

Sistema Financeiro Nacional de 2008 a 2013: a importância das instituições públicas*

Bruno Paim**

Economista, Pesquisador do Núcleo de Estudos
de Política Econômica (NEPE) da FEE

Resumo

Este artigo pretende abordar a evolução do crédito no Brasil, após a crise financeira internacional de 2008. Através da análise da expansão do crédito no período, pretende-se diferenciar a importância das instituições públicas no processo. Em um primeiro momento, essas instituições sustentaram o crescimento do crédito. Depois, foram responsáveis pela redução do spread, variável importante no custo da tomada de empréstimo. Seguindo, estuda-se o reflexo da expansão do crédito sobre a inadimplência, atentando para a diferença entre os segmentos de Pessoa Jurídica e Pessoa Física, bem como entre as instituições privadas e públicas. Por último, elabora-se uma análise do comportamento do crédito de longo prazo combinando-o com as medidas recentes de política econômica.

Palavras-chave: bancos públicos; *spread* bancário; inadimplência.

Abstract

This study addresses the evolution of credit in Brazil after the international financial crisis of 2008. Through the analysis of credit expansion in the period it is intended to distinguish the importance of public institutions in the process. At first, these institutions sustained credit growth. Then they were responsible for the reduction in the spread, which is an important variable in the cost of borrowing. Following, it is studied the impact of credit expansion on default, emphasizing the difference between the segments of Companies and Individuals, as well as between private and public institutions. Finally, it addresses an analysis of the behavior of the Long-Term Credit combining it with the recent Economic Policy.

Key words: public banks; banking spreads; default.

* Artigo recebido em 16 jul. 2013.
Revisor de Língua Portuguesa: Breno Camargo Serafini.

** E-mail: bpaim@fee.tche.br
O autor agradece aos pareceristas anônimos e aos colegas do Núcleo de Estudos de Política Econômica da FEE pelas contribuições ao presente artigo, isentando-os de quaisquer imprecisões ainda remanescentes.

1 Introdução

O ciclo de expansão da economia brasileira a partir do ano de 2004 foi acompanhado por um acentuado crescimento do crédito. Assim, elevou-se a proporção de crédito sobre o PIB entre os anos de 2004 e 2013 (junho), de 23% para 51,4%. Contudo, esse movimento não foi uniforme, se analisado de acordo com as instituições de origem, entre públicas, privadas nacionais e estrangeiras. Conforme visto em outros estudos¹, até 2008, o ano da eclosão da crise do *subprime*, a expansão concentrou-se em instituições de origem privada. Após a crise, as instituições públicas assumiram gradualmente maior destaque na participação do crédito nacional.

No presente artigo, pretende-se analisar os acontecimentos de 2008 a 2013, com vistas a esclarecer como se comportou o crédito nesse período recente. Desde o segundo semestre de 2011, houve um retorno do crescimento do crédito de origem pública, movimento acentuado em 2012 e que se mantém no primeiro semestre de 2013. Por outro lado, o crédito de origem privada mostra uma estagnação, que se manifesta na redução da sua proporção do PIB no último trimestre de 2012.

Esta análise ganha importância ao percebermos que, nesse período recente, desde o segundo semestre de 2011 o Banco Central (Bacen) promoveu a redução da taxa Selic — Sistema Especial de Liquidação e de Custódia — do nível de 12,5% em agosto de 2011 para 7,25% em outubro de 2012, que permaneceu, por cerca de seis meses, até o início de um novo ciclo, que elevou a taxa a 9% a.a. em agosto de 2013.

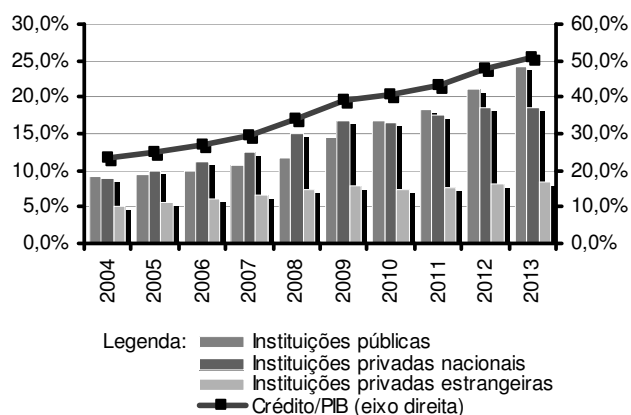
Na próxima seção, será visto o comportamento do crédito de 2008 a 2013. Na seção 3, mostra-se que os bancos públicos assumiram o compromisso de não só repassar a queda da taxa básica de juros, como também de reduzir o *spread* bancário, promovendo uma redução do custo de tomada de empréstimo. Conforme a seção 4 mostra, esse comportamento não resultou em queda da qualidade da carteira de crédito desses bancos. Na seção 5, serão apresentadas algumas considerações sobre a relação entre os impactos da política econômica e o crédito de longo prazo. Por fim, as **Considerações finais** buscam sintetizar as contribuições deste artigo.

2 Comportamento do crédito de 2008 a 2013

A expansão do crédito desde 2008 foi sustentada predominantemente por instituições públicas². Esse movimento pode ser notado quando se acompanha a participação dessas instituições no total do saldo dos empréstimos da economia: nota-se que o movimento iniciado em 2008 se acentuou em 2012. Por outro lado, o período de 2004 a 2008 representou o aumento da participação das instituições de origem privada, conforme se vê no Gráfico 1.

Gráfico 1

Média anual da porcentagem do saldo de crédito no PIB, por instituição de origem, no Brasil — 2004-13



Legenda: ■ Instituições públicas
■ Instituições privadas nacionais
■ Instituições privadas estrangeiras
— Crédito/PIB (eixo direita)

FONTE DADOS BRUTOS: Bacen (2013).
IBGE (2013).

NOTA: Os dados de 2013 correspondem à média do primeiro semestre.

Embora represente um aumento significativo na última década, com base em comparações internacionais o Brasil se encontra em um nível intermediário da relação crédito/PIB. Países desenvolvidos apresentam uma relação acima de 100%. Após a década de expansão, o Brasil ultrapassou uma série de países, alcançando níveis próximos aos do Chile, conforme se apresenta no Gráfico 2.³

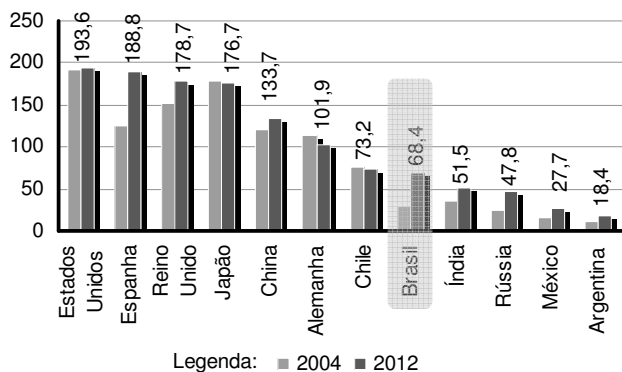
² Segundo definição do Banco Central, estão considerados dentre os bancos com controle de capital público todas as instituições financeiras em que a União e os governos estaduais detêm a maioria do capital votante, de forma direta ou indireta. Assim, estão incluídos bancos federais e estaduais e agências estaduais de fomento. Entre as principais, constam: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), Banco do Brasil (BB) e Caixa Econômica Federal (CEF).

³ Apesar de o dado referente à relação crédito/PIB apresentado pelo Banco Mundial diferir do dado apresentado anteriormente, neste momento preferiu-se manter o cálculo da instituição, uma

¹ Ver, a respeito, Vidotto (2010), Araújo (2012), Paim (2013).

Gráfico 2

Porcentagem do crédito ao setor privado sobre o PIB em países selecionados — 2004 e 2012



FONTE: World Bank (2013).

O Gráfico 3 mostra que, a partir da eclosão da crise de 2008, mais especificamente no quarto trimestre, inicia-se a redução da participação privada no total do crédito. De janeiro de 2010 a janeiro de 2012, a participação ficou estável, com cerca de 57% privado e o restante público. Contudo, a partir do início de 2012, há uma nova expansão do crédito de origem pública, fazendo com que sua participação seja maior que a privada no total do crédito a partir de junho de 2013. Ressalta-se que essa preponderância das instituições públicas no mercado de crédito não ocorria desde o ano 2000.

Analisando-se as atividades econômicas que mais participaram do processo de expansão do crédito ao setor privado⁴ (Gráfico 4), nota-se que, a partir de 2008, as instituições públicas aceleram suas taxas de crescimento reais⁵ de menos de 5% em 2008 para cerca de 10% já em 2009. Após esse avanço, as taxas recuam até o primeiro semestre de 2011, quando retor-

vez que o intuito desse gráfico é a comparação internacional, uniformizando-se a metodologia.

⁴ Ressalta-se que, nesta seção, não serão contabilizados os empréstimos às esferas públicas estaduais, municipais ou federais. Incluem-se aqui os setores industrial, rural, comercial, pessoas físicas, imobiliário e outros serviços (dentro dos quais: áreas de transporte, serviços postais e de telecomunicações, educação e cultura, assistência médico-hospitalar, conservação e reparação, diversões, jornais, rádio e televisão, publicidade e propaganda, informática, segurança, mão de obra, assessoria e consultoria, filantropia, dentre outros).

⁵ As taxas aqui apresentadas foram calculadas a partir do saldo médio trimestral das operações em relação ao mesmo período do ano anterior. Por exemplo, a taxa de crescimento de julho de 2013 refere-se à relação entre média dos saldos de maio, junho e julho de 2013, frente à média do mesmo período do ano de 2012. Os saldos originais foram deflacionados pelo próprio autor, utilizando o Índice Geral de Preços de Mercado, calculado pela Fundação Getúlio Vargas.

nam a crescer acima dos 5%. As instituições privadas reduziram seu crescimento de 15% para cerca de 5% do início de 2008 para 2009. Após um período de estabilização das taxas de crescimento entre 2009 e 2011, houve um recuo substancial em maio de 2012, tornando-se negativas em 2013, algo que não ocorria desde 2004, quando se iniciou o ciclo de expansão do crédito no Brasil. Dessa forma, mostra-se que o crédito total ao setor privado segue crescendo devido à expansão das instituições públicas. Os empréstimos de origem privada vêm crescendo a taxas cada vez menores desde maio de 2012, passando a decrescer, em termos reais, em 2013.

Observa-se que o segmento Pessoa Física (Gráfico 5) teve um forte arrefecimento no seu crescimento em 2008, voltando a se recuperar entre 2009 e 2010, para, gradualmente, reduzir suas taxas de crescimento até 2013. As taxas de crescimento anteriores a 2008, de cerca 25% ao ano, não foram mais alcançadas. Nota-se que essas flutuações provêm majoritariamente do comportamento das instituições privadas, que reduzem a sua expansão em comparação com a manutenção estável da expansão das instituições públicas. Esse comportamento gerou a elevação de 13,1 p.p. da participação dos créditos de origem pública no total do saldo emprestado à Pessoa Física (PF) desde 2008, chegando ao valor de 30% do total, em julho de 2013. A partir do segundo semestre de 2012, houve a redução do saldo real de empréstimos desse segmento com origem em instituições privadas. Neste último período, esse comportamento é compensado, novamente, pela expansão das instituições públicas, o que mantém estável o crescimento do crédito total à Pessoa Física.⁶

Para o segmento Pessoa Jurídica (PJ)⁷ (Gráfico 6), o arrefecimento do crédito após 2008 foi mais tardio, porém mais acentuado. A lenta recuperação manifestada em 2010, a exemplo da Pessoa Física, cessou no segundo semestre de 2012. No segmento de PJ, a expansão do crédito de origem pública também está sendo mais que suficiente para contrabalancear a redução dos saldos de origem privada. Desse modo, o segmento de empréstimos à Pessoa Jurídica segue expandindo-se a taxas estáveis superiores a 5% ao

⁶ É provável que a recente expansão do crédito à pessoa Física deva-se ao recém-lançado Programa Minha Casa Melhor, que provê crédito de R\$ 5 mil a taxas reduzidas e prazo de quatro anos para compra de móveis e eletrodomésticos aos beneficiários do Programa Minha Casa Minha Vida. As instituições públicas Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal são os agentes financeiros do Programa.

⁷ O segmento Pessoa Jurídica inclui os setores comercial, privado industrial e privado de outros serviços.

ano. Esse comportamento fez com que a participação pública no total de empréstimos à PJ saltasse 11,8 p.p desde 2008, o que corresponde a 47,7% do total do segmento, em julho de 2013.

Preferiu-se separar o setor rural dos demais, devido à dinâmica própria que apresenta. Conforme se pode observar no Gráfico 7, o crédito a esse setor acompanha a dinâmica das instituições públicas. Isso acontece devido à predominância de bancos públicos, 58% do total, principalmente do Banco do Brasil, nas operações do setor. Após a queda ocorrida entre 2009 e 2011, as instituições públicas voltaram a aumentar o crédito ao setor. As instituições de origem privada também aceleraram o crescimento de seus empréstimos a partir da segunda metade de 2012, o que sinaliza um comportamento diverso dos demais setores analisados anteriormente. De qualquer forma, atenta-se pela aceleração recente da concessão de crédito, relacionada tanto ao elevado preço das *commodities* como às políticas do Programa de Sustentação de Investimento (PSI-BK) e do Apoio Nacional ao Médio Produtor Rural (Pronamp).

Outro setor que apresenta dinâmica própria e que, por esse motivo, se preferiu analisar separadamente, é o setor imobiliário⁸ (Gráfico 8). A presença da Caixa Econômica Federal como instituição que concentra as ações do Programa Minha Casa Minha Vida (MCMV), instituído em 2009, demonstra a importância do segmento público no setor. Apesar da desaceleração

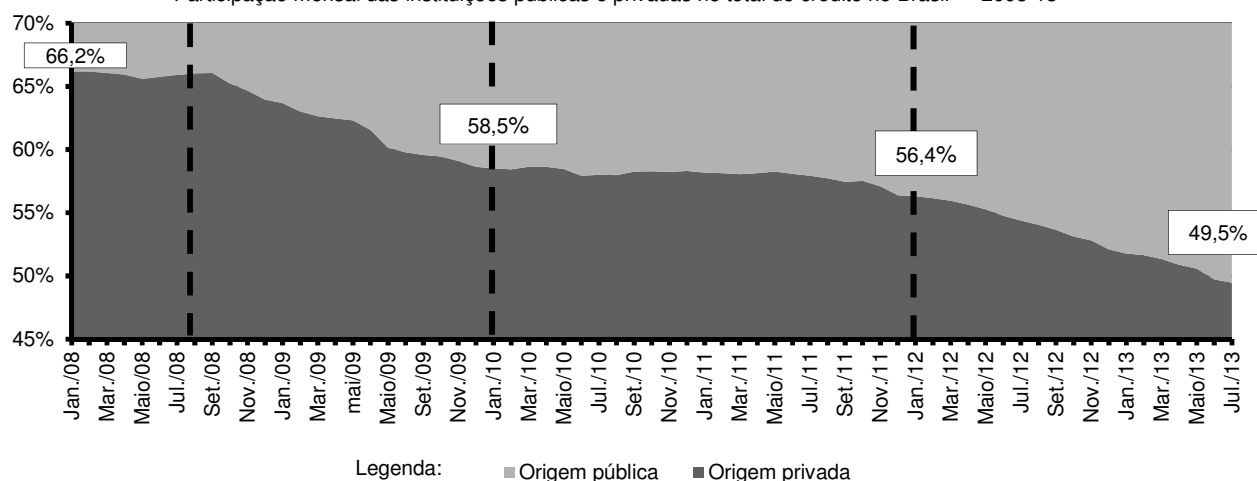
ocorrida em fins de 2012, as taxas anuais de crescimento do saldo de operações do setor imobiliário se mantêm acima dos 20% desde o início de 2009.

O Gráfico 9 demonstra a importância da manutenção da expansão do crédito imobiliário para o crescimento do crédito privado. Desde 2009, no lançamento do MCMV, o setor contribui com cerca de 3 p.p. O setor Pessoa Jurídica não conseguiu recuperar o dinamismo existente antes da crise de 2008, mas mantém-se contribuindo com cerca de 3 p.p. para o total do crescimento do crédito. O setor rural tem retomado gradualmente sua participação no último ano, mas suas flutuações exigem uma análise mais aprofundada. O setor que se destaca negativamente pela forte redução do crescimento é o de crédito à Pessoa Física. Esse setor foi responsável pela maior parte da expansão de 2004 a 2008, contudo, após uma aceleração em 2010, perdeu participação desde o segundo semestre de 2012, e, atualmente, contribui pouco com a expansão do crédito. Como se viu anteriormente, as instituições de origem privada apresentam a maior queda na expansão, inclusive tendo reduzido seu saldo real da carteira de empréstimos.

A fim de compreender o movimento recente do crédito do Sistema Financeiro Nacional, pode-se questionar qual a sua relação com a medida de *spread* e com o comportamento da inadimplência. Nas duas seções seguintes, trata-se de cada um desses itens.

Gráfico 3

Participação mensal das instituições públicas e privadas no total do crédito no Brasil — 2008-13



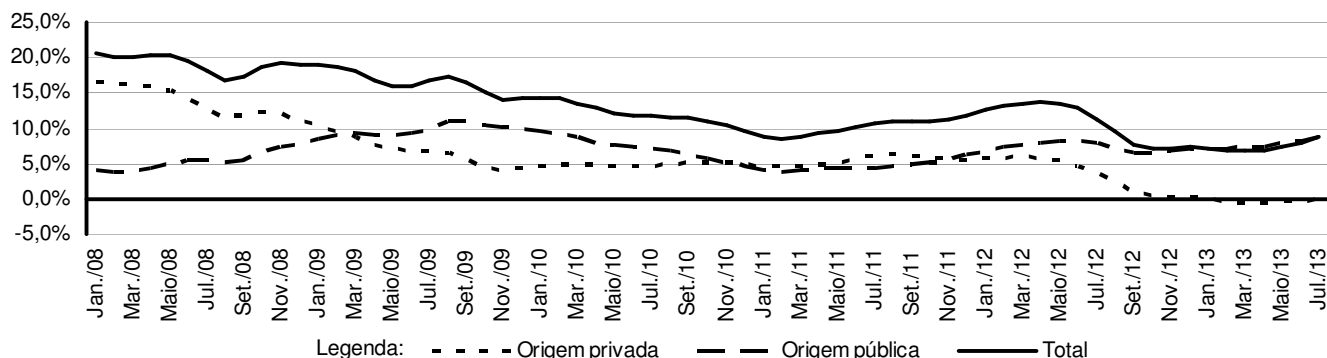
FONTE: Bacen (2013).

⁸ Até dezembro de 2012, o Banco Central apresentava a série denominada "habitacional". A partir dessa data, a Instituição passou a divulgar o número aqui apresentado como "imobiliário". A principal mudança na mensuração é acrescentar as operações realizadas com pessoas jurídicas, "[...] que correspondem, princi-

palmente, a créditos para construtoras e incorporadoras para financiamento da construção de unidades residenciais, transferidos posteriormente às pessoas físicas que adquirem as unidades mencionadas" (Relatório..., 2013a, p. 32). Já as operações voltadas a empreendimentos imobiliários não residenciais classificam-se em indústria, aqui contabilizadas dentro do grupo "Pessoa Jurídica".

Gráfico 4

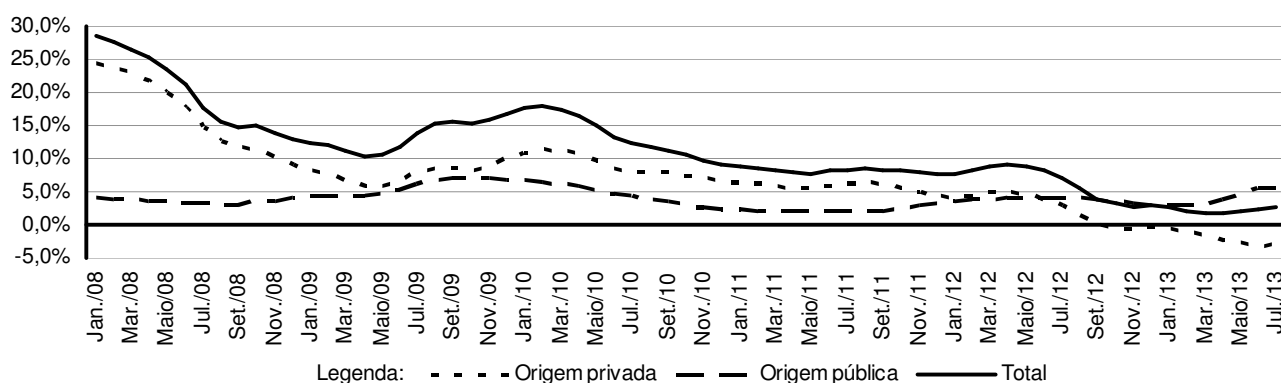
Crescimento anual do saldo de crédito ao setor privado, por instituição de origem, no Brasil — 2008-13



FONTE: Bacen (2013).

Gráfico 5

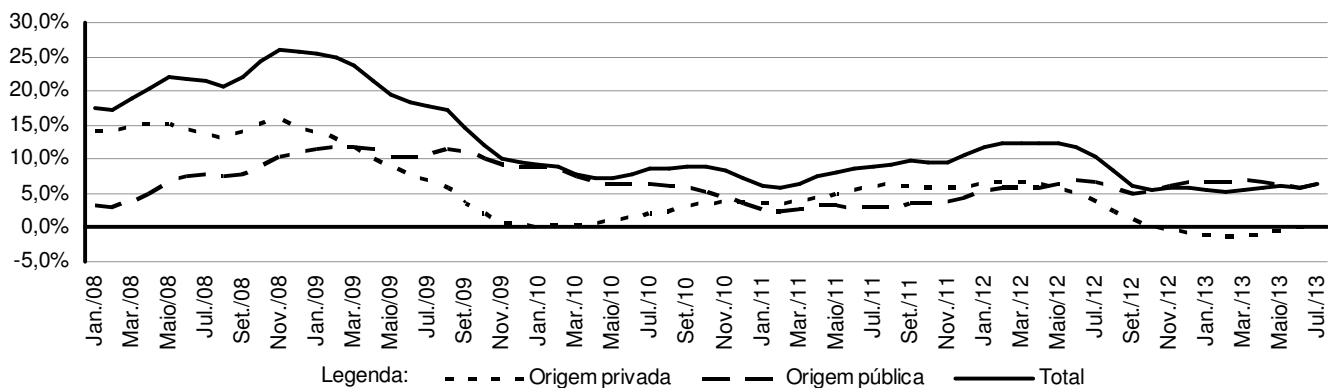
Crescimento anual do saldo de crédito à Pessoa Física, por instituição de origem, no Brasil — 2008-13



FONTE: Bacen (2013).

Gráfico 6

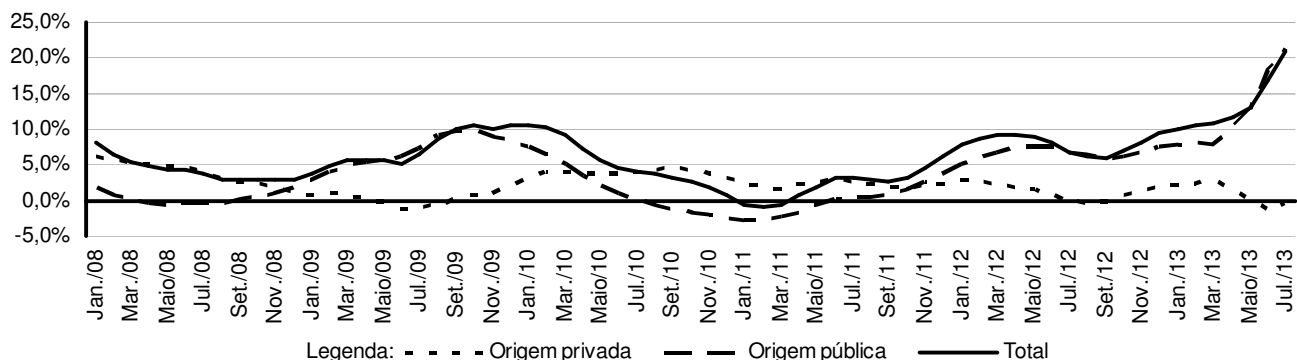
Crescimento anual do saldo de crédito à Pessoa Jurídica, por instituição de origem, no Brasil — 2008-13



FONTE: Bacen (2013).

Gráfico 7

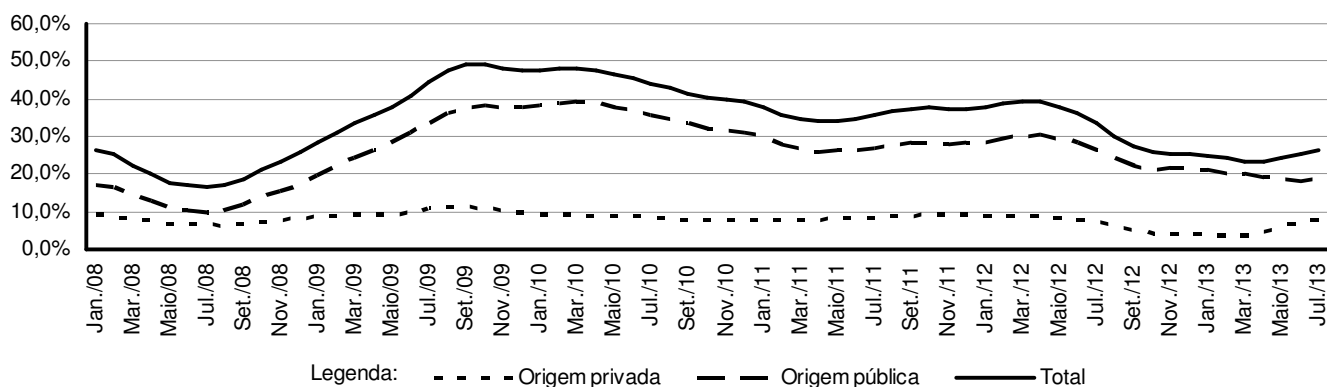
Crescimento anual do saldo de crédito ao setor rural, por instituição de origem, no Brasil — 2008-13



FONTE: Bacen (2013).

Gráfico 8

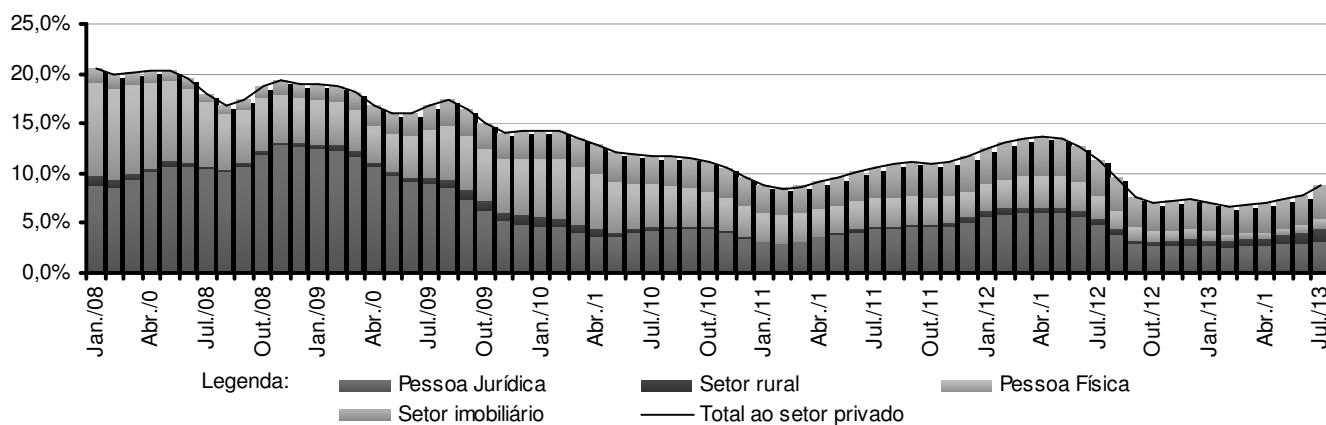
Crescimento anual do saldo de crédito ao setor imobiliário, por instituição de origem, no Brasil — 2008-13



FONTE: Bacen (2013).

Gráfico 9

Contribuição dos setores para o crescimento real do saldo de crédito ao setor privado no Brasil — 2008-13



FONTE: Bacen (2013).

3 Spread

O *spread* bancário representa a diferença entre a remuneração que o banco fornece pelos depósitos e o que cobra pelos empréstimos. Constitui-se a maior fonte de recursos das instituições financeiras, seguido das tarifas cobradas pelos serviços prestados⁹. Sua administração é, portanto, extremamente importante para os rendimentos dessas instituições. Nesta seção, pretende-se abordar o comportamento do *spread* seguindo duas especificidades: em primeiro lugar, será analisada a estrutura do *spread*, ou seja, sua decomposição entre as distintas partes; em segundo, segue-se uma análise dos determinantes do *spread*, ou seja, de algumas variáveis que explicam seu comportamento.

Leal (2007) apresenta um estudo que retoma os diferentes métodos utilizados para o cálculo do *spread*. Segundo o autor, pode-se utilizar um valor *ex-ante*, com base no diferencial entre as taxas de juros cobradas pelos recursos emprestados e pagas pelos depósitos geridos; ou um valor *ex-post*, com base no resultado contábil das instituições. Os dados divulgados pelo Banco Central aqui utilizados seguem a metodologia de cálculo segundo o *spread ex-ante*. Nesse caso, o Bacen calcula a diferença entre a taxa média de juros das novas operações de crédito contratadas no período de referência no Sistema Financeiro Nacional e o custo de captação referencial médio. Por ter como base as taxas de juros cobradas pelos bancos, essa medida tende a ser mais sensível às expectativas dos bancos em relação à demanda, ao risco percebido da inadimplência e às oscilações macroeconômicas (Leal, 2007).

A comparação internacional dos níveis de *spread* apresenta uma dificuldade: o *spread* brasileiro, até 2011, esteve disparadamente entre os mais altos. Contudo, é válido salientar que, até essa data, os dados apresentados pelo Banco Central brasileiro diferiam metodologicamente dos demais países. Enquanto a maioria dos bancos centrais calculava a taxa com base em clientes preferenciais, o Bacen passou a utilizar essa metodologia somente a partir do relatório divulgado em 2012, referente aos dados de 2011. Nesse momento, passou-se a utilizar o *spread* calculado sobre a Taxa Preferencial Brasileira (TPB)¹⁰. Ou seja,

utilizam-se os tomadores com menor risco de empréstimo, cujas taxas são menores. Por esse motivo, seguindo essa nova metodologia, o *spread* nacional encontra-se em patamar muito inferior ao ser comparado à metodologia anterior, mantendo-se em níveis mais próximos dos internacionais, com média de 4,68% de 2007 a 2011. É fácil notar que as empresas que se enquadram na lista da TPB são empresas que, dada a qualidade e a dimensão dos empréstimos, provavelmente também têm acesso a linhas internacionais de crédito, sendo que é de se esperar uma equalização em níveis internacionais.

Seguindo a análise sobre a estrutura do *spread*, ressalta-se que ele não constitui, em sua totalidade, a margem de lucro das instituições. A decomposição do *spread* é calculada anualmente pelo Banco Central e apresenta entre seus componentes, além da margem líquida, a inadimplência, o compulsório, encargos, o recolhimento ao Fundo Garantidor de Crédito e os Impostos Diretos.

Na Tabela 1, divulgada pelo Bacen (2011), apresenta-se a parcela, em p.p., de cada componente no total do *spread*. No próprio relatório, o Bacen nota que a elevação da taxa ocorrida em 2008 representa uma percepção degradada do risco macroeconômico decorrente da crise que elevou a taxa de aplicação mesmo dos clientes *prime*, contidos na amostra da Taxa Preferencial Brasileira. A taxa cobrada desse segmento elevou-se para 21,78%. Tal elevação refletiu-se no aumento da Margem Líquida, Erros e Omissões, livre de todos os impostos, que passou de 0,42 p.p. para 3,51 p.p. Essa ação reflete bem a ideia que a medida de *spread ex-ante* representa as alterações na expectativa dos agentes. Se esse fato ocorre com tomadores de menor risco como os que compõem a amostra da TPB, é de se esperar que as taxas cobradas sobre os empréstimos concedidos às empresas que não se encaixam nas características exigidas, e que constituem a maior parcela dos clientes, tenham contribuído ainda mais com o aumento das margens dos bancos.

Atenta-se também para o fato de que a utilização de clientes preferenciais para o cálculo da decomposição do *spread* desconsiderou o componente relativo ao custo administrativo. Segundo o Bacen (2011,

⁹ Dependendo da metodologia utilizada para seu cálculo, podem-se incluir as tarifas no cálculo do *spread*. Faz-se essa observação, pois, na forma como aqui são apresentados, os *spreads* não incluem as tarifas cobradas.

¹⁰ A série considera apenas os clientes que apresentam as seguintes características: "(i) é pessoa jurídica; (ii) possui operações de

crédito com três ou mais instituições financeiras; (iii) tem, pelo menos, uma operação em curso normal com valor maior ou igual a R\$5 milhões; (iv) possui, pelo menos, uma operação com classificação de risco "AA"; (v) possui operações classificadas nos riscos "AA" e "A" cuja soma corresponde a, no mínimo, 90% do total de seu endividamento perante o Sistema Financeiro Nacional (SFN); e (vi) não possui operações com atraso superior a noventa dias que representem mais que 1% do total de seu endividamento junto ao SFN" (Bacen, 2011, p. 13).

p. 22), essa opção deve-se ao fato de que a maneira como o custo administrativo era atribuído para as operações em questão leva em conta a divisão dos custos para cada unidade monetária concedida em empréstimo. Como os clientes que compõem a TPB são justamente aqueles cujos valores emprestados são elevados, a participação dos custos administrativos seria demasiado elevada para o segmento, o que fez o Banco Central retirar o componente da análise.

Nesse sentido, desaprova-se o abandono da série de dados sobre a estrutura do *spread* total, incluindo os segmentos de maior risco, por parte do Banco Central.

O relatório do Banco Central utilizado anteriormente é a continuação de um estudo denominado “Juros e Spread bancário no Brasil” que é divulgado desde 1999 pela Instituição. Através dele, buscam-se explicações para o alto nível em que se encontram esses índices no País. Desde o início, o Banco Central faz questão de deixar claro que a redução do custo do crédito é um objetivo da Instituição através de medidas de longo prazo, que apresentam os seguintes focos: promoção de maior concorrência e transparência do mercado de crédito; aumento da segurança jurídica dos contratos; condução das medidas macroprudenciais; e regulação bancária (Bacen, 1999, p. 23). O Banco Mundial também divulgou estudo ressaltando a importância da Selic para a determinação do *spread*. Nesse estudo, apresenta-se a relação não linear entre as taxas, indicando que, além dessas medidas apresentadas pelo Bacen, era necessário perseguirem-se “[...] **sustentáveis** reduções na taxa SELIC — ou seja, reduções consistentes com o cenário de inflação baixa e estável” (World Bank, 2006, p. 25, grifo nosso).

Desde 1999, é notável o avanço na questão do aumento da transparência e de garantia dos contratos, através da regulamentação do crédito consignado (2003), da Lei de Falências (2005), da portabilidade de dívidas entre os bancos, do canal de Sistema de Informações de Crédito do Banco Central (SCR), que divulga taxas e tarifas cobradas dos bancos dentre outros dados. Ademais, diversos estudos mostram¹¹, a redução da Selic também é determinante para a redução do *spread*. Leal (2007, p. 234) apresenta uma revisão da literatura empírica sobre o tema, na qual, através de variadas metodologias, todos os artigos demonstram uma relação positiva e significativa entre a taxa Selic e o *spread ex-ante*. Ou seja, “[...] os bancos aumentam

as margens cobradas nas taxas de empréstimos à medida que há um aumento das taxas de captação” (Leal, 2007, p. 234). Entre as explicações para tal relação consta o fato de que os bancos enfrentam uma decisão na alocação de seu portfólio entre conceder empréstimos ou adquirir títulos. A relação com a Selic deriva do fato de que o Tesouro oferece uma série de aplicações livres de risco e com liquidez imediata, lastreadas pela taxa básica, cuja elevação representaria um aumento no custo de oportunidade frente à alternativa de alocar esses recursos na concessão de empréstimos.

O Gráfico 10 mostra o comportamento das duas variáveis nos últimos ciclos de redução da taxa Selic, a fim de se analisar a existência de concomitante redução dos *spreads*, ainda que em menor proporção. Repara-se que, no último ciclo apresentado, de setembro de 2011 a outubro de 2012, a redução do *spread* foi inclusive maior que a da taxa Selic, respectivamente 5,8 p.p. e 5,3 p.p. Contudo, como a linha tracejada mostra, a queda do *spread* iniciou-se com certa defasagem, mais especificamente a partir de abril de 2012. Por esse motivo, dividiu-se o período em duas fases.

Na primeira metade do último ciclo, há uma manutenção do nível do *spread*. A redução substancial e mais duradoura ocorre na segunda metade. Na verdade, a magnitude da redução do *spread* após abril de 2012 deve-se à **atuação de outras instituições**, qual seja, a ação mais incisiva de redução da taxa de juros pelos bancos públicos: Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal¹². Desde que iniciaram suas medidas de redução das taxas de juros, em abril de 2012, houve uma redução expressiva dos *spreads*, como se pode observar no Gráfico 10. Desse movimento geral, depreende-se que os bancos privados acompanharam as reduções, mesmo após alguns questionamentos.¹³ Ressalta-se que, desde a troca do presidente do Banco do Brasil, em 2009, demonstravam-se sinais de que a redução do *spread* constituía-se em uma decisão explícita do Governo em direção à redução no custo de tomada de empréstimo¹⁴.

¹² “Em consonância com o governo, BB reduz taxas de juros” (Simão, 2012); “Caixa corta juros em linhas 'menores' de sua carteira” (Pacheco; Mandl, 2012).

¹³ “Receita dos bancos para o *spread* cair” (Safatle, 2012).

¹⁴ Faz-se a ressalva de que, como se pode ver, as medidas de *spread ex-ante* divulgadas pelo Bacen não contêm as taxas e tarifas incluídas na contratação dos serviços bancários. Nesse ponto, é possível que os bancos tenham utilizado o mecanismo de aumento dessas tarifas para manter os rendimentos anteriores, algo que seria captado somente pela medição *ex-post* do *spread*.

¹¹ Uma resenha detalhada dos principais estudos sobre os determinantes do *spread ex-ante* pode ser encontrada em Leal (2007). As relações do *spread ex-post* com a Selic podem ser vistos em Dantas, Medeiros e Capelletto (2011).

Fica claro que a redução da taxa Selic iniciada em setembro de 2011 não foi suficiente para reduzir os *spreads* bancários. A importância das instituições financeiras públicas faz-se presente tanto no **repasso da queda da taxa Selic para os empréstimos concedidos**, como também no ajuste proporcionado pela **queda no custo de oportunidade representado pelos títulos indexados à Selic**, cujo impacto permite uma redução paralela do *spread* bancário. Dessa forma, tem-se que o custo do empréstimo para o tomador final se reduz tanto pelo repasse direto da queda da taxa Selic, como pela redução dos *spreads*.

É interessante perceber que essa queda recente do *spread* é concomitante à redução do crédito originado em instituições privadas, conforme apresentado na seção anterior. Ou seja, a redução do *spread* forçada pelas instituições públicas reiniciou um processo de aumento da participação desse setor no crédito. Essa ação, por enquanto, tem sustentado a expansão do crédito total como proporção do PIB. A sustentabilidade deste movimento também deve ser considerada e, para tanto, necessita-se analisar os índices de inadimplência, conforme apresentado na seção a seguir.

Tabela 1

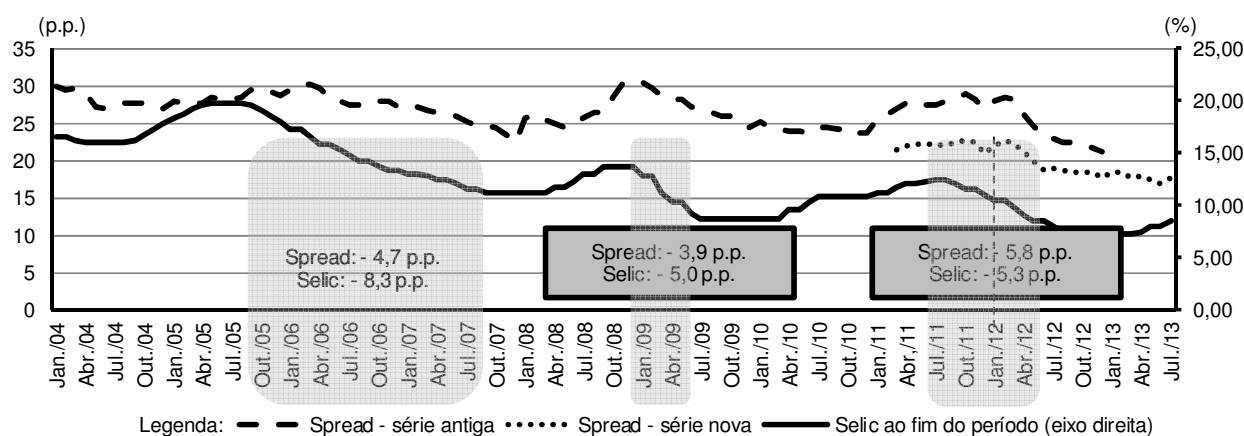
Decomposição do *spread* bancário, segundo a Taxa Preferencial Brasileira, em pontos percentuais, no Brasil — 2007-11

DISCRIMINAÇÃO	2007	2008	2009	2010	2011
A - Taxa de aplicação	13,79	21,78	13,85	15,53	15,59
B - Taxa de captação	11,78	12,93	10,51	11,83	10,08
1 - Spread (%)	2,01	8,85	3,34	3,70	5,51
2 - Inadimplência	0,99	1,11	1,80	1,31	1,24
3 - Compulsório + subsídio cruzado + encargos fiscais e Fundo Garantidor de Crédito	0,33	1,88	0,74	0,42	0,65
4 - Margem bruta, erros e omissões (1 - 2 - 3)	0,69	5,86	0,80	1,97	3,62
5 - Impostos diretos	0,28	2,34	0,32	0,79	1,45
6 - Margem líquida, erros e omissões (4 - 5)	0,42	3,51	0,48	1,18	2,17

FONTE: Bacen (2011, p. 16)

Gráfico 10

Spread médio das operações com recursos livres e taxa Selic no Brasil — 2004-13



FONTE: Bacen (2013).

4 Inadimplência

Os prognósticos sobre sustentabilidade da expansão do crédito no Brasil guardam relação com os níveis de inadimplência. Nesta seção, pretende-se anali-

sar os condicionantes do comportamento recente da inadimplência e suas possíveis implicações.

A crise financeira iniciada nos Estados Unidos, em 2008, apresentou o excessivo endividamento como uma de suas causas. Com isso, surgiram questionamentos sobre o modo como esse risco sistêmico é

capturado pelas instituições financeiras. Nesse ponto, o Comitê de Basileia (BCB, 2006) sugeria que as autoridades monetárias devessem analisar o impacto **agregado** do risco de crédito, não apenas **portfólios específicos**. Dessa forma, o Banco Central (ou autoridade correspondente) deve realizar testes de estresse agregado cujo objetivo principal seria:

[...] ajudar as autoridades públicas a identificarem vulnerabilidades estruturais e exposições globais ao risco no sistema financeiro que poderiam gerar problemas sistêmicos (Virolainen, 2004, p. 7, tradução nossa).

No caso brasileiro, o Banco Central realiza testes de estresse para analisar a robustez do sistema de crédito nacional. Dentre os testes realizados, consta o estresse macroeconômico, que, segundo a própria definição,

[...] tem como objetivo avaliar o impacto na inadimplência, assim como no nível das provisões e no IB [Índice de Basileia], decorrente de choques aplicados nas seguintes variáveis macroeconômicas: PIB, taxa de juros e de câmbio (Relatório..., 2012, p. 35).

Assim, é válido ressaltar que se deve considerar a relação entre os ciclos de negócios e o risco de inadimplência. Pode-se dividir essa relação em duas partes distintas: (i) a diminuição da atividade econômica eleva a inadimplência, devendo-se analisar seu impacto sobre as perdas das instituições bancárias; depois, (ii) se o aumento da inadimplência incentiva um maior requerimento de capital dos bancos, diminuindo a oferta de crédito e aprofundando a queda da atividade econômica. Atenta-se para o fato importante que pode haver nesse sistema, portanto, uma relação pró-cíclica¹⁵ (Allen; Saunders, 2003).

Por esse motivo, faz-se a ressalva que as colocações aqui expostas consideram a existência dessas interconexões sem, contudo, adentrar nas especificações que modelos de probabilidade de *default* entrariam.

O Gráfico 11 mostra que o endividamento das famílias em relação à renda acumulada nos últimos 12 meses continua crescendo, alcançando 44,8% do

rendimento acumulado no ano. No entanto, conforme se viu na primeira seção, o segmento do crédito que mais cresce é o habitacional, e, caso se retire esse setor da análise, percebe-se que, desde o início de 2012, há uma estabilização do endividamento das famílias, que, a partir de agosto de 2012, inicia uma redução.

Nas linhas do Gráfico 11, percebe-se que, no segundo semestre de 2012, há uma redução no comprometimento de renda das famílias, advinda tanto da amortização quanto dos juros. Esse comportamento provavelmente reflete a queda do custo proporcionado pela redução das taxas de juros e do *spread*, conforme visto anteriormente. Representa também, uma menor tomada de empréstimos das Pessoas Físicas, conforme visto na primeira seção deste trabalho.

Analisando-se a inadimplência segundo o capital de origem das instituições financeiras, pode-se notar que o fato de a taxa de expansão do crédito das instituições públicas ter sido maior que a das privadas não comprometeu a qualidade da carteira. Conforme o Gráfico 12 apresenta, desde a crise financeira de 2008, a inadimplência da carteira de crédito das instituições privadas não retornou aos índices anteriores. Apesar da recuperação ocorrida durante a expansão econômica de 2010, a inadimplência voltou a crescer em 2011, estabilizando-se em 2012, para voltar a se retrair no último semestre. Já a taxa de inadimplência da carteira de crédito das instituições públicas, desde o início do ciclo de expansão das instituições públicas, nunca ultrapassou os 3%, mantendo-se estável em torno de 2%.

Conforme apresenta o Gráfico 13, o melhor desempenho da carteira das instituições públicas pode ser explicado pelo perfil do crédito desse segmento, que tem participação maior dos créditos habitacionais e de pessoa jurídica, associados à menor inadimplência. Já a carteira das instituições de origem privada é concentrada no setor Pessoas Físicas, que, apesar da maior rentabilidade, apresenta maior inadimplência.

No Gráfico 14, apresenta-se a inadimplência para Pessoa Física e Jurídica. O dado representa o somatório do saldo das operações de crédito com pelo menos uma parcela com atraso acima de 90 dias, dividido pelo saldo total da modalidade. Percebe-se uma queda recente na inadimplência de Pessoa Física, enquanto as taxas de Pessoa Jurídica se mantêm estáveis.

A redução da inadimplência para Pessoa Física guarda relação com o baixo crescimento da expansão do crédito para esse segmento. Conforme se mostra anteriormente, o saldo dessas operações de crédito cresce a taxas cada vez menores, desde o início do segundo semestre de 2012. A estabilidade do endivi-

¹⁵ Catarineu-Rabell, Jackson e Tsomocos (2003) mostram que, realmente, há uma tendência às instituições financeiras se comportarem de modo a agravar os movimentos cíclicos. O motivo para tanto se encontra no tipo de modelo utilizado para avaliar o risco de crédito de seus portfólios. Nesse sentido, o acordo — que se arrisca em chamar de Basileia III — adicionou um “amortecedor” (*buffer*) para aumentar o percentual de requerimento de capital em momentos de prosperidade, a fim de que as instituições financeiras consigam absorver as perdas em momentos de turbulência, sem a necessidade de repassar o choque ao resto da economia. Denominou-se tal instrumento de *counter cyclical buffer* (amortecedor anticíclico) - (Bacen, 2010).

damento das famílias nos últimos meses — quando excluída a habitação — também é fruto desse arrefecimento. Esses movimentos demonstram que as famílias reduziram a tomada de empréstimos, exceto o habitacional, para quitar suas dívidas. Para tanto, contribuíram as reduções da taxa Selic e do *spread* bancário. Em sentido oposto, um aumento da taxa Selic iniciado em abril de 2013 pode amenizar, ou mesmo reverter esses ciclos, dependendo da magnitude do aumento.

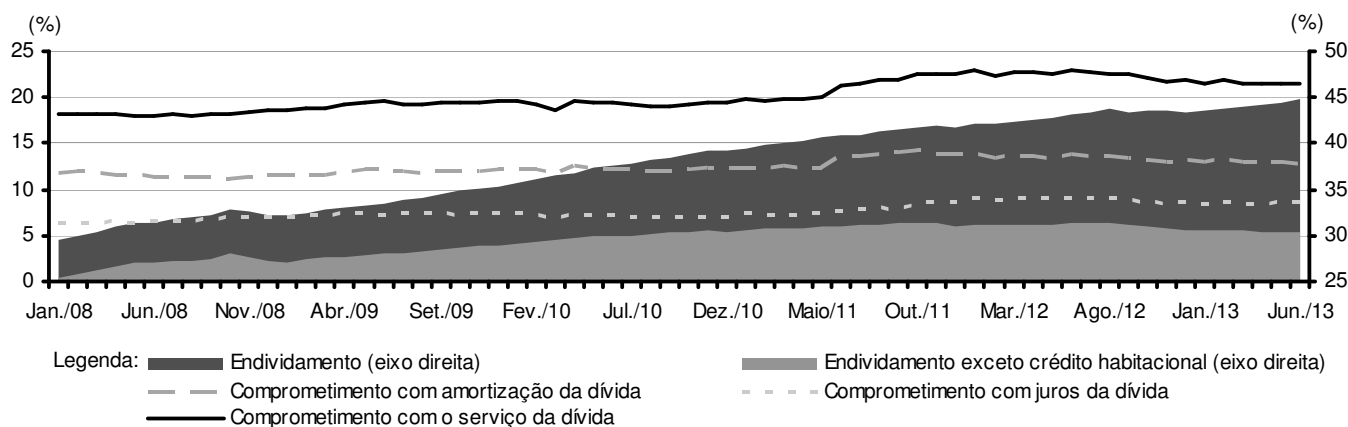
É válido ressaltar que uma redução do *spread* poderia gerar incentivos para uma maior exposição ao risco por parte dos bancos, a fim de manter o rendimento superior. Segundo o Banco Central (2013), o sistema bancário nacional se mantém sólido:

A capitalização das instituições financeiras continuou a demonstrar a solidez do sistema bancário no segundo semestre de 2012, o que foi evidenciado pela estabilidade do Índice de Basileia (IB) em um elevado patamar, apesar dos parâmetros mais estritos de requisitos de capital para risco de mercado. Tal solidez é corroborada pelos resultados dos testes de estresse, já que em todos os cenários analisados, inclusive naqueles de extrema deterioração da situação macroeconômica, o capital regulamentar permanece em nível confortável (Relatório..., 2013, p. 14).

Na seção seguinte, analisa-se o comportamento específico do crédito de Longo Prazo, e sua relação com a Política Econômica.

Gráfico 11

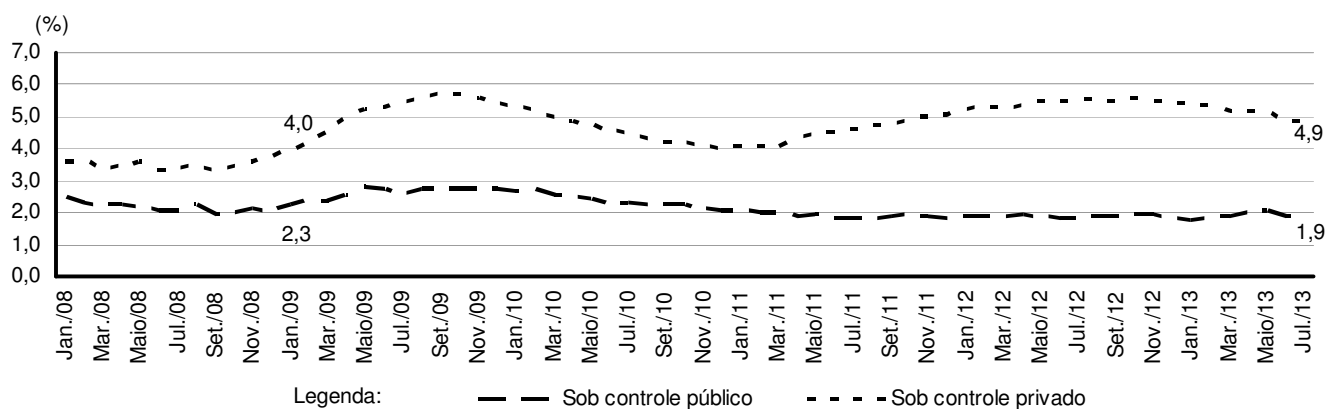
Endividamento e comprometimento das famílias no Brasil — 2008-13



FONTE: Bacen (2013).

Gráfico 12

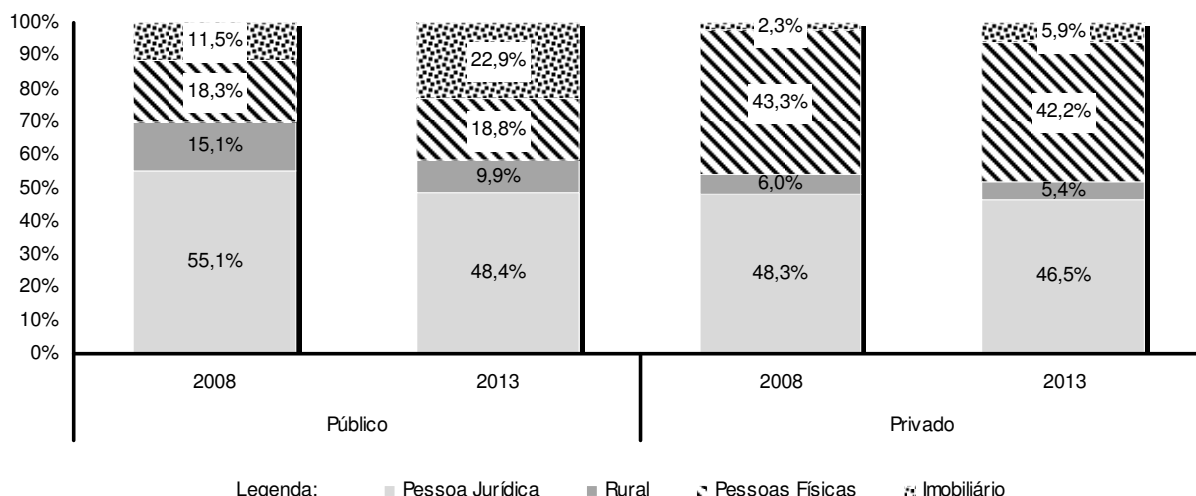
Inadimplência da carteira de crédito das instituições sob controle privado e público no Brasil — 2008-13



FONTE: Bacen (2013).

Gráfico 13

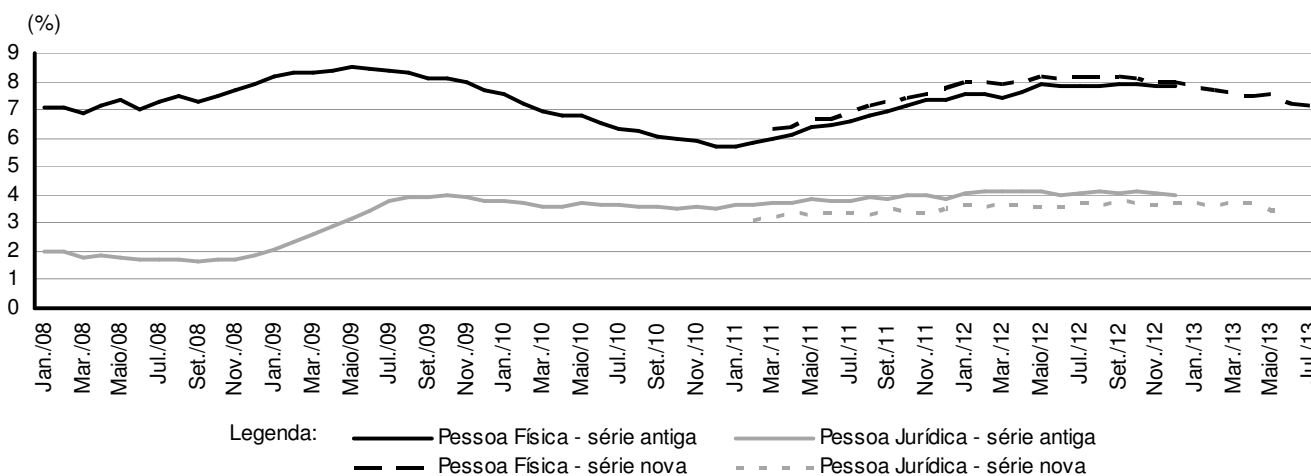
Média anual da participação dos setores no total do crédito, por instituição de origem, no Brasil — 2008 e 2013



FONTE: Bacen (2013).

Gráfico 14

Inadimplência mensal de Pessoa Física e Jurídica, séries nova e antiga, no Brasil — 2008-13



FONTE: Bacen (2013).

5 O crédito de longo prazo e as reversões na política econômica

A política de facilitação ao crédito foi fundamental para sustentar o período de crescimento econômico da última década. Contudo, desde a crise de 2008, o único segmento que respondeu consideravelmente às po-

líticas governamentais foi o de construção civil, que foi acompanhado pelo Programa MCMV. Por esse motivo, pode-se indagar se a condição proporcionada pela redução da taxa Selic garante que somente a sua manutenção em níveis baixos será suficiente para estimular a tomada de empréstimo pelos demais setores da economia. Pela experiência recente, o ciclo de redução da taxa Selic demonstrou ser insuficiente para promover a aceleração econômica.

As sucessivas decisões do Copom pela redução da Taxa Selic, iniciadas em setembro de 2011 e que prosseguiram no primeiro semestre de 2012, foram realizadas enquanto o crescimento econômico era baixo. Apesar da aparente obviedade da proposição anterior, ela serve para chamar atenção ao fato de que as decisões de investimento são baseadas nas expectativas da atividade futura e, nesse caso, a queda na taxa de juros não foi suficiente para recuperá-las.

De qualquer modo, determinados investimentos de longo prazo que promovam e sustentem o desenvolvimento — dentre eles, infraestrutura, habitação, pesquisa e inovação — precisam ser efetivados no presente independentemente dos prognósticos futuros e, para tanto, necessitam de investidores. Até o momento, o Governo vem ocupando esse espaço através dos recursos direcionados, cuja origem se encontra nas exigibilidades de depósitos bancários e em fundos formados por poupanças compulsórias, como o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) e o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT).

No entanto, defende-se que o setor privado também deveria participar desse processo. No Brasil, praticamente não há participação privada no crédito de Longo Prazo. A seguir, apresenta-se um motivo específico para a existência dessa estrutura.

A existência de títulos públicos de prazo curto e com remuneração historicamente alta é um dos fatores que dificultam a entrada de agentes privados no financiamento de longo prazo (Freitas (2011); Carvalho (2009); Frischtak (2010); Neves *et al.* (2007)). Esses títulos foram fundamentais para que o real conquistasse a estabilidade após a persistência de três décadas de inflação alta no País. Contudo, mesmo após alcançar maior estabilidade, a estrutura se manteve, oferecendo, até hoje, condições melhores para os investidores em comparação com a incerteza dos investimentos de prazo mais extenso. Como ficou claro após a criação do Real, a manutenção das altas taxas de Juros em títulos de curto prazo era importante também para conter a fuga de capitais em momentos de incerteza em âmbito nacional e internacional, com iminência de crises cambiais. Dessa forma, a existência dos títulos públicos com altas liquidez e remuneração foram fundamentais para alcançar a estabilidade, mas também foram responsáveis pela inibição tanto da criação de um *fundraising* privado voluntário para os investimentos de longo prazo, quanto da busca por alternativas produtivas para alocação destes recursos.

Mesmo após alcançar a estabilidade, diminuir o Risco-País e atingir sucessivas elevações na classificação das agências de *rating*, o Brasil ainda se manti-

na com os juros em patamares internacionalmente elevados.

Frischtak (2010) fornece alguns dados a respeito da distribuição dos títulos de dívida: a relação entre o estoque total de títulos públicos / títulos corporativos era de cerca de 5:1 no Brasil, em 2010. Em países com mercado desenvolvido, a relação é muito menos desproporcional: Coreia do Sul é de 1,3:1; Malásia, 1,6:1; e no Chile chega a 0,58:1.¹⁶ A relação entre o estoque de títulos corporativos e o PIB também é baixa no Brasil: em 2010, era de 0,5%. No Chile, esse número é de 14,6%; no México, 3,3%; na Coreia do Sul chega a 37,5% (Torres Filho; Macahyba, 2012).

Esse ambiente parecia estar sendo alterado desde o final de 2010, momento a partir do qual diversos agentes públicos se moveram em direção a reformulações cujas consequências podem se refletir na estrutura do crédito. Diversas medidas do Governo explicitamente implantadas para a constituição de um fundo de longo prazo privado foram listadas em Freitas (2013). No entanto, podem-se elencar algumas alterações gerais na condução da política econômica que também interferem substancialmente na estrutura financeira: (i) utilização de medidas macroprudenciais como alternativa para política monetária (Prates; Cunha, 2012); (ii) ciclo de redução da taxa Selic (12,5% em setembro de 2011 para 7,25% em março de 2013); (iii) utilização da grande participação dos bancos públicos no crédito bancário para pressionar a redução de *spread* no setor; (iv) reformulação da remuneração da poupança, permitindo maiores quedas da Selic; (v) aprofundamento da substituição de títulos públicos pós-fixados e curto prazo, por pré-fixados e de prazo mais longo¹⁷, iniciados ainda em 2004.

Nem todas essas modificações podem ter o objetivo específico de promover a maior participação do setor privado no financiamento de longo prazo, no País, reduzindo o peso que hoje se concentra nas instituições públicas. Mas, de qualquer modo, essa poderia ser uma de suas consequências.

O problema que surge é que não há tempo suficiente para as consequências das medidas adquirirem

¹⁶ Frischtak (2010) e Torres Filho e Macahyba (2012) listam diversos pontos que tem como objetivo promover essa reestruturação.

¹⁷ Essa última medida também contribuiria para uma maior efetividade da política monetária (Andrade; Pires, (2009); Carvalho (2009)). No entanto, deve-se fazer uma ressalva: os títulos pré-fixados (Letras do Tesouro Nacional – LTN) têm uma média de vencimento menor e taxas de juros que, atualmente, são mais altas que os títulos pós-fixados (Letras Financeiras do Tesouro – LFT), o que ressalta a necessidade de uma administração da Dívida Pública Federal que entenda esta substituição como prioritária.

forma. O ciclo de redução da taxa de juros durou 19 meses, mas as pressões inflacionárias levaram o Banco Central a iniciar um novo ciclo de alta. Dependendo da magnitude desse ciclo, não se tornará a vislumbrar saída para a necessidade de promover investimentos de longo prazo combinada com a procura por novas formas de o investidor alocar seus recursos. Isto porque era a manutenção da baixa taxa Selic que gerava a dificuldade em manter a remuneração historicamente alta e segura proporcionada pelo Tesouro Nacional.

A importância do *funding* deve ser considerada devido à possível fragilização do sistema financeiro decorrente da falta de sincronia entre os prazos de vencimento do portfólio dos bancos e os prazos dos empréstimos por eles concedidos.¹⁸ Um descompasso entre os prazos pode gerar uma fragilidade financeira nos termos demonstrados por Minsky (2010). No caso brasileiro, pode-se argumentar que a falta de um *funding* de longo prazo acaba por limitar a concessão de empréstimos de longo prazo, dado que a adequada fiscalização sobre o setor impede a sua fragilização. Dessa forma, a constituição de um *funding* de longo prazo privado permitiria o aumento dos prazos das concessões das instituições privadas, diminuindo a dependência sobre o BNDES.¹⁹

Somente em um momento de maior prosperidade econômica, no qual as expectativas para o crescimento econômico melhorassem, seria possível acompanhar o impacto dessa reforma sobre a estrutura do crédito de longo prazo. O problema é que a inflação retornou antes da aceleração da atividade econômica, abafando a possibilidade da reformulação. Nesse caso, no curto prazo, a redução da taxa de juros pareceu não ser suficiente para despertar a expansão dos investimentos. No longo prazo, necessita-se de maior estudo para perceber mudanças, embora a simples manutenção da taxa de juros em níveis menores já se constitua em um desafio.

6 Considerações finais

Durante o trabalho, ressaltou-se a importância da presença de bancos públicos no mercado de crédito

nacional. Em um primeiro momento, após a crise financeira de 2008, a ação anticíclica dos bancos públicos amenizou os impactos da retração do crédito sobre a atividade econômica. Em 2012, a ação de redução das taxas de juros promoveu uma redução do custo do crédito refletido na queda do *spread*.

É válido salientar que, de 2004 a 2013, o crédito total como proporção do PIB elevou-se de cerca de 23% para 51%, ou seja, mais que dobrou sua participação. Quando se cruzam esses dados com as taxas de crescimento da economia brasileira durante esse período, pode-se notar que o crédito desempenhou um papel importante ao longo da última década.

Focando especificamente no período pós-2008, podem-se distinguir ainda dois momentos diversos: até o fim de 2011, o aumento da participação das instituições públicas se dava por meio de um crescimento proporcionalmente maior do que as privadas; a partir de janeiro de 2012, o movimento se acentuou, porque havia uma redução do saldo real emprestado pelas instituições privadas, tanto no segmento de Pessoa Física quanto Jurídica.

É interessante notar que essa queda absoluta no saldo emprestado pelas instituições privadas se dá concomitantemente à redução da taxa de juros promovida pelo Banco Central a partir do segundo semestre de 2011. Esse movimento acentua-se a partir de abril de 2012, quando há o claro direcionamento dos bancos públicos (Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal) a repassarem as quedas das taxas de juros aos tomadores finais. Mais que isso, houve a tentativa das instituições públicas de pressionar para uma redução do *spread* sobre os empréstimos. Com isso, acentuou-se o aumento da participação pública no Sistema Financeiro Nacional.

Quanto à sustentabilidade da expansão, percebe-se um maior endividamento das famílias, bem como maior comprometimento da renda. Nesse sentido, a habitação vem sendo responsável pela continuação desse comportamento expansivo. Caso se retire esse componente da análise, há uma estabilidade e inclusive retração desses índices. Notou-se que a inadimplência da carteira das instituições públicas mantém-se nos mesmos patamares desde 2004, não sendo afetada pelos movimentos posteriores. Já a inadimplência da carteira de instituições privadas apresenta um comportamento mais vulnerável às condições macroeconômicas e, portanto, merecem ser acompanhadas após a guinada na condução da política econômica, em abril de 2013.

Por último, observa-se que os esforços para constituir fundos privados para investimentos de longo pra-

¹⁸ Note-se que a importância da constituição de um *funding* não se confunde com a teoria de insuficiência de poupança nacional para aumentar o investimento no País (Resende, 2012). Nesse artigo, segue-se uma lógica próxima à de Keynes e de Kalecki, referente ao sentido da determinação entre investimento e poupança, do primeiro para o segundo, ao contrário do que possa supor a "sabedoria convencional".

¹⁹ Uma análise mais completa sobre o assunto pode ser encontrada em Torres Filho (2012).

zo estão perdendo o apoio que tinham na manutenção da taxa Selic em níveis menores. Conforme a profundidade do ciclo atual de aumento da Selic, pode-se dificultar ainda mais a condução desse projeto. Dessa forma, acaba-se por manter a dependência do segmento de crédito de Longo Prazo sobre as instituições públicas, predominantemente, do BNDES.

Referências

- ALLEN, L.; SAUNDERS, A. A survey of cyclical effects in credit risk measurement models. Basel: BIS, 2003. (**BIS Working Papers**, n. 126). Disponível em: <http://www.oenb.at/en/img/wp_126_tcm16-15480.pdf>. Acesso em: 1 set. 2012.
- 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. cap. 9.
- ARAÚJO, V. L. **Preferência pela Liquidez dos Bancos Públicos no Ciclo de Expansão do Crédito no Brasil: 2003-2010**. Brasília, DF: IPEA, 2012. (Texto para Discussão IPEA, n. 1717).
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN). **Juros e Spread Bancário no Brasil**. Brasil: Bacen, 1999. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?RED-SPREAD>>. Acesso em: 4 jul. 2013.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN). **Relatório de Economia Bancária e Crédito 2010**. Brasília, DF: Bacen, 2010. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?RED-SPREAD>>. Acesso em: 26 jul. 2013.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN). **Relatório de Economia Bancária e Crédito 2011**. Brasília, DF: Bacen, 2011. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?RED-SPREAD>>. Acesso em: 26 jul. 2013.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN). **Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS)**. 2013. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>>. Acesso em: 6 set. 2013.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (BCB). **Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring**. Basel: BIS, 2010. Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/bcbs188.pdf>>. Acesso em: 1 set. 2012.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (BCB). **International convergence of capital measurement and capital standards: a revised framework, comprehensive version**. Basel: BIS, 2006. Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/bcbs128.pdf>>. Acesso em: 1 set. 2012.
- 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. cap. 2.
- CATARINEU-RABELL, E.; JACKSON, P.; TSOMOCOS, D. **Procyclicality and the new Basel Accord: banks' choice of loan rating system**. [S.l.]: Bank of England, 2003. (Bank of England working papers, 181).
- DANTAS, J. A.; MEDEIROS, O. R.; CAPELLETTO, L. R. **Determinantes do Spread Bancário Ex-Post no Mercado Brasileiro**. Brasília, DF: Bacen, 2011. (Trabalhos para Discussão, n. 242). Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/wps242.pdf>>. Acesso em: 4 jul. 2013.
- FREITAS, M. C. P. Desafios do financiamento de longo prazo no Brasil. **Boletim de Economia**, São Paulo, n. 4, p. 15-26, maio 2011.
- FREITAS, M. C. P. Financiamento de Longo Prazo no Brasil: Avanços e Desafios. In: CINTRA, M. A. M.; SILVA FILHO, E. B. (Org.). **Financiamento das Corporações: Perspectivas do Desenvolvimento Brasileiro**. Brasília, DF: IPEA, 2013. p. 153-192.
- 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.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). **Sistema IBGE de Recuperação Automática (Sidra)**. 2013. Disponível em: <<http://www.sidra.ibge.gov.br/bda/cnt/default.asp?z=t&o=15&i=P>>. Acesso em: 6 set. 2013.

LEAL, R. M. Estrutura e Determinantes do Spread Bancário no Brasil após 1994: uma análise da literatura empírica. In: PAULA, L. F.; OREIRO, J. L. (Org.). **Sistema Financeiro: uma análise do setor bancário brasileiro**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. cap. 10.

MINSKY, H. P. **Estabilizando uma Economia Instável**. São Paulo: Novo Século, 2010.

NEVES, A. L. *et al.* Por que o Custo do Capital no Brasil é Tão Alto? In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 35., 2007, Recife. **Trabalhos...** Recife: ANPEC, 2007. Disponível em: <<http://www.anpec.org.br/encontro2007/artigos/A07A030.pdf>>. Acesso em: 27 jun. 2012.

PACHECO, F.; MANDL, C. Caixa corta juros em linhas 'menores' de sua carteira. **Valor Econômico**, São Paulo, 10 abr. 2012.

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

PRATES, D.; CUNHA, A. Medidas Macroprudenciais e a Evolução do Crédito em 2011. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 39, n. 4, 2012. Disponível em: <<http://revistas.fee.tche.br/index.php/indicadores/article/view/2726/3088>>. Acesso em: 28 jun. 2013.

RELATÓRIO DE ESTABILIDADE FINANCEIRA. Brasília, DF: Banco Central do Brasil, v. 11, n. 1, mar. 2012. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2012_03/refP.pdf>. Acesso em: 1 set. 2012.

RELATÓRIO DE ESTABILIDADE FINANCEIRA. Brasília, DF: Banco Central do Brasil, v. 12, n. 1, mar. 2013. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2013_03/refP.pdf>. Acesso em: 29 jun. 2013.

RELATÓRIO DE INFLAÇÃO. Brasília, DF: Banco Central do Brasil, v. 15, n. 1, mar. 2013a. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2013/03/ri201303P.pdf>>. Acesso em: 5 jul. 2013.

RESENDE, M. F. C. Há insuficiência de poupança nacional para o aumento do investimento no Brasil? In: MODENESI, A. M. *et al.* (Org.). **Sistema financeiro e política econômica em uma era de instabilidade: tendências mundiais e perspectivas para a economia brasileira**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012. p. 201-209.

SAFATLE, C. Receita dos bancos para o spread cair. **Valor Econômico**, São Paulo, 11 abr. 2012.

SIMÃO, E. Em consonância com o governo, BB reduz taxas de juros. **Valor Econômico**, São Paulo, 4 abr. 2012.

TORRES FILHO, E. T. Por que ainda não temos crédito privado de longo prazo no Brasil? In: PRADO, L. C. D. (Org.) **Desenvolvimento Econômico e crise: ensaios em comemoração aos 80 anos de Maria da Conceição Tavares**. Rio de Janeiro: Contraponto; Centro Internacional Celso Furtado, 2012. p. 91-116.

TORRES FILHO, E. T.; MACAHYBA L. **O Elo Perdido: O Mercado De Títulos de Dívida Corporativa no Brasil: Avaliação e Propostas**. São Paulo: IEDI; Instituto Talento Brasil, 2012. Disponível em: <<http://retaguarda.iedi.org.br/midias/artigos/4ff6e4934e2d3070.pdf>>. Acesso em: 4 jul. 2013.

VIDOTTO, C. A. Caráter estratégico dos bancos federais: a experiência brasileira recente. In: JAYME JUNIOR, F. G.; CROCCO, M. (Org.). **Bancos Públicos e Desenvolvimento**. Rio de Janeiro: IPEA, 2010. p. 73-104.

VIROLAINEN, K. **Macro Stress Testing with a Macroeconomic Credit Risk Model for Finland**. Helsinki: Bank of Finland, 2004. (Bank of Finland Discussion Paper, n. 18). Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=622682>>. Acesso em: 1 set. 2012.

WORLD BANK. **Brazil: Interest Rates and Intermediation Spreads**. [S.l.]: World Bank, 2006. (Economic Sector Work Report, n. 36628-BR). Disponível em: <[http://irispublic.worldbank.org/85257559006C22E9/All+Documents/85257559006C22E98525722D0079B3F6/\\$File/Brazil0ESW0on0101Final010300Jun0061.pdf](http://irispublic.worldbank.org/85257559006C22E9/All+Documents/85257559006C22E98525722D0079B3F6/$File/Brazil0ESW0on0101Final010300Jun0061.pdf)>. Acesso em: 28 jun. 2013.

WORLD BANK. **World Development Indicators (WDI)**. 2013. Disponível em: <<http://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators>>. Acesso em: 6 set. 2013.