 17, n. 32, p. 87-108, 1999.

OREIRO, José Luís C. Preferência pela Liquidez, Racionamento de Crédito e Concentração Bancária: uma nova teoria pós-keynesiana da firma bancária. **Estudos Econômicos. Instituto de Pesquisas Econômicas**, São Paulo, v. 35, n. 1, p. 101-131, 2005.

PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de Bancos e crédito: a abordagem pós-keynesiana de preferência pela liquidez. **Revista de Economia**, Curitiba, v. 32, p. 81-93, 2006.

PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de. Teoria da Firma Bancária. In: LIMA, G.T.; SICSÚ, J.; PAULA, L.F.R.. (Org.). **Macroeconomia Moderna: Keynes e a Economia Contemporânea**. 1a. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1999, v., p. 171-189.

PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de; ALVES JÚNIOR, Antonio José. Comportamento dos bancos, percepção de risco e margem de segurança no ciclo minskiano. **Revista Análise Econômica**, n. 39, Março, 2003.

PORTUGAL, Marcelo S.; BARCELLOS NETO, Paulo Chananeco F.; BARBOSA, Alexandre Englert. A Crise Financeira e Econômica Atual: Origens e Desdobramentos. In: MORAIS, I.A.C.; HINGEL, R.R.. (Org.). **A Crise Econômica Internacional e os Impactos no Rio Grande do Sul**. Viamão: Entremeios, v. 1, p. 21-56, 2009.

ROMERO, João Prates; JAYME JÚNIOR, Frederico G. Crédito, preferência pela liquidez e desenvolvimento regional: o papel dos bancos públicos e privados no sistema financeiro brasileiro (2001-2006). In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA - XIV ENEP, 2009, São Paulo. **Anais do XIV ENEP**, 2009.

SÁ JÚNIOR, Euridson de. **Mercado Secundário de Títulos Públicos no Brasil: Medidas de Liquidez e Determinantes do Spread de Compra e Venda para o Mercado de LTNs**. Prêmio ANDIMA de Renda Fixa Artigos Científicos - Edição 2007.

SANDRONI, P. **Novíssimo Dicionário de Economia**. São Paulo: Best Seller, 1999.

SCHRICKEL, Wolfgang Kurt. **Análise de crédito: concessão e gerência de empréstimos**. São Paulo: Atlas, 1994.

SECURATO, José Roberto. **Cálculo financeiro das tesourarias: bancos e empresas**. 2. ed. São Paulo: Saint Paul, 2003.

TAVARES, Ronnie Gonzaga. **A utilização de opções conjugadas a títulos públicos no gerenciamento da dívida interna brasileira**. Brasília: UnB, 2006. Dissertação (Mestrado em Economia) - Universidade de Brasília, Brasília, 2006.

TOBIN, JAMES. Liquidity preference as Behavior toward Risk. **The Review of Economic Studies**, n. 67, February, 1958.

VERCELLI, Alessandro. Preferência pela liquidez e valor da opção. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 12, junho 1999.

VISCO, Ignazio. A crise financeira e as previsões dos economistas. **Estudos Avançados**. São Paulo, v.23, n.66, 2009.

## ANEXO A - ALTERAÇÕES NOS DEPÓSITOS COMPULSÓRIOS

ANTES DAS MEDIDAS									DEPOIS DAS MEDIDAS									SEM ALTERAÇÃO								
Modalidade	Compulsórios / Encaixes						Exigibilidade Adicional			Direcionamento	Livre (2)															
	Alíquotas	Dedução	Cumprimento	Alíquotas	Dedução	Cumprimento	Alíquotas	Dedução	Cumprimento																	
Recursos a Prazo	15%	R\$30 milhões (base de cálculo) R\$300 milhões (exigibilidade) R\$2 bilhões (exigibilidade)	Títulos 40% Títulos 60% Espécie sem Remuneração (1)	8% 4%																						
Recursos à Vista	45% 42%	R\$44 milhões	Espécie sem Remuneração	8% 5%	R\$100 milhões (exigibilidade) R\$1 bilhão (exigibilidade)	Espécie Títulos	25% + 2% 30% + 2%	20% 21%																		
Depósitos de Poupança	20% Rural: 15% Demais: 20%	-	Espécie com Remuneração (Vinculada: TR+3%a.a.) (Demais: TR+6,17%a.a.)	10%			65% Rural: 70% Demais: 65%	5%																		
DI de SAM (3)	Margem + 15% (4)	R\$ 3 milhões	Títulos	-			-	-																		

(1) Circular 3.427/2008 - permite a dedução de aquisição de ativos, aplicação em DI e aquisição de moeda estrangeira junto ao BC  
(2) "grosso modo", pois o cálculo das exigibilidades não observa as mesmas regras  
(3) incorporado ao compulsório sobre recursos a prazo  
(4) margem em relação ao saldo-base de 1º.2.2008, acrescida de alíquota sobre estoque (20% a partir de jan/2009 e 25% de mar/2009)

Fonte: Banco Central do Brasil.

## ANEXO B - FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITOS

O Fundo Garantidor de Créditos (FGC) é uma entidade privada, sem fins lucrativos, que tem como objetivo:

- Proteger o pequeno poupador;
- promover a estabilidade do Sistema Financeiro Nacional;
- evitar crise bancária sistêmica.

O FGC é capitalizado pelas instituições financeiras por meio de contribuições mensais equivalentes a determinado percentual do montante de saldos das contas correspondentes às obrigações objeto de garantia, que são:

- Depósitos à vista ou sacáveis mediante aviso prévio;
- depósitos em contas-correntes de depósito para investimento;
- depósitos de poupança;
- depósitos a prazo, com ou sem a emissão de certificado;
- depósitos mantidos em contas não movimentáveis por cheques destinadas ao registro e controle do fluxo de recursos referentes à prestação de serviços de pagamento se salários, vencimentos, aposentadorias, pensões e similares;
- letras de câmbio;
- letras imobiliárias;
- letras hipotecárias;
- letras de crédito imobiliário.

O valor máximo de garantia proporcionada pelo FGC é de R\$ 60.000,00 contra a mesma instituição financeira associada ou contra todas as instituições associadas do mesmo conglomerado financeiro.