

Perfil da dívida das famílias e o Sistema Financeiro Nacional*

Bruno Paim**

Mestre em Economia do Desenvolvimento pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), Pesquisador do Núcleo de Estudos de Política Econômica (NEPE) da Fundação de Economia e Estatística (FEE)

Resumo

Este artigo analisa o perfil da dívida das famílias no Brasil e a sua evolução recente. Para tanto, apresenta a importância do crédito ao consumo para sustentar o crescimento econômico. Através de comparações internacionais, mostram-se as semelhanças e as diferenças perante o padrão dos demais países. A fim de conceituar o perfil do crédito no País, demonstram-se os impactos desse endividamento sobre o orçamento familiar. Por fim, identifica-se brevemente a origem da estrutura financeira sobre a qual se assenta o Sistema Financeiro Nacional, demonstrando a dificuldade para se alterarem condições enraizadas no comportamento tanto das famílias quanto das instituições financeiras. Como fica constatado, o nível de endividamento das famílias brasileiras é modesto, quando comparado internacionalmente. Contudo o perfil do endividamento, ao ser analisado o peso do serviço da dívida na renda, gera uma restrição prematura à sua expansão. Um rearranjo dessa estrutura passará por uma mudança gradual e lenta em direção à normalização.

Palavras-chave: crédito; endividamento das famílias; Sistema Financeiro Nacional.

Abstract

This article analyzes the profile of household debt in Brazil and its latest developments. For that purpose, it presents the importance of consumer credit to sustain economic growth. Through international comparisons, it shows the similarities and differences in relation to the standards of other countries. In order to define the credit profile in Brazil, the impact of this debt on the family budget is shown. Finally, it briefly identifies the origin of the financial structure on which the National Financial System rests, showing the difficulty of changing conditions rooted in the behavior of both households and financial institutions. As it is made evident, the level of debt of Brazilian households is modest when compared internationally. However, the profile of the debt, when the weight of the debt service in income is analyzed, generates a premature restriction on its expansion. A

* Artigo recebido em 16 jan. 2015.
Revisora de Língua Portuguesa: Valesca Casa Nova Nonnig.

** E-mail: bpaim@fee.tche.br

rearrangement of this structure implies a gradual and slow shift toward stabilization.

Keywords: *credit; household debt; National Financial Structure.*

1 Introdução

O Sistema Financeiro Nacional possui características que o diferenciam substancialmente do padrão internacional. Conforme reconhecido amplamente na literatura, o Brasil apresenta taxa básica de juros e *spread* bancário elevados, o que resulta em uma alta taxa de juros cobrada nos empréstimos ao tomador final. As consequências de tal estrutura sobre as famílias e as empresas transparecem também na dificuldade de se promover um desenvolvimento equilibrado no País. Os estudos a respeito do crédito no Brasil costumam concentrar-se nas dificuldades de se expandirem os empréstimos de longo prazo para as **empresas** e nas restrições que isso impõe ao desenvolvimento econômico.¹ Neste trabalho, pretende-se mostrar a importância do perfil do crédito para a dinâmica econômica e seu impacto sobre o endividamento e o comprometimento da renda das famílias.

É natural para os cientistas que estudam a economia brasileira depararem-se com determinadas idiossincrasias que distinguem o Brasil dos demais países. Também poderia ser considerada uma especificidade a tendência à preservação dessas características, ocasionadas por certa inércia institucional. A ideia de representar a evolução das instituições econômicas como uma cumulatividade de mudanças permite observar que determinadas características persistem a partir do momento em que moldam uma instituição futura. Com isso, alterar uma estrutura já estabelecida e condensada pode exigir um esforço maior. Ou seja, a desconstrução de uma instituição pode ser mais árdua do que a sua construção. É a dificuldade de alterar determinadas estruturas é o desafio a ser enfrentado, quando se reconhece que elas prejudicam o desenvolvimento almejado.

Nesse contexto, o Sistema Financeiro Nacional insere-se como um exemplo de excentricidade no que diz respeito a uma característica específica do País: o nível da taxa de juros praticado internamente. Como resultado da alta taxa básica de juros e de elevados *spreads* bancários, tem-se que a taxa de juros de

mercado pode ser considerada uma idiossincrasia tão arraigada na sociedade, que sua simples exposição já serve para iniciar a tão necessitada reflexão. Os impactos estendem-se por toda a estrutura financeira, tornando o custo da tomada de empréstimo pelo consumidor final (empresas e famílias) um dos mais altos do Mundo.

A próxima seção apresenta a importância da expansão do crédito para a dinâmica econômica brasileira na última década e seu impacto sobre o endividamento das famílias. Em seguida, faz-se uma comparação internacional, a fim de relativizar esse processo de expansão do crédito no País, além de demonstrar as diferenças no padrão de contratação do crédito nos países analisados. A seção seguinte trata da composição do **comprometimento da renda**, mostrando o peso que o serviço da dívida de cada modalidade de crédito tem sobre a renda das famílias. Por fim, demonstra-se que o perfil atual do crédito é decorrente de uma estrutura financeira com raízes profundas, cuja superação já demonstrou não ser simples.

2 Endividamento das famílias

Desde 2004, destaca-se o papel da expansão do crédito sobre a dinâmica do restante da economia. O Gráfico 1 mostra a importância do consumo das famílias para o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB), sendo o principal componente a contribuir para o resultado agregado. Tal padrão iniciou em 2004, quando a contribuição do consumo das famílias passou a ser positiva. A partir desse momento, o aumento da renda real, conjugado à ampliação do emprego, permitiu a expansão no consumo. Como se verá, o processo ganhou o reforço do crédito na manutenção de uma dinâmica expansionista.

Há grande importância na elevação do crédito às famílias como forma de sustentação do aumento do consumo, podendo-se dizer que tal movimento ocorreu como consequência da maior formalização do

¹ Ver Carvalho (2009), Frischtak (2010) e Rezende (2015).

trabalho, da regulamentação do crédito consignado, da maior disponibilidade para abertura de contas (aumento da bancarização), da maior formalização do trabalho e, principalmente, da elevação da renda real. O Gráfico 2 mostra a magnitude do aumento do crédito ao setor privado como proporção do PIB. A partir de 2004, há expressiva ampliação do crédito à pessoa física, o que coincide com a maior contribuição do consumo das famílias para o crescimento, passando de cerca de 6% do PIB para 16%. Atenta-se para a expansão do crédito imobiliário a partir de 2009, de 2% para 9% do PIB em cinco anos, algo que será tratado adiante.

Quando separado por tipo de cliente, se pessoa jurídica ou física, de março de 2007 a dezembro de 2014, o crédito para **pessoa física** passou de 14,3% para 27,5% do PIB,² sendo que, atualmente, aumenta a taxas decrescentes, ainda que altas. O segmento de crédito pessoal consignado mantém um crescimento elevado. O segmento de aquisição de bens, liderado pelo financiamento de veículos, teve sua expansão interrompida a partir 2012 e mantém seus saldos estáveis. A maior contribuição para o crescimento dos empréstimos deriva da contínua expansão do crédito imobiliário, acentuada no fim de 2008.

Esses dados demonstram o aumento da importância do crédito no PIB. Além dessa perspectiva, é necessário analisar-se o peso do crédito sobre a renda das famílias. Tal estatística é obtida através da relação entre o saldo da dívida e o rendimento das famílias acumulado em 12 meses, representada no Gráfico 3. Com esse dado, a análise incorpora, especificamente, a proporção entre o crescimento do crédito e o da renda das famílias, o que demonstra uma dinâmica diferente da relação com o PIB, por exemplo, caso a proporção da renda das famílias sobre o PIB tenha-se alterado. Entretanto é válido relativizar-se o poder desse argumento para justificar a solvabilidade e a alavancagem das famílias, uma vez que a dívida é uma variável de estoque, enquanto a renda deriva do fluxo. Assim, uma análise mais completa deveria incluir os ativos em posse das famílias, que poderiam ser utilizados para quitar as dívidas.

De qualquer forma, o Gráfico 3 apresenta o endividamento em relação à renda acumulada em 12

meses na última década, no qual se observa um crescimento quase linear do endividamento total (hachurado claro), porém com mudanças em sua composição. Até o fim de 2008, o crédito habitacional (diferença entre o total hachurado claro e o escuro) chegava a cerca de 5% da renda das famílias. A partir de 2009, houve uma aceleração dessa modalidade de crédito, que alcançou o montante de 17,7% da renda em 2014. Por outro lado, desde 2011, há um arrefecimento do endividamento não habitacional (crédito pessoal e para aquisição de outros bens móveis), que passou a se reduzir em setembro de 2012 (hachurado escuro).

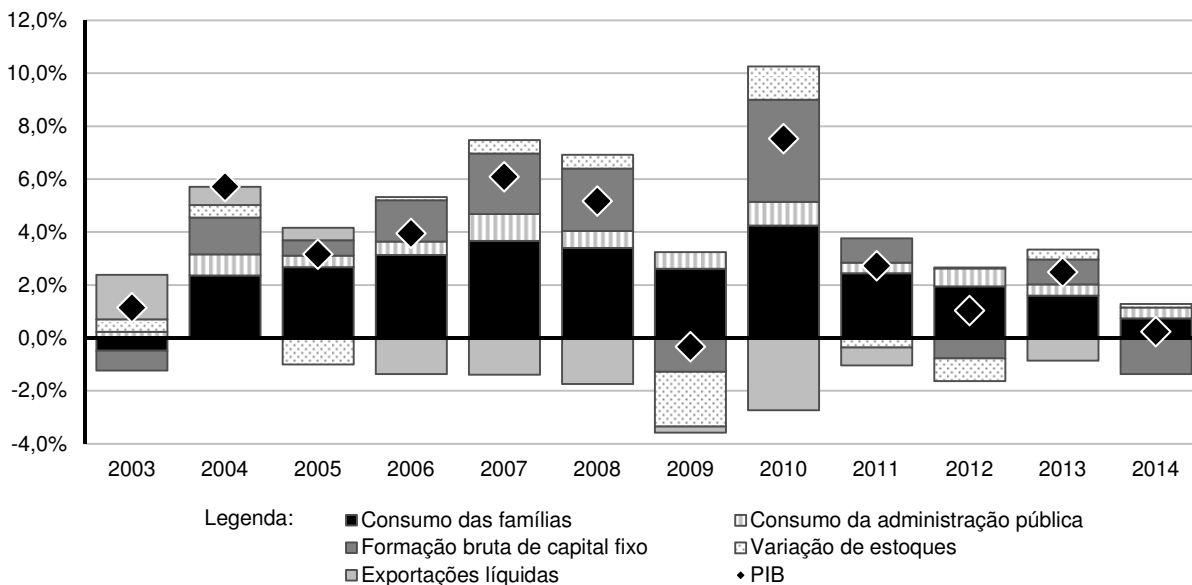
Em 2005, o endividamento das famílias, excluindo-se o segmento habitacional, representava 15% da renda acumulada em 12 meses. Em 2014, essa relação chegou a 28,1%. No entanto, percebe-se que, a partir de 2009, há uma desaceleração profunda no crescimento da parcela não habitacional. Assim, ressalta-se que a manutenção do crescimento desde 2009 se deve ao crédito habitacional, enquanto a parcela não habitacional vem diminuindo em relação à renda. No total, o endividamento das famílias, que correspondia a 18% da renda acumulada em 12 meses, alcançou o montante de 45,8% em 2014.

A seção a seguir apresenta uma comparação internacional, a fim de traçar um paralelo entre o padrão de endividamento brasileiro após o período de expansão com o de outros países. A relativização desse crescimento recente é necessária para se perceberem as idiosincrasias presentes na economia brasileira.

² Sempre que possível, procurar-se-á divulgar o número da série constante no Sistema Gerador de Séries Temporais do Banco Central do Brasil utilizada em cada estatística. Nesse dado, considerou-se a série 20624. Diferentemente do dado anterior, nesse estão contabilizados todos os empréstimos à pessoa física, incluindo imobiliários e outras modalidades separadas por setor anteriormente.

Gráfico 1

Contribuição dos componentes da demanda para o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) no Brasil — 2003/14



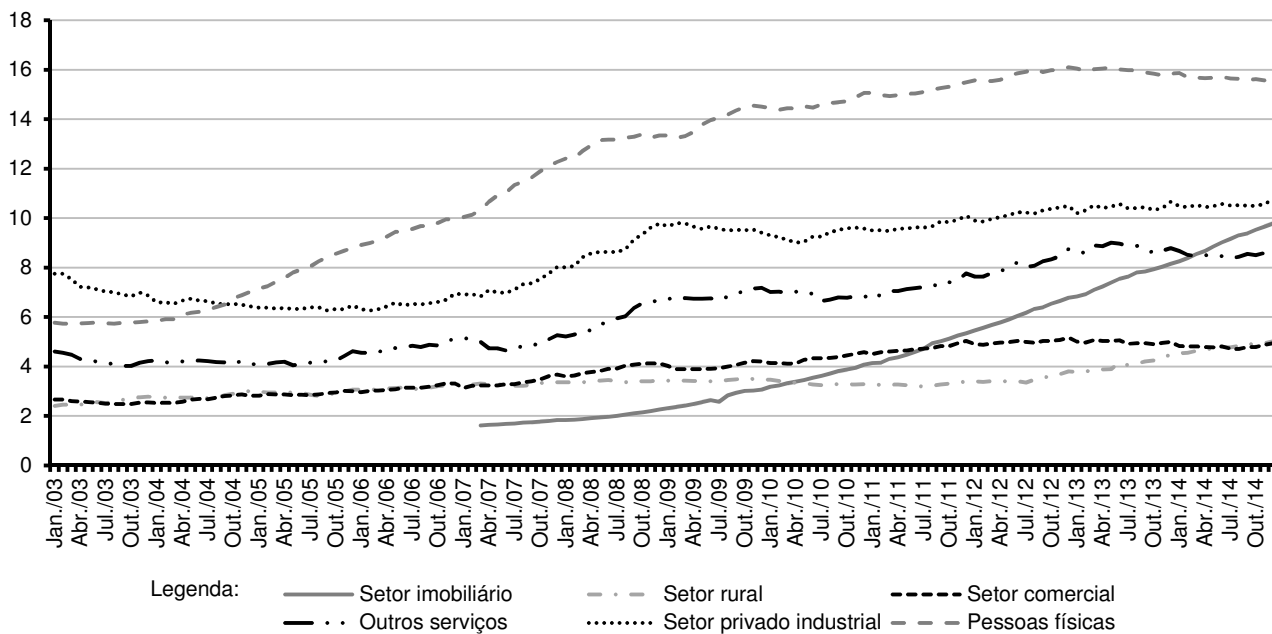
FONTE: IBGE (2015).

NOTA: Dados acumulados até setembro de 2014.

Gráfico 2

Saldo das operações de crédito ao setor privado em relação ao Produto Interno Bruto (PIB), por setor, no Brasil — 2003-14

Percentual do PIB

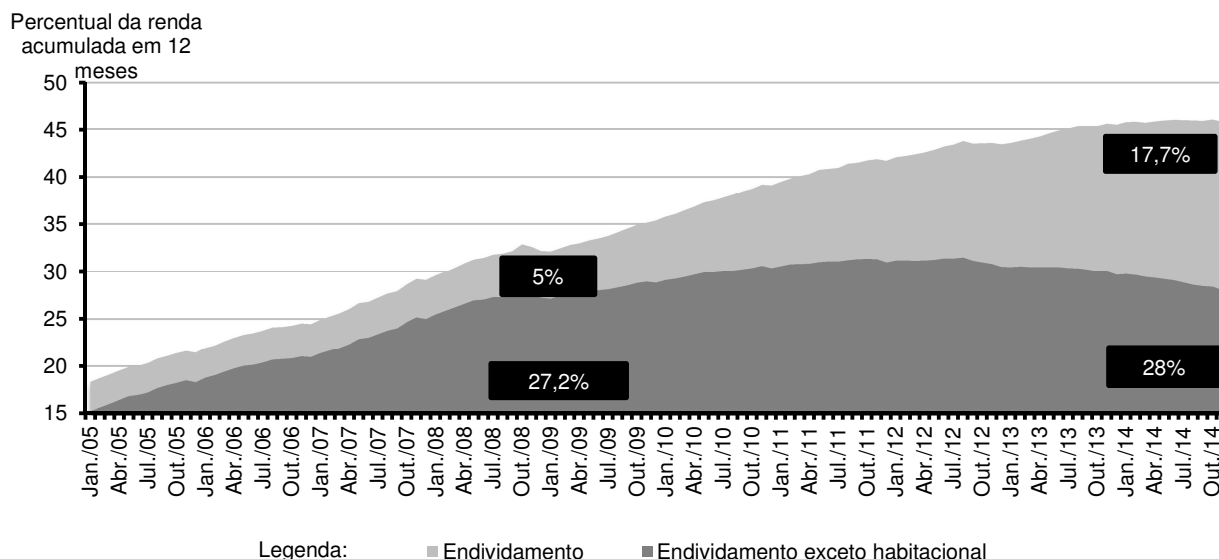


FONTE: Bacen (2015).

NOTA: Nesse gráfico, foram utilizadas as séries 17467, 17469, 17470, 17471, 17472 e 21245 do Sistema Gerador de Séries Temporais do Banco Central do Brasil.

Gráfico 3

Endividamento das famílias em relação à renda acumulada em 12 meses, no Brasil — 2005/14



FONTE: Bacen (2015).

NOTA: Nesse gráfico, foram utilizadas as séries 19882 e 20400 do Sistema Gerador de Séries Temporais do Banco Central do Brasil.

3 Comparações internacionais

A questão do custo do crédito no Brasil foi pauta de diversos estudos³ que apontam duas questões-chave, quando se comparam os dados internacionais: a elevada taxa básica de juros e os altos *spreads* cobrados pelas instituições financeiras. A soma desses dois fatores resulta em uma das maiores taxas reais de juros cobradas das empresas e das pessoas físicas no Mundo. O Gráfico 4 apresenta uma comparação internacional, na qual o Brasil aparece com a maior taxa real de juros de empréstimo dentre os países com um nível médio de crédito privado em relação ao PIB. Como se pode perceber, o Brasil apresenta taxas superiores às de países como Colômbia, Peru, Paraguai e Nigéria, dentre outros. Por outro lado, a relação entre dívida privada e PIB mantém-se na média dos demais, sendo expressivamente menor do que nos países desenvolvidos, ou mesmo na China e na África do Sul. Nesse sentido, é premente questionar: o alto custo dos empréstimos é um dos fatores que limitam a expansão do crédito no

País? Na próxima seção, são apresentados dados que dão indícios para uma resposta afirmativa.

É válido frisar, como foi visto, que a elevação da relação crédito/PIB é recente na economia brasileira, tendo início em 2004.⁴ Apesar de não haver diferenciação quanto à parcela de crédito com recursos direcionados, ou, então, quanto à participação do crédito habitacional nos dados apresentados, o Gráfico 4 mostra que o Brasil alcançou um nível de crédito compatível com a média internacional, apesar de manter o custo dos empréstimos elevados.

Esses dados representam o conjunto de agentes privados, ou seja, empresas e famílias. No entanto, este trabalho pretende abordar questões relativas especificamente às famílias nesse processo, pois foi o seu consumo, dentre os demais componentes da demanda (consumo do Governo, investimentos e exportações líquidas), que mais contribuiu para o crescimento da economia nos últimos anos.

Assim, enquanto o Gráfico 4 apresenta uma análise mais geral sobre as condições de empréstimo ao setor privado, o Gráfico 5 mostra uma comparação internacional com três indicadores: (a) o endividamento das famílias, medido pelo total da dívida em relação ao PIB; (b) o endividamento das famílias em rela-

³ Ver, por exemplo, World Bank (2006) e García-Escribano (2012).

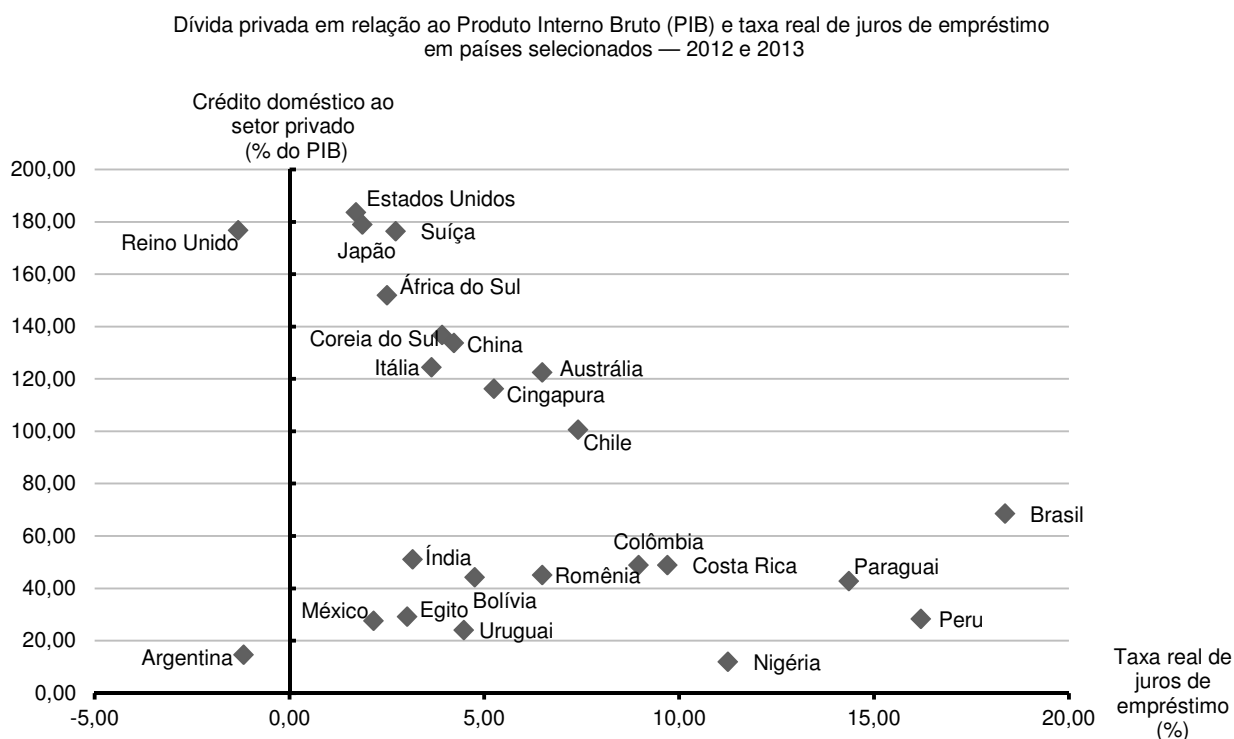
⁴ Para uma análise mais específica sobre o processo, ver Paim (2013).

ção à renda disponível bruta; e (c) o comprometimento da renda, medido pelo percentual da renda corrente das famílias destinado ao pagamento do serviço da dívida (juros e amortização). Nota-se que, no Brasil, o endividamento é menor do que nos países desenvolvidos, bem como está na média dos demais. Contudo o comprometimento da renda é superior, principalmente quando relativizado pelo tamanho da dívida, o que incita ao questionamento sobre as causas e as consequências de tal perfil, ou seja, é necessário analisar-se o porquê de o serviço da dívida ser excessivamente alto.

Como se viu, o nível de endividamento no País, apesar de ter crescido bastante na última década,

mantém-se dentro dos padrões internacionais. No entanto, quando se considera a parcela comprometida da renda das famílias, nota-se um peso desproporcional ao tamanho da dívida. A próxima seção trata de demonstrar as causas dessa estrutura e o seu impacto sobre a sustentabilidade do processo de expansão do crédito no País. Como ficará demonstrado, há motivos claros para determinar as características que diferenciam qualitativamente a dívida brasileira das demais nações, ou seja, as diferenças na qualidade do crédito podem ser representadas quantitativamente.

Gráfico 4

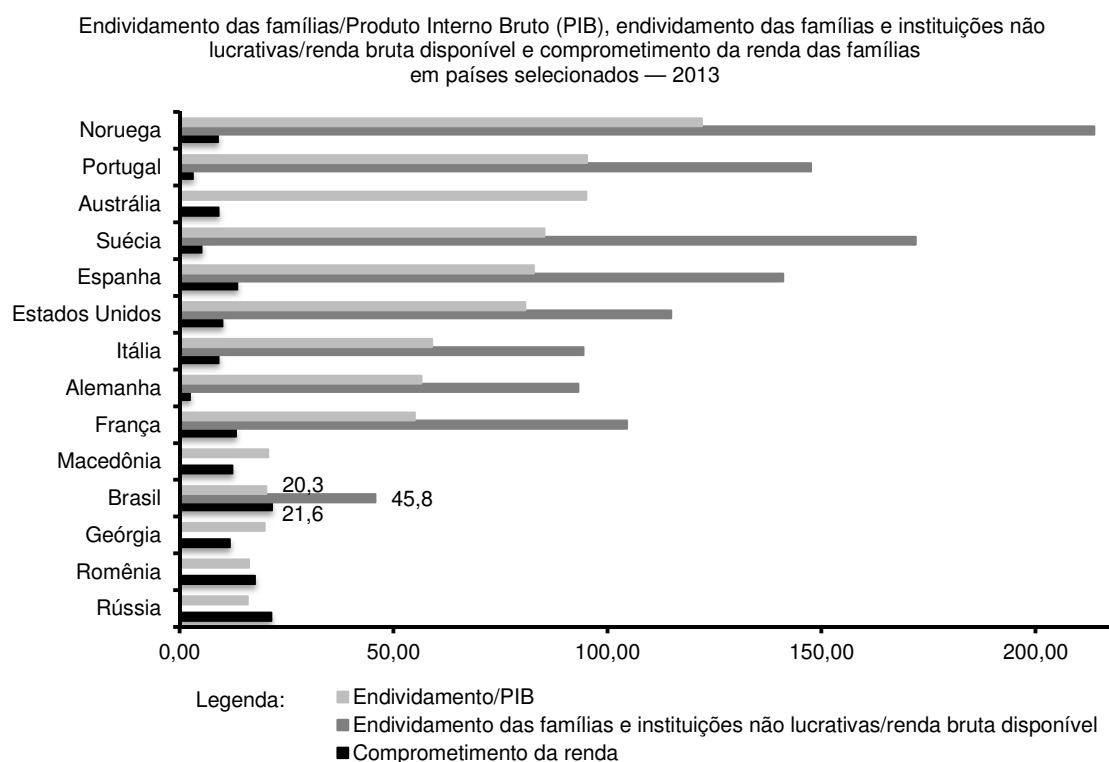


FONTE: World Bank (2015).

NOTA: 1. A dívida privada em relação ao PIB é composta pelo crédito doméstico ao setor privado, a empresas e a famílias fornecido por instituições financeiras.

2. A taxa real de juros de empréstimos é obtida pelo Banco Mundial através da utilização do deflator implícito do PIB aplicado sobre a taxa de juros de empréstimos de curto e médio prazos.

Gráfico 5



FONTE: FMI (2015).

OCDE (2015).

Bacen (2015).

NOTA: 1. Dados referentes a 2012.

2. Para o Brasil, o dado do endividamento em relação à renda não inclui instituições sem fins lucrativos.

3. Referentemente ao Brasil, o dado do endividamento em relação ao PIB fornecido pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) difere da estatística do Banco Central do Brasil (Bacen). Preferiu-se manter a mesma fonte dos demais países.

4 O perfil da dívida das famílias no Brasil

A análise sobre o perfil da dívida das famílias brasileiras passa pela diferenciação de dois aspectos: (a) o endividamento e (b) o comprometimento da renda com o serviço da dívida. Se, na última década, o papel da expansão do crédito foi fundamental para sustentar o aumento do consumo das famílias, para o futuro, suscita-se a questão de que um esgotamento desse processo impediria uma retomada desse crescimento. Tal diagnóstico pressupõe a análise de quais condições devem ser trabalhadas e alteradas, a fim de reduzir o comprometimento da renda das famílias e, assim, permitir o impulso via utilização do crédito em uma nova expansão da demanda.

O Gráfico 6 mostra que, em janeiro de 2005, dos 15,6% da renda comprometida com o serviço da dívida, 11 p.p. eram para amortização e 4,6 p.p. deriva-

vam do pagamento de juros. Passada uma década da expansão do crédito, o comprometimento da renda encontra-se em 21,2%, sendo 12,3 p.p. para amortização e 8,9 p.p. para juros. Com isso, tem-se que a proporção do pagamento de juros sobre o total do serviço da dívida saltou de cerca de 30% para 42%, sendo importante ressaltar que, no período atual, o serviço da dívida incide sobre um saldo maior. Ou seja, a expansão do crédito aprofundou uma característica negativa da estrutura financeira nacional: a parcela da renda destinada ao pagamento de juros da dívida aumentou, desviando para as instituições financeiras recursos que poderiam ser utilizados para melhorar a qualidade de vida das famílias.

Assim, a questão principal a ser enfrentada diz respeito à qualidade da dívida das famílias brasileiras. Quando se compreende que o nível de endividamento, apesar de ter crescido, é condizente com os padrões internacionais, o perfil da dívida leva a reconhecer problemas a serem resolvidos. Nesse sentido,

é necessário aprofundar a análise, para perceber o peso que os juros altos e os prazos curtos têm no comprometimento da renda das famílias. A fim de responder essa questão, procedeu-se a uma decomposição do cálculo de comprometimento da renda segundo metodologia divulgada em diversos documentos do Banco Central.⁵

Conforme pode ser observado no Gráfico 7, a análise decompõe a participação de cada tipo de empréstimos à pessoa física, na tentativa de traçar um perfil mais exato das condições adversas do crédito familiar.⁶ Os dados necessários para o cálculo estão disponíveis somente a partir de março de 2011, quando houve a reformulação nas metodologias de mensuração do crédito por parte do Banco Central. Dessa forma, fica reduzida a capacidade de acompanhar-se a evolução dos indicadores em prazo mais longo. De qualquer modo, para variações mais evidentes, poder-se-ão fazer observações sobre a evolução recente.

Apesar de ser constituído por bens de maior valor, o crédito imobiliário apresenta prazo mais longo e

taxas de juros mais baixas. As taxas médias de juros para o crédito habitacional são cerca de 9% ao ano. O prazo dessas operações é de, aproximadamente, 30 anos.⁷ Com isso, embora represente 40% do **saldo total da dívida das famílias** aqui considerado, a parcela da renda comprometida com o **serviço da dívida** do crédito imobiliário é baixa, ainda que crescente, situando-se em torno de 2%.

Os outros 60% do **saldo da dívida das famílias** são compostos pelo crédito pessoal, pelo crédito para aquisição de veículos, pelo crédito rotativo (cartão de crédito e cheque especial) e por outros empréstimos. Tais segmentos possuem prazos menores e taxas de juros maiores, o que repercute em um comprometimento maior da renda corrente das famílias. O crédito pessoal representa, aproximadamente, 33% do total devido pelas pessoas físicas, tomando cerca de 7% da renda disponível das famílias. A maior parte é fruto do crédito consignado, que compromete cerca de 4% da renda das famílias. É válido ressaltar-se que as taxas de juros do crédito não consignado chegam a ser três vezes maiores que as do consignado, enquanto o prazo médio varia entre 42 meses para o não consignado e 49 meses para o consignado.

A aquisição e o arrendamento de veículos representam 17% do **saldo da dívida** e comprometem 3,8% da renda disponível das famílias, sendo que o valor decresce desde o início da série gerada, em março de 2011. O componente outras operações inclui a aquisição e o arrendamento de outros bens, o desconto de cheques e outras operações que não foram enquadradas nas modalidades anteriores, a exemplo do desconto de notas promissórias e dos adiantamentos a depositantes.

O componente que se destaca no comprometimento da renda, representando a maior parcela, recai sobre o crédito rotativo, caracterizado pelo cartão de crédito (rotativo e parcelado) e o cheque especial. Apesar de constituírem somente cerca de 6% do saldo da dívida das famílias, as altas taxas de juros⁸ e o

⁵ A atual metodologia foi apresentada, em setembro de 2011, no **Relatório de Estabilidade Financeira** do Banco Central do Brasil. As versões anteriores foram divulgadas em boxes: Bacen (2008), Bacen (2009), Bacen (2010) e Bacen (2010a). Seguindo essas referências, a decomposição do comprometimento da renda elaborado neste trabalho utiliza os dados das taxas médias de juros das operações, do saldo da carteira e do prazo médio da carteira para calcular as respectivas prestações de cada modalidade de crédito à pessoa física, seguindo o sistema Price de prestações constantes. Para o crédito imobiliário, optou-se pelo sistema SAC, devido à predominância desse método na modalidade. Como a taxa de juros publicada pelo Bacen corresponde à média das operações do mês, utilizaram-se os dados disponíveis para calcular a média dos meses correspondente ao prazo médio, exceto para o crédito rotativo. O prazo médio divulgado pelo Bacen foi normalizado para o número de prestações, seguindo a regra $2n-1$, em que n é o número fornecido pelo Bacen. A partir do cálculo da prestação de cada modalidade, procedeu-se à divisão pela massa salarial ampliada disponível, dessazonalizada via X-12 ARIMA. Recentemente, o Banco Central do Brasil (2014) divulgou uma nova pesquisa que analisa o comprometimento da renda **dos tomadores de crédito**, ou seja, considera apenas a renda das famílias endividadadas, e não o agregado total da massa salarial ampliada disponível. Assim, consegue-se analisar o comprometimento das famílias conforme a faixa salarial. Outros artigos buscam a mesma segmentação através da utilização da Pesquisa de Orçamento Familiar do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) (Ferreira; Lima 2014).

⁶ Embora se tenha procedido conforme descrito pelo Bacen, há algumas diferenças que não foram justificadas até o momento. Enquanto o dado oficial (série 19881) divulgado pelo Bacen mostra, para novembro de 2014, um comprometimento da renda de 21,23%, o cálculo da decomposição apresentado neste trabalho chega a 19,33%. De qualquer modo, preferiu-se manter a divulgação dessa pesquisa, devido à sua relevância, bem como a fim de incentivar aprimoramentos futuros.

⁷ Segundo nota de rodapé do **Relatório de Estabilidade Financeira** (2011, p. 14), o número de prestações é obtido por $2n-1$, onde n é o número de meses dado pelo prazo médio de cada modalidade divulgado nas séries 20954 a 20973 para recursos livres e nas 20987 a 21002 para recursos direcionados.

⁸ Como o Bacen não dispõe de uma série para as taxas de juros de cartão de crédito, aplica-se um fator sobre as taxas do cheque especial. O fator utilizado neste artigo é 1,26. O número foi determinado a partir da relação média entre as taxas no ano de 2014, obtidas a partir de pesquisa mensal da Associação Nacional dos Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade (ANEFAC) (2014).

curto prazo⁹ elevam o serviço da dívida vinculado a essas modalidades, chegando a 5,4% de comprometimento da renda disponível das famílias, ou seja, as condições de empréstimo dessas modalidades fazem com que 6% do saldo da dívida representem mais um quarto do total comprometido da renda, sendo essa uma parcela crescente no período observado.

Fica claro que o perfil da dívida das famílias acaba por comprometer a expansão do crédito no País. Caso esse volume de dívidas fosse tomado em melhores condições, haveria maior espaço para endividamento sem aumento do comprometimento da renda. No entanto, essa alternativa passa tanto por uma mudança do comportamento das famílias quanto por uma reestruturação das condições gerais de empréstimo. Do lado do comportamento das famílias, tem-se que o recente processo de bancarização exige um aprendizado que deverá evoluir conforme crescer o acesso a esses instrumentos. Por outro lado, a desinformação acaba sendo uma aliada das instituições financeiras, que aproveitam essa condição para elevar a utilização das categorias de crédito que possuem os maiores *spreads*: o cartão de crédito e o cheque especial.

A expansão do crédito consignado permite que se faça uma reflexão mais aprofundada. A combinação entre baixa probabilidade de inadimplência e menores taxas de juros não impede a boa rentabilidade dos bancos, que disputam de forma agressiva os clientes e incentivam a utilização dessa modalidade. A falta de esclarecimento de parcela da população torna comum a utilização de recursos sem a necessidade, sendo inclusive tomados por intermediários para outras pessoas, as quais se utilizam das melhores condições de empréstimo concedidas aos aposentados e pensionistas, obtendo crédito em seu nome. Esse foi um dos motivos relatados para justificar a inadimplência em resultados preliminares de uma recente pesquisa qualitativa promovida pelo Banco Central (Bacen, 2014).

Os elevados juros cobrados no Brasil e o baixo prazo vigente acabam por diminuir a capacidade de endividamento, devido ao alto custo que recai sobre o tomador final. Tal fato pode ser usado para justificar o precoce esgotamento do canal do crédito como sus-

tentáculo da expansão do consumo. Quando se compara a situação brasileira atual à de outros países, percebe-se que a estrutura brasileira, há muito, se desenvolve sobre condições adversas de custo de crédito.

Embora seja interessante rever as condições necessárias para se possibilitar uma nova expansão do consumo e propiciar um novo estímulo ao investimento, a importância de uma reestruturação das condições de empréstimo vai muito além do estímulo ao consumo. Na verdade, o que se verifica é que rever a estrutura financeira é um fim em si mesmo e não somente um meio para impulsionar o crescimento. O que a análise demonstra é que uma parcela excessiva da renda das famílias é direcionada para as instituições financeiras na forma de juros e encargos da dívida, devido aos altos *spread* e taxa básica. Essas condições impedem uma maior contribuição do consumo das famílias para o produto, geram efeitos sobre a estrutura distributiva, bem como adicionam um componente de instabilidade,¹⁰ dado o peso excessivo dos juros no orçamento das famílias. Contudo, como será visto na próxima seção, as raízes construídas historicamente dificultam qualquer processo de transformação dessa estrutura financeira.

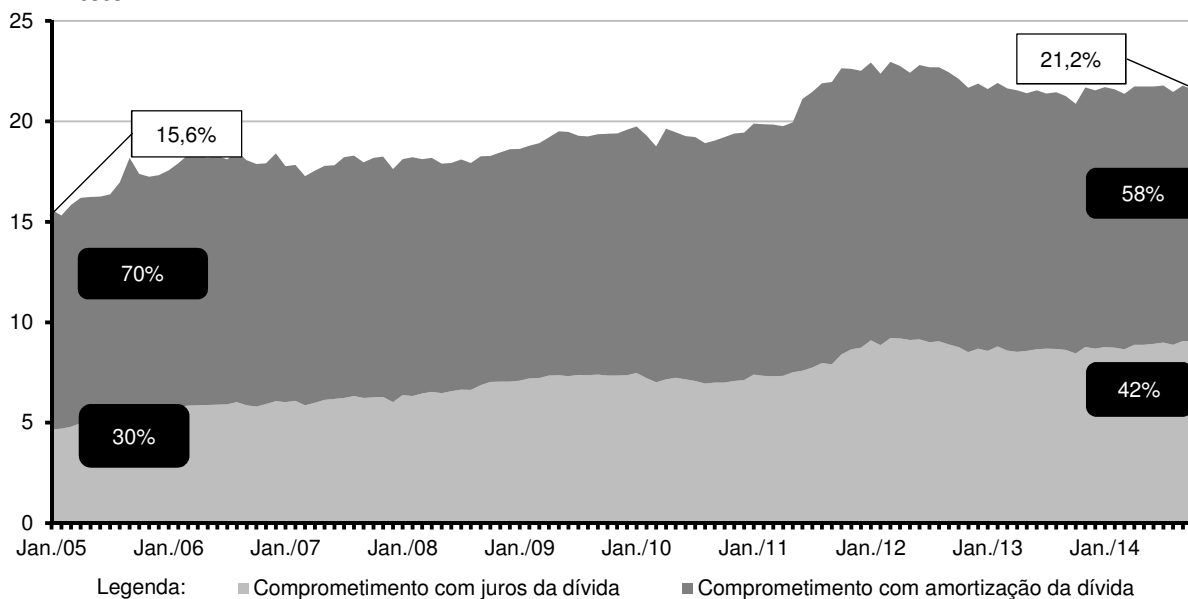
⁹ Para fins metodológicos, consideraram-se os seguintes procedimentos para cálculo do prazo médio: para o cartão de crédito rotativo, segundo regulamentação do Bacen de junho de 2011, o pagamento mínimo deve ser de 15% do total da fatura. Tem-se que serão necessários 6,7 meses para quitar a dívida. Para o cheque especial, o Bacen utiliza o prazo discricionário de 19 meses, levando em conta que o saldo se reduz 5% ao mês.

¹⁰ Como nos modelos apresentados por Setterfield, Kim e Rees (2014), a forma como as famílias quitam o serviço da dívida impacta a sustentabilidade do crescimento econômico, afetando, de forma quantitativa e qualitativa, a dinâmica econômica.

Gráfico 6

Comprometimento da renda das famílias com o serviço da dívida no Brasil — 2005-14

Percentual da renda
acumulada em 12
meses

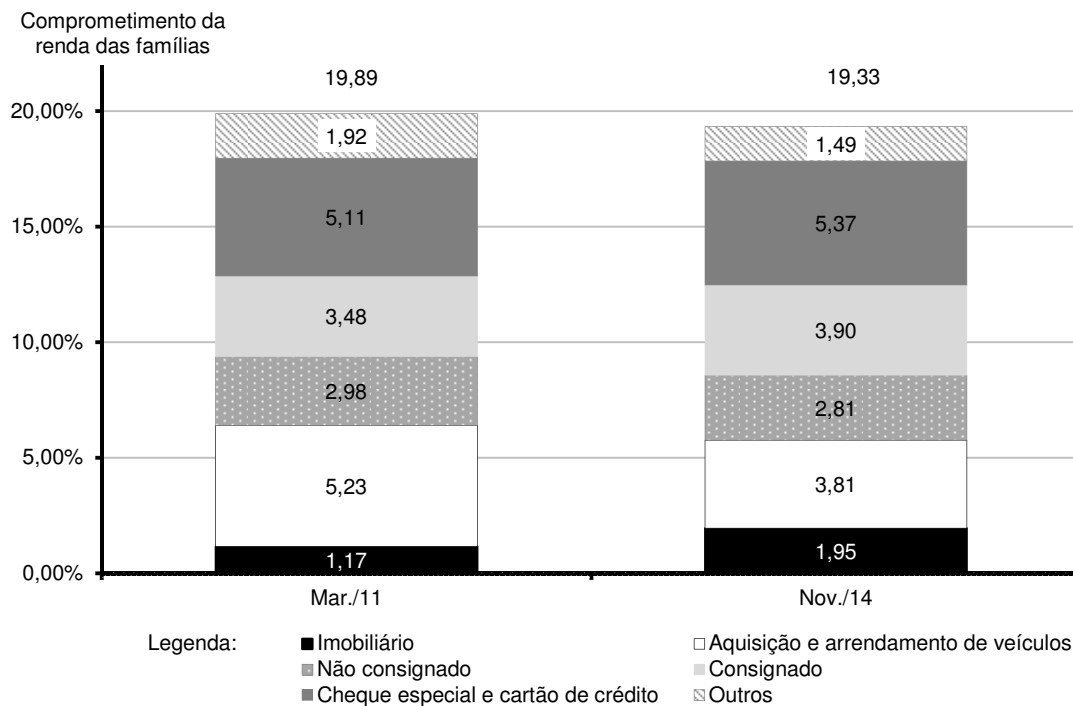


FONTE: Bacen (2015).

NOTA: Para o serviço da dívida, foram utilizadas as séries 19879, 19880 e 19881 do Sistema Gerador de Séries Temporais do Banco Central do Brasil.

Gráfico 7

Decomposição do comprometimento da renda das famílias no Brasil — mar./11 e nov./14



FONTE: Bacen (2015).

5 As origens e as tentativas de alterar a estrutura financeira

O marco que permite entender a estrutura sobre a qual o Sistema Financeiro Nacional criou as anomalias descritas anteriormente pode ser entendido a partir do processo (hiper)inflacionário da década de 80. As instituições criadas para corrigir os rumos da economia e proteger o sistema financeiro exercem influência profunda no comportamento dos agentes econômicos.

Conforme descreve Resende (2006), no ano de 1986, criaram-se as Letras do Banco Central (LBCs), títulos indexados à taxa de juros do *overnight*, com liquidez diária. A ferramenta foi concebida como uma estratégia para proteger os detentores da dívida pública de um futuro aumento drástico na taxa básica de juros, derivada da política monetária agressiva a ser implantada após o fim do congelamento de preços. Os maiores detentores da dívida pública eram as instituições financeiras, que utilizavam títulos indexados com prazo superior a um ano para lastrear os depósitos do público, cuja liquidez era diária, e a remuneração era dada pelo *overnight*. Dessa forma, uma elevação abrupta da taxa básica de juros implicaria uma instabilidade, devido ao descasamento de prazo e de remuneração entre o ativo e o passivo das instituições financeiras. A saída encontrada pelo Banco Central para amenizar o risco foi adquirir os títulos do Tesouro Nacional, de prazo mais longo, e ofertar títulos com prazo de até um ano, com liquidez diária e remuneração vinculada à taxa básica do *overnight*. Esse título foi denominado de Letras do Banco Central.

Para Resende (2006, p. 222-21), é surpreendente a série de críticas da época destinadas às LBCs, que, mais tarde, se tornaram as Letras Financeiras do Tesouro (LFTs), uma vez que elas cumpriram todos os objetivos atribuídos:

As LBCs atenderam plenamente a seus objetivos: a) evitar crises sistêmicas nos momentos de rápida elevação dos juros, frequentes em tempo de inflação crônica; b) reduzir os riscos de descasamento da intermediação financeira; c) facilitar a condução da política monetária; e d) reduzir o custo de financiamento da dívida pública.

Para a época de elevada incerteza, ressalta-se o sucesso da solução encontrada pelo Banco Central para manter a estabilidade financeira, sem onerar

demasiadamente o Estado. De qualquer forma, passadas quase três décadas da sua criação, duas décadas de estabilização monetária e mais de uma década de estabilidade fiscal, a presença das LFTs torna-se uma anomalia característica da inércia institucional presente nos fenômenos sociais.

São numerosos os estudos que apontam a presença das LFTs como determinante para a manutenção de altas taxas de juros: (a) pela diminuição do efeito riqueza, ou seja, pela eliminação do impacto negativo que uma elevação dos juros causa sobre a riqueza dos detentores de títulos, pois tal impacto só existe em títulos prefixados;¹¹ (b) somadas a um **efeito renda financeira** às avessas, devido ao aumento no rendimento dos detentores de LFTs causado por uma elevação nos juros que as remuneram;¹² o que ocasionaria, por sua vez, (c) a possibilidade de equilíbrios múltiplos decorrente da utilização da taxa Selic para remuneração do mercado de curto e de longo prazos, sendo que o País estaria preso no equilíbrio com juros elevados.¹³

Da mesma forma, sabe-se que o nível da taxa Selic é um dos determinantes do *spread* bancário no País.¹⁴ Como visto no início do trabalho, são esses os dois principais componentes para explicar os altos juros cobrados nos empréstimos, que acabam por afetar o perfil do crédito das famílias.

A dificuldade em alterar-se essa estrutura demonstra o enraizamento dela no comportamento de famílias e das instituições financeiras. Recente estudo realizado pelo Banco Central (Bacen, 2014) buscou traçar um perfil do indivíduo inadimplente através de uma pesquisa qualitativa com consumidores de produtos financeiros. Entre outras características, mostrou-se a excessiva utilização do cartão de crédito e do cheque especial, algo determinante para o comprometimento da renda das famílias, como apresentado no capítulo anterior. Contudo esse fenômeno não pode ser apartado do comportamento das instituições financeiras. Dentre os motivos arrolados para o excessivo endividamento, os consumidores listaram algumas “armadilhas” desenvolvidas pelos bancos, como excesso de linhas de crédito, carência de informações claras, concessões de limites acima da capacidade de pagamento e a indicação para paga-

¹¹ Ver Pastore (2006) e Andrade e Pires (2009).

¹² Ver Modenesi e Modenesi (2012, p. 394).

¹³ Ver Amaral (2009).

¹⁴ Ver o trabalho seminal de Paula e Alves Jr. (2003). Estudos mais recentes adicionam elementos para a análise, ver Leal (2007) para uma descrição dos principais resultados.

mento do valor mínimo da fatura. A falta de preparo das famílias para a sua inclusão no sistema financeiro representa um custo de aprendizado que deve ser superado nos próximos anos.

Já pelo lado das instituições financeiras, a experiência recente do Bacen e dos bancos públicos demonstra que não será fácil mudar esses padrões. Dois momentos revelaram a rigidez da estrutura sobre a qual se assenta o Sistema Financeiro Nacional: (a) a busca do Bacen de diminuir a taxa básica de juros foi não só abandonada, como revertida, assim que a inflação se aproximou do topo da meta; e (b) a tentativa de redução do *spread* bancário utilizando o poder de mercado dos bancos públicos encontrou forte resistência nos bancos privados, que acabaram por assumir uma perda no *market-share*, ao invés da esperada contração das margens de lucro.

O ciclo de redução da taxa de juros, iniciada pelo Banco Central em fins de agosto de 2011, foi resultado de uma mudança nas expectativas da instituição a respeito da deterioração do ambiente externo e de seu impacto sobre o País.¹⁵ Naquele momento, o desenrolar da crise financeira na Zona do Euro e o impasse político na definição do aumento do teto da dívida norte-americana geraram uma piora na perspectiva de crescimento econômico, indicando uma queda das taxas de juros internacionais. Considerando o risco de contaminação da crise externa sobre a economia brasileira, o Bacen adiantou-se às expectativas do mercado e iniciou um ciclo de diminuição da taxa de juros.¹⁶ Ao fim daquele ano, alguns economistas reconheceram que tal medida foi acertada, embora inserida em um contexto arriscado.¹⁷

Em abril de 2012, o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal, bancos públicos, principiaram um processo de não só repassar a redução da taxa básica de juros, como também restringir o *spread* bancário, resultando em uma queda no custo do crédito ao tomador final. A dinâmica de crescimento da carteira de crédito das instituições públicas e privadas manifestou a resistência das últimas em participar do processo.¹⁸

Analisando-se alguns indicadores relacionados especificamente ao crédito concedido às pessoas físicas com recursos livres, percebe-se que o resultado das ações acima, quando houve, foi passageiro. A Tabela 1 mostra um resumo das alterações em algumas variáveis selecionadas para três períodos específicos de inflexão na política monetária: (a) antes do início do ciclo de redução da taxa Selic, em agosto de 2011; (b) no início do ciclo de elevação da taxa Selic, em março de 2013; e (c) em novembro de 2014, último dado disponível.

Nota-se que, em um primeiro momento, compreendido entre o início da redução da taxa básica, em agosto de 2011, até a sua primeira elevação, em março de 2013, houve diminuição da taxa Selic (-5,25 p.p.) e do *spread* (-4,98 p.p.), que culminou em uma queda da taxa de juros média (-7,76 p.p.). O resultado, no entanto, foi atingido por meio da expansão dos empréstimos originados nas instituições públicas. Ou seja, as instituições privadas sofreram uma perda do *market-share*. Do início ao fim desse processo, a participação das instituições públicas passou de 22% para 28,6%.¹⁹

No período seguinte, compreendido entre março de 2013 e dezembro de 2014, apesar de a taxa Selic ainda não ter alcançado o patamar anterior, a recomposição da taxa média de juros cobradas das pessoas físicas resultou do aumento do *spread*, que, no fim do período, alcançou níveis inclusive maiores que os praticados no período anterior. Dentre outros motivos, uma maior inadimplência poderia justificar uma elevação do *spread*. Porém, como se pode ver, isso não ocorreu. O indicador que mede atrasos superiores a 90 dias, caracterizados como inadimplência, reduziu-se durante o período, de modo que outros fatores devem ser procurados para, se não justificar, ao menos explicar esse aumento do *spread*.

Em síntese, percebe-se que as benesses de uma taxa Selic mais baixa não foram transferidas totalmente aos tomadores finais. Além disso, a durabilidade das políticas mostrou-se curta e totalmente dependente da ação governamental, pois, no momento em que os bancos públicos reduziram o ritmo de crescimento da concessão de crédito, o *spread* retornou a níveis ainda maiores do que os verificados no início do processo. O Gráfico 8 mostra a taxa de expansão da carteira de crédito à pessoa física segundo

¹⁵ Ver Ata da 161ª Reunião do Copom (Bacen, 2011).

¹⁶ Ver reportagem intitulada **BC Surpreende o Mercado e Corta a Taxa Básica de Juros em 0,5 ponto** (Safatle; Izaguirre, 2011).

¹⁷ Armínio Fraga, em entrevista ao **Jornal Valor Econômico**, expressou sua opinião: "Mantenho o que disse: ele [Alexandre Tombini, presidente do BC] foi ousado. Mas não foi uma ousadia desmesurada e a avaliação dele está se mostrando correta" (Safatle, 2011).

¹⁸ Ver Paim (2013a).

¹⁹ É válido ressaltar que, nessa participação, estão contabilizados os saldos das operações de crédito à pessoa física, incluindo recursos livres e direcionados, ao contrário das demais estatísticas desta seção, que se limitam aos créditos livres. As séries utilizadas são 2005 e 2041.

a origem dos recursos. Percebe-se que, próximo a abril de 2012, quando surgiu a iniciativa de utilizar o poder de mercado das instituições públicas para reduzir o *spread*, houve uma aceleração do crescimento do crédito com origem em instituições públicas e, concomitantemente, arrefecimento da expansão da carteira com origem privada. Os níveis mais altos de crescimento do crédito público deram-se nos meses anteriores ao início do ciclo de aumento da taxa Selic, ao qual sucedeu uma forte diminuição na velocidade da expansão.

O fato de o crédito originário das instituições públicas manter um crescimento expressivamente superior ao privado deve-se à expansão do crédito habitacional, pois, nesses dados, não foi possível separar o crédito livre do direcionado, como apresentado nas estatísticas anteriores. Contudo pode-se inferir que, como a expansão do crédito imobiliário se mantém,²⁰ a redução do crescimento do crédito à pessoa física com origem nas instituições públicas se concentrou nos recursos livres, o que converge para a tabela anterior (Tabela 1). Além disso, nos últimos meses, percebe-se uma aceleração do crédito originário das instituições privadas, bem como uma recomposição mais acelerada do *spread*.

Como visto anteriormente, o resultado transparece na qualidade da dívida das famílias, que com-

prometem parcela importante das suas rendas com o pagamento de juros. No entanto, fica claro que a alteração dessa estrutura exigirá planejamento e esforço maiores que permitam sustentar, no longo prazo, condições melhores de crédito à pessoa física. Até lá, devem ser reconhecidas algumas restrições para a política monetária: o aumento do endividamento amplia a sensibilidade a alterações da taxa básica, exigindo-se cautela na utilização excessiva da taxa Selic para estabilização monetária. Da mesma forma, na ausência de uma transformação mais profunda na estrutura financeira do País, a contratação de novas dívidas deverá acompanhar o aumento da renda.

Percebe-se que a mudança na estrutura financeira do Brasil passará por uma lenta e gradual reformulação das condições de crédito. Na base dessa estrutura, as pesquisas são unânimes em apontar a existência das Letras Financeiras do Tesouro como o maior condicionante do comportamento das instituições financeiras. Embora o diagnóstico seja convergente, as propostas para a normalização da situação são incontáveis. O reconhecimento e a identificação das consequências práticas dessa estrutura no orçamento das famílias e no potencial de crescimento do consumo legitimam o esforço para se resolverem os impasses teóricos.

Tabela 1

Variáveis selecionadas do crédito à pessoa física com recursos livres no Brasil — ago./11-nov./14

DISCRIMINAÇÃO	TAXA SELIC (% a.a.)	TAXA DE JUROS (% a.a.)	SPREAD (p.p.)	INADIMPLÊNCIA (1) (%)	PRAZO MÉDIO DA CARTEIRA (meses)	PRAZO MÉDIO DAS CONCESSÕES (meses)
Ago./11	12,50	42,3	30,4	7,1	36,0	93,2
Mar./13	7,25	34,5	25,5	7,6	35,7	91,8
Dez./14	11,75	43,4	31,0	6,5	36,9	103,4
Δ ago./11- mar./13	(2)-5,25	(2)-7,76	-4,98	(2) 0,44	-0,36	-1,40
Δ ago./11- nov./14	(2)-0,75	(2) 1,09	0,51	(2)-0,65	0,84	10,20

FONTES: Bacen (2015).

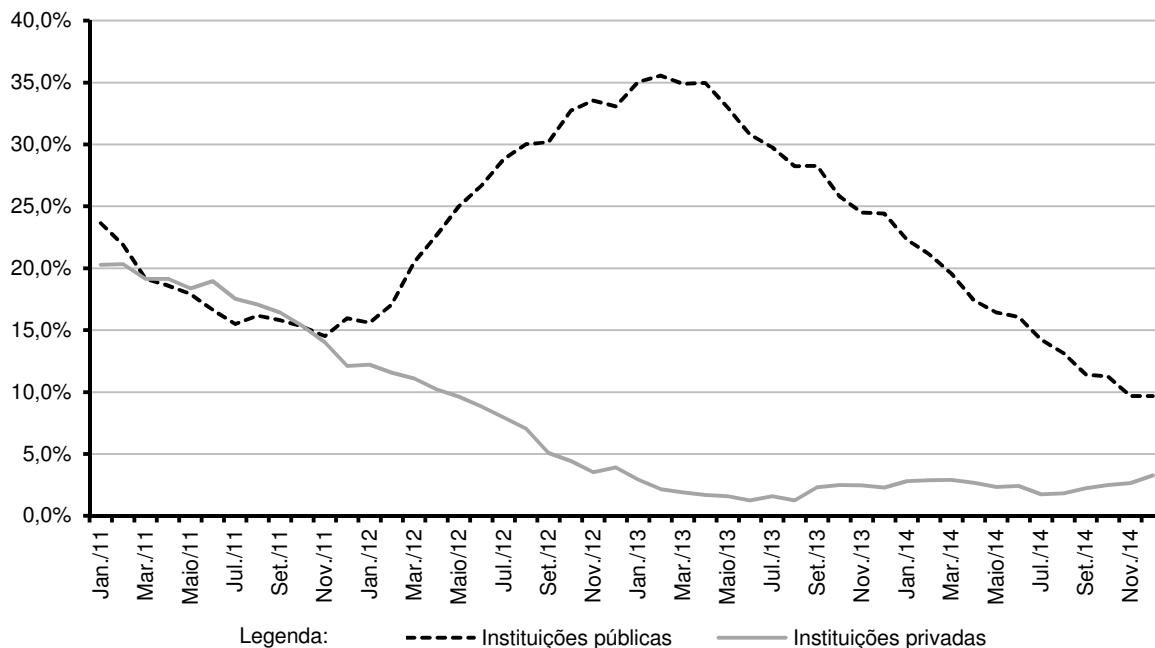
NOTA: Foram utilizadas as séries 20740, 20809, 21112, 20954, 20878 e 432 do Sistema Gerador de Séries Temporais do Banco Central do Brasil.

(1) Atraso superior a 90 dias. (2) Em pontos percentuais.

²⁰ Ver Gráfico 2.

Gráfico 8

Taxa de crescimento anual do saldo das operações de crédito à pessoa física com recursos livres e direcionados, por origem dos recursos, no Brasil — 2011-14



FONTE: Bacen (2015).

NOTA: Foram utilizadas as séries 2005 e 2041 do Sistema Gerador de Séries Temporais do Banco Central do Brasil.

6 Considerações finais

A importância do consumo das famílias para o crescimento observado, na economia brasileira, na última década insere-se em um contexto mais amplo de transformação, decorrente do aumento da renda real e do emprego no País. Como ficou demonstrado, o espaço para elevação do crédito aos níveis condizentes com os internacionais foi preenchido ao longo do período.

As características do perfil da dívida brasileira, no entanto, forçam a necessidade de se repensar a continuidade da utilização do crédito como ferramenta para a promoção do crescimento. A questão torna-se ainda mais importante, quando se reconhece que a expansão iniciada em 2004 não trouxe mudança qualitativa relevante, quando considerado o crédito à pessoa física, ou seja, o crédito expandiu-se, mas acentuou o mesmo perfil anterior, baseado em uma participação elevada do pagamento de juros sobre o serviço da dívida. Com isso, limita-se a utilização do crédito como canal para a expansão da demanda, uma vez que o peso sobre o comprometimento da renda é relativamente elevado.

A origem das estruturas que caracterizam o Sistema Financeiro Nacional pode ser traçada a partir dos anos de inflação alta nos anos 80. Uma série de dispositivos criados à época para corrigir distorções originadas no aumento de preços permaneceu mesmo após a estabilização da moeda.

Como resposta, houve, no período recente, uma iniciativa que envolveu a utilização de instituições públicas para minimizar esses impactos, seja por meio da forçada redução do *spread*, seja pela expansão dos bancos públicos. O tamanho dessa interferência, contudo, é limitado no que diz respeito à capacidade do Governo de corrigir as distorções naturalmente desenvolvidas no mercado. Assim, sustentar esse modelo de correção implica um esforço político e fiscal crescente que raramente pode ser suportado. Nesse sentido, essas limitações acabaram por culminar em um parcial abandono daquela iniciativa pública e no gradual retorno aos padrões anteriores.

A tentativa frustrada de alteração dessa estrutura, ao mesmo tempo em que demonstrou o seu enraizamento, estimulou o estudo sobre suas causas e restrições. A dificuldade de se alterarem as condições do empréstimo ao consumidor, mesmo com participação expressiva das instituições públicas, só poderá

ser superada, caso se compreendam as restrições impostas pela atual estrutura. Dessa forma, uma pretensa reformulação do Sistema Financeiro Nacional passará por reconhecer as idiosincrasias presentes no sistema brasileiro em comparações internacionais e por atentar para os impactos dessa estrutura sobre o perfil do endividamento das famílias. Contudo, até lá, será necessário reconhecer as limitações da atual estrutura, assumindo-se as contingências por ela impostas.

Somente assim, poder-se-á vislumbrar uma alternativa na qual a atividade bancária deixe de ser um fim em si mesma, para ser um instrumento do desenvolvimento. Para tanto, será necessário rever a atual estrutura e, gradualmente, demonstrar as vantagens de se possuir um sistema financeiro integrado e funcional para o crescimento econômico.

Referências

- AMARAL, R. Q. Armadilha do regime monetário brasileiro: a existência de equilíbrios múltiplos. In: OREIRO, J. L.; PAULA, L. F.; SOBREIRA, R. (Org.). **Política monetária, bancos centrais e metas de inflação**: teoria e experiência brasileira. Rio de Janeiro: FGV, 2009. p. 187-207.
- ANDRADE, J. P.; PIRES, M. C. C. A transmissão da política monetária pelo canal do efeito riqueza no Brasil. In: OREIRO, J. L.; PAULA, L. F.; SOBREIRA, R. (Org.). **Política monetária, bancos centrais e metas de inflação**: teoria e experiência brasileira. Rio de Janeiro: FGV, 2009. p. 209-235.
- ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS EXECUTIVOS DE FINANÇAS, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE (ANEFAC). **Pesquisa de juros**: dezembro de 2014. 2014. Disponível em: <<http://www.anefac.com.br/uploads/arquivos/2015112141716895.pdf>>. Acesso em: 23 fev. 2015.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN). **Ata da 161ª reunião do Copom**. 2011. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/copom/not20110831161.asp#_Toc303156891>. Acesso em: 9 fev. 2015.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN). **Endividamento e comprometimento da renda das famílias**: incorporação do conceito de massa salarial ampliada disponível: setembro de 2010. 2010a. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2010/09/ri201009b3p.pdf>>. Acesso em: 9 dez. 2014.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN). **Evolução da inadimplência, do endividamento e do comprometimento de renda das famílias**: junho de 2009. 2009. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2009/06/ri200906b3p.pdf>>. Acesso em: 9 dez. 2014.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN). **Evolução dos indicadores de endividamento e comprometimento de renda após a crise**: março de 2010. 2010. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2010/03/ri201003b2p.pdf>>. Acesso em: 9 dez. 2014.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN). **Evolução recente do crédito, da inadimplência e do endividamento**: setembro de 2008. 2008. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2008/09/ri200809b2p.pdf>>. Acesso em: 9 dez. 2014.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN). **Pesquisa qualitativa sobre o processo de endividamento**. 2014. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pec/appron/apres/Pesquisa_Endividamento.pdf>. Acesso em: 9 dez. 2014.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN). **Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS)**. 2015. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>>. Acesso em: 11 fev. 2015.
- CARVALHO, F. C. de. Uma contribuição ao debate em torno da eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil. In: OREIRO, J. L.; PAULA, L. F.; SOBREIRA, R. (Org.). **Política monetária, bancos centrais e metas de inflação**: teoria e experiência brasileira. Rio de Janeiro: FGV, 2009. p. 53-69.
- FERREIRA, H. C. B.; LIMA J. P. R. A insustentável leveza do ter: crédito e consumismo no Brasil. **Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política**, Niterói, n. 38, p. 58-88, jun. 2014.
- FRISCHTAK, C. **Financiamento voluntário de longo prazo no Brasil**: análise e recomendações. São Paulo: IEDI; Instituto Talento Brasil, 2010. Disponível em: <http://www.iedi.org.br/admin_ori/pdf/20101108_flp.pdf>. Acesso em: 26 jun. 2012.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (FMI). **Financial Soundness Indicators**. 2015. Disponível em: <<http://elibrary-data.imf.org/Report.aspx?Report=4160268>>. Acesso em: 11 fev. 2015.

GARCÍA-ESCRIBANO, M. Consumer credit growth and risks for household financial stress. In: INTERNATIONAL MONETARY FUND (FMI). **Brazil: Selected Issues Paper**. Washington, D.C.: IMF, 2012. p. 56-71. (IMF Country Report, n. 192).

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). **Sistema IBGE de Recuperação Automática (Sidra)**. 2015. Disponível em: <<http://www.sidra.ibge.gov.br/bda/cnt/default.asp?z=t&o=15&i=P>>. Acesso em: 11 fev. 2015.

LEAL, R. M. Estrutura e determinantes do *spread* bancário no Brasil após 1994: uma análise da literatura empírica. In: PAULA, L. F. de; OREIRO, J. L. (Org.). **Sistema Financeiro: uma análise do setor bancário brasileiro**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 221-251.

MODENESI, A. M.; MODENESI, R. L. Quinze anos de rigidez monetária no Brasil: uma agenda de pesquisa. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 32, n. 3, p. 389-411, 2012.

ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OCDE). **OECD StatExtracts**. 2015. Disponível em: <<http://stats.oecd.org/>>. Acesso em: 11 fev. 2015.

PAIM, B. O comportamento dos créditos público e privado no Brasil, de 2004 a 2011. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 40, n. 2, p. 33-44, 2013. Disponível em: <<http://revistas.fee.tche.br/index.php/indicadores/articler/view/2815/3116>>. Acesso em: 28 jun. 2013.

PAIM, B. Sistema Financeiro Nacional de 2008 a 2013: a importância das instituições públicas. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 41, n. 2, p. 25-40, 2013a. Disponível em: <<http://revistas.fee.tche.br/index.php/indicadores/articler/view/2971/3184>>. Acesso em: 5 fev. 2015.

PASTORE, A. C. As Letras Financeiras do Tesouro e a eficácia da política monetária. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). **Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento**. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006. p. 261-272.

PAULA, L. F.; ALVES JR., A. J. Banking behavior and the brazilian economy after the Real Plan: a Post-Keynesian approach. **Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review**, Roma, n. 227, p. 337-365, dec. 2003.

RELATÓRIO DE ESTABILIDADE FINANCEIRA. Brasília, DF: Bacen, v. 10, n. 2, set. 2011. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?RELESTAB201109>>. Acesso em: 9 dez. 2014.

RESENDE, A. L. Em defesa dos títulos de indexação financeira. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). **Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento**. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006. p. 219-227.

REZENDE, F. **Why does Brazil's banking sector need public banks? What should BNDES do?** Annandale-On-Hudson: Levy Economics Institute, 2015. (Working Paper, n. 825).

SAFATLE, C. A hora requer sangue frio, diz Armínio. **Valor Econômico**, São Paulo, 09 dez. 2011. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/brasil/1131108>>. Acesso em: 5 fev. 2015.

SAFATLE, C.; IZAGUIRRE, M. Banco Central surpreende o mercado e corta a taxa básica de juro em 0,5 ponto. **Valor Econômico**, São Paulo, 1 set. 2011. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/impreso/primeira-pagina/bc-surpreende-o-mercado-e-corta-taxa-basica-de-juro-em-05-ponto>>. Acesso em: 5 fev. 2015.

SETTERFIELD, M.; KIM, Y.; REES, J. **Inequality, debt servicing, and the sustainability of steady state growth**. New York: The New School for Social Research, 2014. (Working Paper, 04/2014). Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2514431>>. Acesso em: 15 jan. 2015.

WORLD BANK. **Brazil interest rates and intermediation spreads**. [S. l.]: World Bank, 2006. (World Bank Report, n. 36628-BR).

WORLD BANK. **The World Bank Data**. 2015. Disponível em: <<http://data.worldbank.org/>>. Acesso em: 11 fev. 2015.