

Comportamento dos Bancos e Ciclo de Crédito no Brasil em 2003-2016: Uma análise pós-keynesiana⁺

Luiz Fernando de Paula* e Antonio J. Alves Junior**

Versão 10/08/2017

Resumo: Este artigo analisa o comportamento do setor bancário no ciclo recente de crédito no Brasil (2003-2016), caracterizado por um ciclo de boom, desaceleração e crise, tomando como ponto de partida a abordagem pós-keynesiana inspirada em Keynes e Minsky. Sustenta-se que o comportamento dos bancos e o ciclo de crédito seguiu, grosso modo, o padrão estabelecido por esta teoria. Contudo, a aplicação do modelo pós-keynesiano à realidade dos bancos no Brasil impõe que se leve em conta algumas especificidades institucionais e macroeconômicas do contexto local que jogaram papel destacado nos contornos do ciclo.

Palavras-chave: setor bancário, crédito, teoria pós-keynesiana

Abstract: This paper analyzes the behavior of the banking sector in the recent cycle of credit in Brazil (2003-2016), characterized by a cycle of boom, deceleration and crisis, taking as a starting point, the post-Keynesian approach inspired by Keynes and Minsky. It argues that the behavior of banks and the credit cycle broadly followed the pattern established by this theory. However, the application of the post-Keynesian model to the reality of banks in Brazil requires taking into account some institutional and macroeconomic specificities of the local context that played a prominent role in the contours of the cycle.

Key-words: banking sector, credit, Post-Keynesian theory.

JEL Classification: G01; G11; G21

⁺ Este paper contou com a colaboração do bolsista PIBIC/UERJ, Marlon de Souza.

^{*} Professor da Faculdade de Ciências Econômicas (FCE/UERJ) e do Instituto de Estudos Sociais e Políticos (IESP/UERJ). Pesquisador do CNPq. Email: luizfpaula@terra.com.br

^{**} Professor Associado do Departamento de Ciências Econômicas da Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro (UFFRJ). Email: antoniojbr@yahoo.com.br

1. Introdução

Após um período marcado pela semi-estagnação no mercado de crédito, que, grosso modo, ocorreu desde meados dos anos 80¹, o Brasil viveu um boom creditício no período 2003/2014, seguido de aguda contração em 2015/2016. Durante o boom, testemunhou-se importante mudança patrimonial do setor bancário com a diminuição do peso relativo das aplicações em títulos e valores mobiliários e o aumento do peso das operações de crédito. Ao mesmo tempo, elevaram-se as receitas com intermediação financeira e as receitas com serviços e tarifas.

Este artigo analisa o comportamento do setor bancário no ciclo recente de crédito no Brasil (2003/2016), que pode ser subdividido em 4 fases. A primeira, tipicamente expansionista, testemunhou forte crescimento da oferta de crédito, liderada pelo segmento dos bancos privados, de 2003 até 2008. A segunda fase, de 2008 até 2011, é a do contágio da grande crise financeira e o início do papel contracíclico dos bancos públicos. A terceira, que vai de 2012 até 2014, é a da estagnação da oferta de crédito do setor privado e da prorrogação do esforço contracíclico dos bancos públicos. A quarta e última fase, compreendida pelos anos de 2015 e 2016, denominada aqui de “credit crunch”, corresponde a uma aguda retração nos saldos de crédito privado e público, resultado da queda da demanda associada à fortíssima crise econômica.

Em particular, objetiva-se neste artigo avaliar em que medida o referido ciclo de crédito seguiu o padrão estabelecido pela teoria pós-keynesiana sobre bancos e crédito, combinando a teoria de preferência pela liquidez de Keynes (1987) com a hipótese de fragilidade financeira de Minsky. Segundo esta abordagem, a recuperação e o boom cíclico dependem de uma melhoria generalizada no estado de expectativas dos agentes (firmas, famílias e bancos), onde os bancos passam a ter um comportamento fortemente responsivo a demanda por crédito e a privilegiar rentabilidade a liquidez (aumenta propensão ao risco e administração de passivo), contribuindo para aumentar a fragilidade financeira dos agentes (maior alavancagem e menores margens de segurança dos agentes). Já na fase de desaceleração cíclica, face a deterioração no estado de expectativas, os bancos aumentam sua preferência pela liquidez e aversão ao risco, tornando-se mais seletivos na concessão de empréstimos e privilegiando aplicações em ativos mais líquidos. Esta estratégia defensiva leva um maior racionamento de crédito, frequentemente contribuindo para o aprofundamento do descenso cíclico.

A aplicação do modelo pós-keynesiano à realidade dos bancos no Brasil impõe que se leve em conta algumas especificidades institucionais e macroeconômicas que jogaram papel destacado nos contornos do ciclo. Nesse sentido, merecem destaque: a) as inovações financeiras nas operações de crédito (como o crédito consignado); b) os elevados spreads bancários vigentes historicamente; c) a existência de um circuito de overnight lastreado em títulos públicos e operações compromissadas, favorecido por altas taxas de juros; e) o papel desempenhado pelos bancos públicos de grande porte, seja na complementação da oferta de crédito e na determinação dos preços financeiros, seja na aquisição das carteiras e da propriedade de bancos em dificuldade. O artigo, tanto quanto possível, procura comparar o comportamento dos bancos privados e dos bancos públicos².

¹ Segundo série 11.400 do BCB (2017), a relação operações de crédito do sistema financeiro sobre PIB era de 34,0% em junho de 1988 caindo até 20,2% (Plano Collor), se elevando desde então para não mais de 30% do PIB. Houve um mini-boom de crédito durante o Plano Real, quando passou para um pouco mais de 35% de setembro de 1994 a maio de 1995, se retraindo desde então até atingir o piso de 21,3% em janeiro de 2003, mas aumentando continuamente a partir de meados de 2003 até atingir a 44,6% em janeiro de 2010 (último mês desta série).

² Cabe ressaltar que os dados extraídos dos balanços dos bancos a partir do BCB (“50 maiores bancos”) e não incluem o BNDES, dada a natureza diversa deste banco enquanto banco de desenvolvimento em relação aos bancos comerciais e múltiplos. Os dados do balanço e demonstrativo de resultados dos bancos usados na

Por meio da combinação dessas especificidades com o modelo pós-keynesiano é possível esclarecer o comportamento do sistema bancário no Brasil, sublinhando elementos que lhe torna singular. Dentre eles, destacam-se: (i) flexibilidade de adaptação a diferentes cenários econômicos; (ii) alta lucratividade dos bancos varejistas favorecidos por altos spreads e aplicações liquidas com alta rentabilidade; (iii) operação com relativamente baixo risco (operações de curto prazo, empréstimos com garantias, aplicações financeiras, etc.), o que em parte explica sua resiliência e capacidade de lucrar mesmo em períodos de crise; (iv) tendência a um curto prazismo e não desenvolvimento de operações de crédito de longo prazo; (v) comportamento contracíclico dos bancos públicos, funcionando como uma espécie de “Big Bank” junto com o BCB³.

O artigo está dividido em 4 seções, além desta introdução. A seção 2 analisa teoricamente o comportamento dos bancos e o ciclo do crédito a partir de uma abordagem pós-keynesiana. A seção 3 realiza uma breve análise do contexto macro-institucional e das características gerais do ciclo do crédito. Já a seção 4 analisa o ciclo do crédito propriamente dito: boom, desaceleração e crise. A seção 5, por sua vez, examina o ajuste patrimonial e padrão de rentabilidade dos bancos ao longo do ciclo do crédito. Por fim, a seção 6 conclui o artigo.

2. Comportamento dos bancos e ciclo de crédito: uma abordagem pós-keynesiana

Minsky (1982, 1985) elaborou sua conhecida “hipótese de fragilidade financeira” (HFF) para explicar como, em uma economia monetária, as flutuações cíclicas resultam das escolhas dos agentes acerca da estruturação financeira que sustenta suas carteiras. De acordo com a HFF, ao longo de períodos de crescimento, os agentes econômicos tendem a se tornar crescentemente endividados para expandir mais rapidamente o consumo, a produção e o investimento. Existiria, então, uma tendência inerente das estruturas financeiras capitalistas⁴ a se transformarem, passando de estado de robustez, em que há maior precaução em mitigar os riscos financeiros, para um estado de fragilidade, em que tais riscos são aceitos com maior naturalidade pelos agentes, devido ao seu caráter fortemente pró-cíclico. Isto ocorre não só em função das mudanças nas expectativas dos agentes ao longo do ciclo econômico, responsáveis pela minimização dos riscos

seção 5 foram agregados semestre a semestre, correspondendo assim a agregação dos balanços dos dois primeiros trimestres e dos dois últimos trimestres de cada ano, respectivamente.

³ “Big Bank”, segundo Minsky (1982, 1986), é um banco central que intervém na crise como emprestador de última instância, fornecendo liquidez para que os bancos possam conceder crédito às empresas, evitando assim que elas deixem de pagar seus empréstimos e fechem. Para tanto, BC deve fornecer a liquidez necessária para atender a fluxos de caixa financeiramente frágeis e os participantes do mercado devem perceber que esse “Big Bank” está disposto a desempenhar esse papel.

⁴ Minsky (1982, 1986) desenvolveu uma conhecida taxonomia para classificar os agentes econômicos segundo as estruturas financeiras que adotam ao decidir seus níveis de produto e investimento. As unidades *hedge* mantêm margens de segurança positivas entre seus lucros operacionais e despesas financeiras. O nível de taxa de juros de mercado não afeta sua saúde financeira, a não ser indiretamente, pela via da demanda agregada. As unidades especulativas, nos períodos iniciais de um projeto de investimento, projetam lucros esperados suficientes apenas para pagar os juros e parte da amortização dívida. Necessitarão, portanto, de refinanciamento de parte das obrigações iniciais, considerando que, nos períodos subsequentes, preveem um excesso de receita sobre suas obrigações financeiras que compense as situações iniciais de déficit financeiro. A viabilidade desse esquema de financiamento dependerá, contudo, da existência de refinanciamento de curto prazo, em condições favoráveis, para sustentar a atratividade do projeto, revelando sua sensibilidade aos juros de mercado. Por fim, as unidades Ponzi podem ser vistas como caso extremo de unidades especulativas, em que, no futuro imediato, seus lucros são insuficientes para cobrir não apenas as amortizações, mas também, o valor integral dos juros devidos, o que faz a dívida se comportar como bola-de-neve. Por essa razão, estruturas do tipo Ponzi são ainda mais sensíveis aos aumentos nos juros. Na medida em que predominam unidades especulativas e Ponzi, o grau de fragilidade financeira se eleva, e choques nas taxas de juros tem maior chance de desencadear uma crise.

percebidos à luz do maior sucesso econômico observado, como também pela forma como esta mudança é transmitida através do sistema financeiro (Dymski e Pollin, 1992).

Em condições de incerteza, típicas de uma economia monetária da produção, a transmissão das mudanças nas expectativas decorre do fato de que agentes financeiros em geral, e bancos, em particular, tais como qualquer firma capitalista, tomam as suas decisões de portfólio orientadas pela expectativa de lucros, levando em conta sua preferência pela liquidez e suas avaliações da riqueza financeira (Carvalho, 1999; Paula, 1999). A sua escala de preferência pela liquidez expressa a precaução que adotam, com relação à gestão de ativo e passivo, diante dos resultados inerentemente incertos da atividade bancária. Neste sentido, a estratégia dos bancos é definida de acordo com a sua preferência pela liquidez e as oportunidades de lucro existentes para um dado estado de expectativas, ou seja os bancos se defrontam com o *trade-off* entre liquidez e rentabilidade:

“For a give state of expectations, bank’s liquidity preference will determine the desired profile of the assets they purchase and their prices, that is, the rate of returns each type of asset must offer to compensate for their degree of illiquidity” (Carvalho, 1999, p. 132).

Assim, considerando que o estado de expectativas se reflete no ciclo econômico, em que há mais confiança nos prognósticos durante a fase expansionista e menor segurança com relação às projeções na fase contracionista, instituições financeiras em geral, e bancos, em particular, reagem de forma diferenciada de acordo com as fases desse ciclo.

Na fase expansionista, os bancos têm um papel central em sancionar as demandas por crédito das firmas, fundamental para que uma economia monetária possa crescer. Os banqueiros respondem as visões otimistas sobre a viabilidade de estruturas de dívidas das firmas – típicas de um contexto de crescimento - financiando as posições com uma expansão em sua carteira de crédito. Seu comportamento – como uma firma que possui expectativas e motivações próprias – é essencial na determinação das condições de financiamento em uma economia capitalista.

Do ponto de vista do *portfólio de aplicações dos bancos* (ativo), como suas expectativas tornam-se mais otimistas na fase ascendente do ciclo, eles passam a privilegiar rentabilidade à liquidez⁵, procurando elevar os prazos e adquirir ativos que embutem maiores riscos, diminuindo a relação entre ativos líquidos/ativos ilíquidos nas suas operações, o que resulta, por exemplo, no crescimento da participação dos adiantamentos e dos empréstimos de mais longo termo em seus portfólios.

Deste modo, os bancos tenderão a ter posturas mais ousadas, se expondo mais aos riscos típicos da atividade bancária - risco de juros, de crédito e de liquidez⁶ - à medida que seu estado de confiança sobre a estabilidade das taxas de juros e de câmbio e sobre as perspectivas de crescimento econômico seja favorável. A busca por maiores lucros em uma conjuntura expansionista induz os bancos a adotar uma postura mais especulativa: o banqueiro procurará obter maior rendimento aceitando ativos de mais longo termo e/ou de mais alto risco, cujas taxas de juros são mais elevadas, e, ao mesmo tempo, diminuir a

⁵ Liquidez pode ser definida como “*a combination of both characteristics: the quicker an asset can be sold with a minimum loss of value, the more liquid it is (...). Liquidity assets are those that can be sold with a maximum degree of value conservation*” (Carvalho, 2016, p.298).

⁶ Portanto, risco de juros e de liquidez resultam diretamente do descasamento de taxas e de maturidades entre as operações ativas e passivas dos bancos, sendo que o primeiro refere-se ao risco de um banco ter um *spread* pequeno ou mesmo negativo em suas operações de intermediação financeira, devido às oscilações das taxas de juros de mercado, e o segundo à habilidade de um banco de satisfazer suas obrigações quando elas forem devidas, uma vez que os bancos têm que atender a qualquer procura repentina de caixa ou transferência de dinheiro sem hesitação ou demora. O risco de crédito ou risco de *default* é o risco que um prestador ou credor enfrenta devido à possibilidade de que o devedor não honre sua obrigação financeira.

taxa paga nas suas obrigações, oferecendo maiores promessas de segurança e garantias especiais aos depositantes e encurtando o termo das obrigações. Como resultado destas estratégias bancárias, a disponibilidade de recursos para o financiamento de gastos dos agentes aumenta, promovendo uma condição necessária para a expansão do nível de produto na economia.

Ao mesmo tempo, com vistas a alavancar suas operações ativas – em particular a concessão de empréstimos – os bancos passam a se utilizar ativamente *de técnicas de administração do passivo*, de modo a não só alterar a composição de seu passivo em uma direção que lhe for mais conveniente, como também a aumentar o volume de recursos captados junto ao público. Isto é feito de duas formas: gerenciamento de reservas e introdução de inovações financeiras (Paula, 2014, cap.1-2).

No primeiro caso, os bancos procuram induzir seus clientes a aplicar seus recursos em obrigações que economizem reservas – por exemplo, através do manejo das taxas de juros dos depósitos a prazo e, ainda de outras formas indiretas de estímulo a um redirecionamento no comportamento do público, por intermédio de publicidade, oferecimento de prêmios aos clientes etc. - de modo a ter mais recursos disponíveis “livres” para emprestar⁷. A base de reservas, levando em conta as condições gerais de acesso à liquidez estabelecidas pelo Banco Central, as quais limitam ou expandem a capacidade de captação de recursos por parte dos bancos, pode se expandir endogenamente de modo a atender às demandas por empréstimos do público, desde que seja rentável às instituições bancárias.

No segundo caso, os bancos procuram, através do lançamento de novos produtos e serviços, ou uma nova forma de oferecer um produto já existente – as chamadas *inovações financeiras* – adotar uma política mais agressiva de captação de fundos, buscando atrair novos recursos de modo a alavancar sua capacidade de atender uma expansão na demanda por crédito. As inovações financeiras, em um período de boas perspectivas de negócios para os bancos, resultam não apenas das instituições procurando contornar as regulamentações e restrições das autoridades monetárias, mas também da busca de recursos de terceiros para o financiamento de suas operações ativas.

O aumento no grau de alavancagem do banco, portanto, faz com que se busque novas formas de tomar fundos emprestados, de modo a permitir que as instituições bancárias cresçam mais rapidamente e aproveitem as oportunidades de lucros, sobretudo em períodos de maior otimismo nos negócios. Assim, como resultado de uma estratégia de expansão de suas operações ativas, os bancos elevam o grau de alavancagem de seu patrimônio, aumentando o uso de recursos de terceiros para adquirir ativos.

Portanto, as técnicas de administração de passivo e o lançamento de inovações financeiras assumem um papel crucial na estratégia bancária na fase ascendente do ciclo econômico, procurando reduzir a necessidade de reservas e aumentar o volume de recursos de terceiros captados, de maneira compatível com a alavancagem dos empréstimos.

O quadro 1 abaixo sintetiza a estrutura patrimonial simplificada típica de um banco na fase ascendente do ciclo.

⁷ Segundo Minsky (1986, p. 243), “*the ability to create substitutes for reserves and to minimize reserve absorption is an essential property of a profit-maximizing banking system*”.

Quadro 1: Estrutura patrimonial dos bancos na fase ascendente do ciclo

ATIVO	PASSIVO
Disponibilidades (-) Títulos públicos e privados (-) Empréstimos (+) - Curto prazo (-) - Longo prazo (+)	Depósitos a vista Depósitos a prazo Empréstimos (redesconto, interbancário); Patrimônio líquido (-)

OBS: o sinal (+) e (-) significa aumento ou diminuição da importância relativa da rubrica

Enquanto que na fase expansionista os bancos têm um papel central em sancionar as demandas por crédito das firmas, na fase descendente do ciclo, eles cumprem um papel de amplificar o quadro de crise que se instala, uma vez que as estratégias defensivas adotadas resultam num racionamento de crédito que pode inviabilizar a rolagem da dívida por parte das empresas não-financeiras (Dow, 1996). Isto porque, quando uma crise ocorre, as expectativas dos bancos quanto ao futuro tornam-se pessimistas. As instituições bancárias passam a expressar sua maior preferência pela liquidez dirigindo suas aplicações para ativos menos lucrativos, porém mais líquidos, o que faz declinar a oferta de crédito aos seus clientes. Deste modo, os bancos procurarão reduzir o prazo médio de seus ativos e a adotar uma posição mais líquida, através da manutenção de reservas excedentes e/ou da compra de ativos de alta liquidez, como os papéis do governo, diminuindo em contrapartida a participação de adiantamentos no total do ativo, sobretudo os empréstimos de mais longo prazo. Do outro lado, a administração de passivo perde importância, ao mesmo tempo em que diminui o grau de alavancagem do banco, através de um aumento da participação relativa do patrimônio líquido no total do passivo, expressando a maior cautela dos bancos sob condições econômicas adversas.

Em particular, os bancos expressarão suas posturas mais conservadoras, procurando diminuir sua exposição aos riscos inerentes à atividade bancária, uma vez que seu estado de expectativas com relação às perspectivas da economia e dos negócios se deteriora. Por isso, procuram diminuir ao máximo o descasamento de taxas e maturidades entre suas operações ativas e passivas, ao mesmo tempo em que se tornam mais cautelosos na concessão de crédito, inclusive solicitando maiores cauções (colaterais) neste tipo de operação.

Em outras palavras, como as expectativas quanto ao futuro se deteriora, os bancos tenderão a adotar posturas financeiras mais conservadoras frente ao maior risco percebido, que se expressa no crescimento de sua preferência pela liquidez na composição de seu portfólio de aplicações. Ou seja, um banco ao privilegiar liquidez em detrimento de maior rentabilidade deverá caminhar na direção de ativos mais líquidos e de menor risco (ver Quadro 2). Em suma, tendo em vista a sua preferência pela liquidez, os bancos poderão não acomodar passivamente a demanda por crédito, caso a comparação dos retornos esperados com os prêmios de liquidez de todas os ativos que podem ser comprados assim indicar. O preço pago pela economia é que, nestas circunstâncias, as possibilidades de expansão da economia se tornam limitadas pela restrição de financiamento, enquanto perdurar um quadro de expectativas pessimistas.

Quadro 2: Estrutura patrimonial dos bancos na fase descendente do ciclo

ATIVO	PASSIVO
Disponibilidades (+)	Depósitos a vista
Títulos públicos e privados (+)	Depósitos a prazo
Empréstimos (-)	Empréstimos
- Curto prazo (+)	(redesconto, interbancário);
- Longo prazo (-)	Patrimônio líquido (-)

↑
mais líquido

} diminui importância da administração de passivo

OBS: o sinal (+) e (-) significa aumento ou diminuição da importância relativa da rubrica

3. Breve análise do contexto macro-institucional e do ciclo recente do crédito

A análise pós-keynesiana do comportamento dos bancos e da oferta de crédito deve ser mediada por algumas especificidades do contexto econômico do Brasil. A elevada instabilidade macroeconômica que tem caracterizado a economia brasileira, que desde os anos 80 tem sido marcada por ciclos *stop-and-go*; a existência de uma institucionalidade do overnight (lastreado em títulos indexados à taxa de juros básica), que sobreviveu no período de baixa inflação e para onde são canalizadas aplicações de alta liquidez; a permanência de elevadas taxas de juros reais, entre outros fatores.

Após um período de forte instabilidade macroeconômica, em que a oferta de crédito contraiu fortemente (chegando a apenas 23% do PIB em 2003), os empréstimos bancários cresceram expressivamente a partir de 2004, dando início a um boom de crédito inédito no Brasil desde os anos 1980, atingindo a mais de 50% do PIB a partir de agosto de 2013. Este boom de crédito acompanhou a elevação do crescimento econômico (de 2,6% a.a. em média no período 1994/2003, para 4,4% a.a. em 2004/2011), a expressiva queda na taxa de desemprego (12,4% em 2003 para 5,5% em 2011), o aumento na massa salarial real e a tendência de redução na taxa de juros básica nominal e real, ainda que esta, a exceção de 2012, tenha se mantido sempre elevada⁸. Igualmente, o ciclo de crédito acompanhou a desaceleração econômica iniciada em 2012 (taxa média de crescimento do PIB de 1,8% a.a. em 2012/2014 e -3,7% no biênio 2015/2016), redução na massa salarial e aumento no desemprego (a partir de 2015). Esse desenvolvimento se alinha aos resultados de estudos empíricos que mostram que a demanda por crédito no Brasil é procíclica, reagindo negativamente ao desemprego e positivamente ao PIB (Mendonça e Sachsida, 2013).

⁸ Para uma análise da economia brasileira e política econômica no período 2003-2016, ver Paula e Pires (2017).

Tabela 1. Brasil: indicadores econômicos selecionados

Indicador/Ano	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ATIVIDADE ECONÔMICA														
Taxa de inflação (IPCA), % a.a.	9,3	7,6	5,7	3,1	4,4	5,9	4,3	5,9	6,5	5,8	5,9	6,4	10,7	6,3
Crescimento do PIB (%)	1,1	5,8	3,2	4,0	6,1	5,1	-1	7,5	4,0	1,9	3,0	0,5	-3,8	-3,6
Taxa de desemprego (% a.a.)	12,4	11,0	9,7	9,7	8,6	7,9	8,0	6,2	5,5	5,4	5,1	5,0	8,1	n.d.
Taxa de investimento (% PIB)	16,6	17,3	17,1	17,2	18,0	19,4	19,1	20,5	20,6	20,7	20,9	19,9	18,1	16,4
INDICADORES MONETÁRIOS E DE CRÉDITO														
Taxa de juros (Selic), média (% a.a.)	16,5	17,8	18,0	13,3	11,3	13,8	8,8	10,8	11,0	7,3	10,0	11,8	14,3	13,8
Taxa de juros real (Selic), média (% a.a.) ¹	3,0	11,8	11,9	8,8	7,2	9,3	3,8	6,4	5,5	1,9	4,4	5,6	7,5	6,5
Crédito doméstico (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	34,7	39,7	42,6	44,1	46,5	49,2	50,9	52,2	53,7	49,4
Crédito das famílias (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	15,9	17,2	18,8	20,0	21,1	22,3	23,4	24,4	25,2	24,8
Crédito corporativo (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	18,8	22,5	23,8	24,1	25,4	26,9	27,5	27,8	28,5	24,6
FINANÇAS PÚBLICAS														
Resultado fiscal primário (% PIB)	3,2	3,7	3,7	3,2	3,2	3,3	1,9	2,6	2,9	2,2	1,7	-6	-1,9	-2,5
Serviço da dívida pública (% PIB)	-8,4	-6,6	7,3	-6,7	-6,0	-5,3	-5,1	-5,0	-5,4	-4,4	-4,7	-5,4	-8,4	-6,5
Resultado fiscal nominal (% PIB)	-5,2	-2,9	-3,5	-3,6	-2,7	-2,0	-3,2	-2,4	-2,5	-2,3	-3,0	-6,0	-10,2	-9,0
Dívida pública bruta (% PIB) ²	n.d.	n.d.	n.d.	55,5	56,7	56,0	59,2	51,8	51,3	53,8	51,5	56,3	65,3	69,6
Dívida pública líquida (% PIB)	54,3	50,2	47,9	46,5	44,5	37,6	40,8	37,9	34,5	32,2	30,5	32,6	35,6	46,0

Fonte: Banco Central do Brasil (2017)

Nota: (1) Deflacionado pelo IPCA esperado para os próximos 12 meses (Focus); (2) Dados de acordo com nova metodologia implementada em 2006.

Cabe destacar que a oferta de crédito, nos termos da análise teórica desenvolvida acima, é *causa e consequência* de um maior crescimento econômico. De fato, estímulos a tomada de crédito, junto com a política de aumento real no salário mínimo, foram uma das peças centrais no padrão de crescimento *wage led* que caracterizou grosso modo a economia brasileira no período (Ferrari-Filho e Paula, 2016). Neste sentido, uma alteração no *trade-off* rentabilidade e liquidez dos bancos, em direção a aplicações de maior risco e mais rentáveis (vis-à-vis as aplicações em títulos públicos), junto com a maior demanda de crédito e melhoria nas expectativas dos agentes quanto ao futuro, foram fundamentais para dar início do boom de crédito no Brasil.

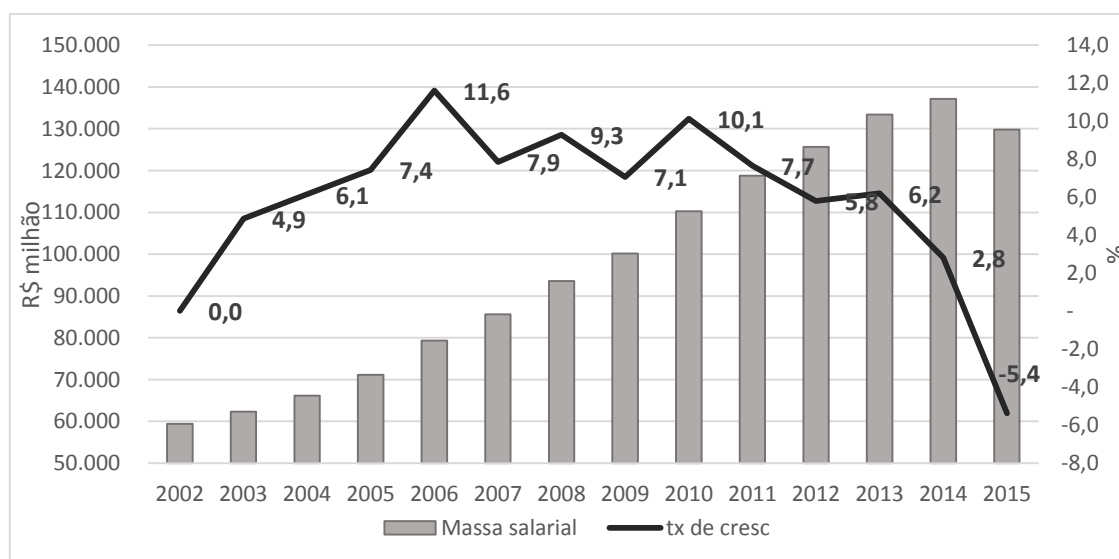
A experiência do período pós-Real até 2003 mostra que, em contexto de forte instabilidade macroeconômica, historicamente no Brasil a existência de títulos da dívida pública com grande liquidez e elevada remuneração fez com que o *trade off* liquidez e rentabilidade tenha sido amenizado. Os bancos obtiveram uma lucratividade elevada a partir de uma estrutura financeira líquida, com volumes modestos de operações de crédito e grandes aplicações em títulos e valores mobiliários (Paula e Alves Jr, 2003).

Contudo a partir do final de 2003, o quadro mudou. De um lado, a melhoria no estado de expectativas dos agentes, em função do próprio crescimento econômico e a maior demanda por crédito (estimulado pela queda na taxa de juros e aumento na renda real dos trabalhadores, favorecido pela política de aumento real no salário mínimo⁹) abriram novas possibilidades de negócios (Gráfico 1). De outro, a melhoria no perfil da dívida pública (e redução no seu tamanho), com diminuição da participação de títulos indexados à Selic e à taxa de câmbio, diminuía as perspectivas de ganhos que alimentaram os lucros dos bancos por muitos anos. Esses elementos levaram os bancos a mudarem seu comportamento típico do período anterior (ver Tabelas 1 e 2). A alteração nas condições do referido *trade-off* impulsionou os bancos a abandonarem suas estratégias voltadas para a liquidez e a caminhar na direção de um estratégia de crescimento baseada na concessão de crédito. Tornaram-se, por essa razão, mais responsivos a crescente demanda por crédito por parte dos agentes (famílias e firmas) para manter sua lucratividade elevada. A combinação de maior volume de empréstimos com spreads elevados (ainda que levemente declinantes em relação a fase anterior) tornou a

⁹ O salário mínimo teve um crescimento de 66,9% em termos reais de dezembro de 2003 a dezembro de 2014 (Prates et al, 2017).

concessão de créditos muito atrativa e proporcionou aos bancos elevadas receitas com a intermediação financeira, conforme veremos na seção 5.

Gráfico 1: Evolução da massa salarial mensal real dos trabalhadores formais*



Fonte: Cálculo dos autores a partir de dados da RAIS (2017) e do IBGE (2017)

Nota: (*) Dados de dezembro de cada ano, excluindo 13º salário e salários dos militares.

Cabe destacar que, ao lado dos impulsos macroeconômicos, importantes mudanças institucionais estimularam o mercado de crédito a partir de 2004, tanto o lado da demanda quanto da oferta¹⁰:

- a) *Criação do crédito consignado em folha*, introduzido pela Lei 10.820/2003, com impacto sobre as operações de crédito pessoal, possibilitando principalmente aos trabalhadores vinculados a sindicatos e aos servidores públicos e aposentados o acesso ao crédito bancário a juros proporcionalmente mais baixos;
- b) *Mudanças nos instrumentos de alienação fiduciária*, conforme a Lei 10.931/2004, simplificando a revenda de automóveis utilizados como colateral, por um lado, e permitindo a conservação do imóvel financiado sob propriedade do credor até a liquidação do financiamento, por outro lado, com impacto no crédito para aquisição de veículos e crédito imobiliário;
- c) *Aprovação da nova Lei de Falências*, conforme Lei 11.101/2005, estabelecendo um conjunto de medidas que reduzem diretamente o risco do credor em caso de falências, com impacto sobre empréstimos as pessoas jurídicas em geral¹¹.

¹⁰ Para um maior detalhamento, ver Mora (2015).

¹¹ Entre outras medidas, o crédito trabalhista passa a ser limitado a 150 salários mínimos e o crédito segurado (que dispõem de colateral) passa a se sobrepor ao crédito fiscal.

Tabela 2: Estrutura da dívida pública por indexador (% do total)

	Câmbio	TR	IGP	IPCA	Selic	Prefixado	Total
2003	10,8	1,8	11,2	2,4	61,4	12,5	100,0
2004	5,2	2,7	11,8	3,1	57,1	20,1	100,0
2005	2,7	2,1	8,2	7,4	51,8	27,9	100,0
2006	1,3	2,2	7,2	15,3	37,8	36,1	100,0
2007	1,0	2,1	6,5	19,8	33,4	37,3	100,0
2008	1,1	1,6	5,7	23,6	35,8	32,2	100,0
2009	0,7	1,2	5,0	23,6	35,8	33,7	100,0
2010	0,6	0,8	4,8	23,3	32,5	37,9	100,0
2011	0,6	0,8	4,2	25,4	30,8	38,3	100,0
2012	0,6	0,6	4,1	31,4	22,2	41,2	100,0
2013	0,6	0,5	4,1	32,0	19,5	43,3	100,0
2014	0,6	0,5	4,0	32,7	19,2	43,1	100,0
2015	0,7	0,4	3,7	30,6	23,6	41,0	100,0
2016	0,5	0,4	3,7	29,5	29,1	36,9	100,0

Fonte: Banco Central do Brasil (2017).

(*) Dados referem-se a posição no mês de dezembro

Uma outra característica importante do período aqui analisado é a mudança na estrutura do setor bancário por controle de capital: conforme dados do BCB, a relação operações de crédito/PIB dos bancos públicos cresceu de 9,8%, em dezembro de 2002, para 14,7%, em dezembro de 2008, e 27,6%, em dezembro de 2016, enquanto, no caso dos bancos privados nacionais, essa relação evoluiu de 9,5% para 17,3% e 15,6%, respectivamente, e a dos bancos estrangeiros, por sua vez, de 5,3% para 8,5% e caindo para 6,4% do PIB¹². Deste modo, a participação dos bancos públicos no total do crédito do setor bancário passou de 36,2% em dezembro de 2008 para 55,4% em dezembro de 2016.

4. Ciclo do crédito em 2003/2016: boom, estagnação e desaceleração

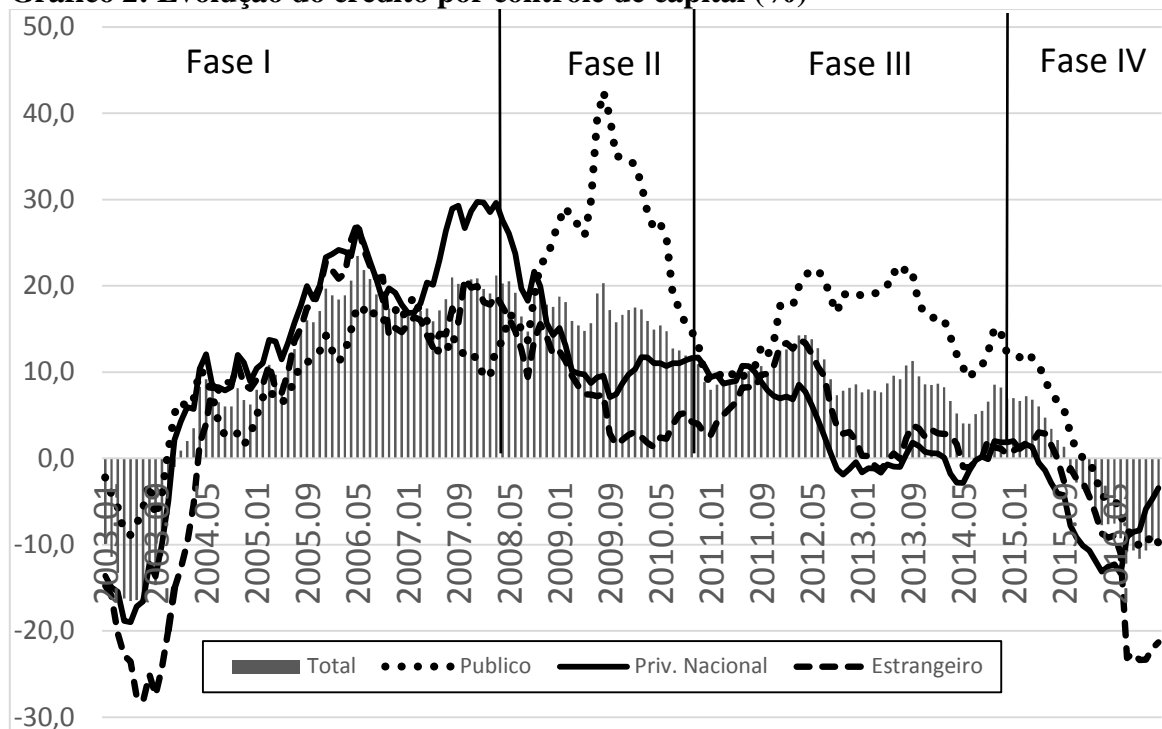
Como pode ser visto no Gráfico 2, o volume de crédito no Brasil cresceu, a partir do início de 2004 continuamente até 2015, ainda que a taxa de crescimento (em relação a 12 meses anteriores) – com forte aumento até 2008, venha diminuindo desde meados de 2013. De fato, num primeiro momento, o boom de crédito foi liderado pelos bancos privados nacionais, secundado pelos bancos públicos, e com predominância de operações de crédito com recursos livres (Gráfico 3). A partir de 2009, no entanto, foi comandado pelos bancos públicos, com predominância do crédito direcionado¹³. Inicialmente cumprindo um importante papel no bojo das políticas contracíclicas adotadas a partir do

¹² No período analisado há importantes fusões e aquisições, como a aquisição do ABN-Amro pelo Santander (2007), do Nossa Caixa pelo Banco do Brasil (2008), fusão do Itaú com Unibanco (2008), mas tais operações aumentaram a concentração bancária mas, como são feitas no mesmo segmento por controle de capital, não alteraram muito a participação relativa da cada segmento. As exceções foram a aquisição do HSBC pelo Bradesco e do Citibank pelo Itaú, ambas ocorridas em 2016, envolvendo a aquisição de um banco estrangeiro por um banco privado nacional.

¹³ O crédito direcionado é composto por operações cujos juros ou fonte de recursos são definidos pelo governo, como o financiamento habitacional, o crédito rural e os empréstimos do BNDES, enquanto que crédito com recursos livres São operações contempladas na Circular 2.957/1999 e formalizadas com taxas de juros livremente pactuadas entre os clientes e as instituições financeiras. Estas últimas incluem principalmente três tipos de operações: (i) operações contratadas com taxas de juros livremente pactuadas entre os mutuários e as instituições financeiras, sejam pré ou pós-fixadas ou flutuantes (chamadas de “recursos livres referenciais para taxa de juros”); (ii) cooperativas; e (iii) leasing.

contágio de crise financeira global, as operações de crédito continuaram a crescer até 2015, com destaque para o Banco do Brasil e, sobretudo, a CEF. O segmento dos bancos privados (nacionais e estrangeiros) vem desde 2012 desacelerando o crescimento na concessão de crédito, enquanto o segmento dos bancos públicos manteve elevadas taxas de crescimento até início de 2015.

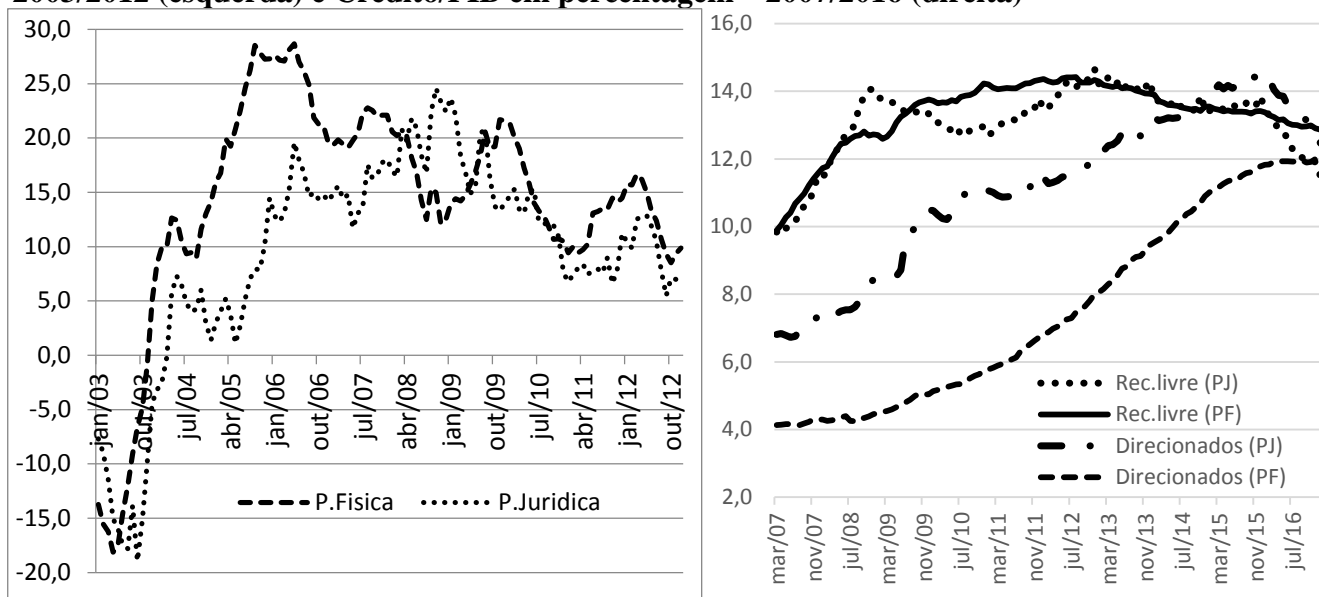
Gráfico 2: Evolução do crédito por controle de capital (%)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB (2017). Dados deflacionados pelo IGP-DI.
Nota: Taxa de crescimento em relação a 12 meses anteriores.

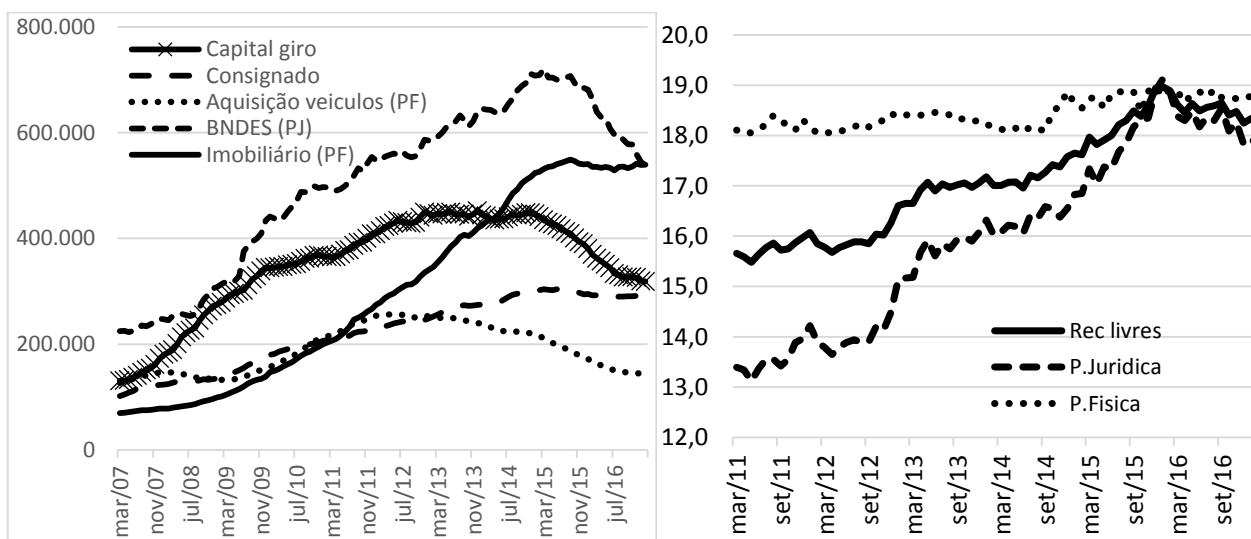
O Gráfico 3 mostra ainda que o “boom” creditício veio puxado tanto pelo crédito à pessoa física (PF) quanto à pessoa jurídica (PJ), que cresceram acentuadamente a partir do final de 2003. Até 2007, houve clara preponderância do crédito à pessoa física. No entanto, a partir daí há uma redução nas taxas de crescimento em ambas as modalidades, ao mesmo tempo em que a taxa de crescimento se torna mais volátil. Se por um lado, a combinação de um crescimento da renda dos trabalhadores com mudanças institucionais, como consignação em folha e alienação fiduciária, estimularam a expansão da oferta de crédito para pessoa física, por outro, num segundo momento, com a aceleração do crescimento da economia e maior demanda de crédito por parte das firmas, os bancos intensificaram a concessão de crédito a PJ, sobretudo sob a forma de capital de giro. O crédito com recursos livres, principalmente nas modalidades de capital de giro, crédito consignando e aquisição de veículos, medido em percentagem do PIB, cresceu fortemente até 2008, alcançando um novo patamar a partir de então. De 2014 em diante, contudo, observa-se um declínio moderado. No mesmo período, há um forte crescimento do crédito direcionado tanto para PF quanto PJ, em função do crescimento das operações de crédito do BNDES (principalmente para financiamento do investimento e infraestrutura) e das operações de crédito imobiliário para PF, que cresceram acentuadamente a partir de 2009 (Gráfico 4). Já a partir de meados de 2015 inicia-se um processo de forte desaceleração nas operações de crédito (livre e direcionado), refletindo o ajuste dos bancos públicos e privados em contexto de crise econômica aguda, e, principalmente, a queda da demanda em um quadro de forte recessão.

Gráfico 3: Taxa de crescimento real do crédito ao setor privado em percentagem* - 2003/2012 (esquerda) e Crédito/PIB em percentagem – 2007/2016 (direita)



Fonte: BCB (2017). (*) Taxa de crescimento em relação a 12 meses anteriores, com dados deflacionados pelo IGP-DI.

Gráfico 4: Principais modalidades de crédito (a esquerda, em R\$ milhões de dez/2016*) e prazo médio dos recursos livres (a direita, em meses)

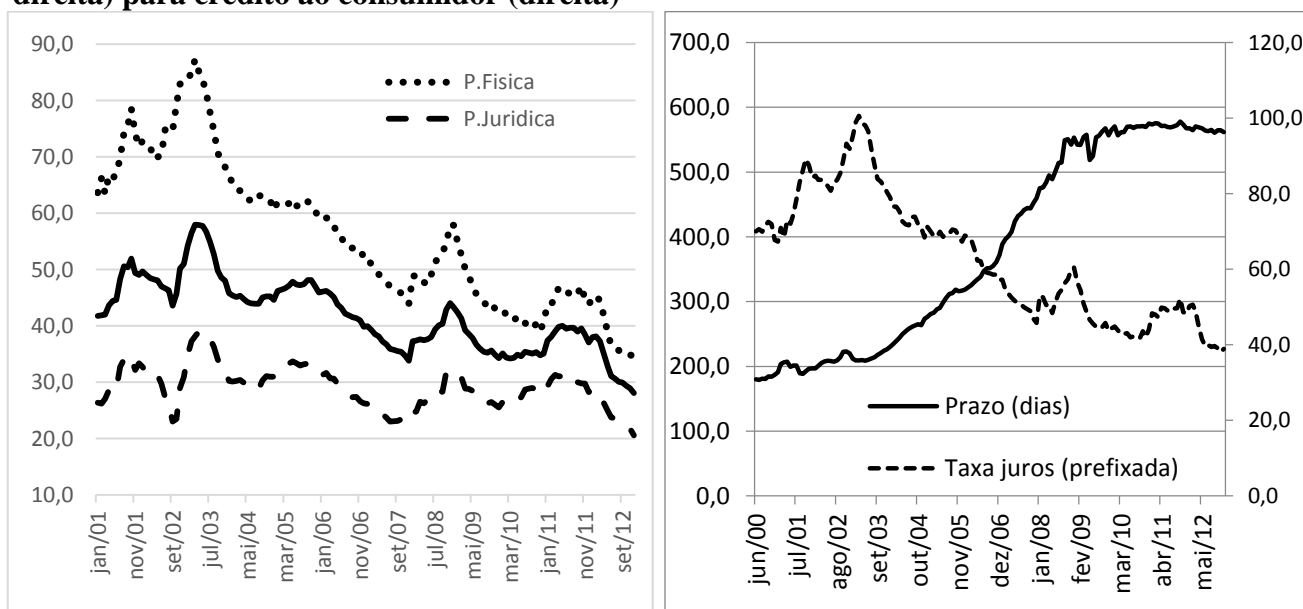


Fonte: BCB (2017). (*) Deflacionado pelo IGP-DI

Um fator que contribuiu para expansão do crédito bancário no período analisado foi a combinação entre redução nas taxas de empréstimos (mais baixas em relação ao período pré-2004, mas ainda assim bastante elevadas) e o alongamento nas maturidades das operações de empréstimos. A melhoria no ambiente econômico – com maior crescimento, reduzida fragilidade externa (com política de acumulação de reservas e diminuição na dívida externa pública), inflação sob controle, dívida pública declinante (ver Tabela 1) – junto com as mudanças institucionais que beneficiaram o mercado de crédito, ocasionaram não só a redução nas taxas de empréstimos em modalidades importantes do crédito, como crédito pessoal, capital de giro e imobiliário, como o

alongamento nos prazos. O Gráfico 5 mostra que o crédito pessoal, onde há predominância do consignado, teve queda na taxa de juros nominais de 99% a.a., em fevereiro de 2003, para 46,8% a.a., em novembro de 2007, e um crescimento de prazo médio de 209 dias para 453 dias no mesmo período. A partir de 2009 a maturidade no crédito pessoal se estabiliza, mas a do crédito livre para PJ continua se ampliando.

Gráfico 5: Taxa média das operações de crédito com recursos livres - % a.a. (esquerda) e Prazo (dias, no eixo a esquerda) e taxa de juros (% a.a., no eixo a direita) para crédito ao consumidor (direita)

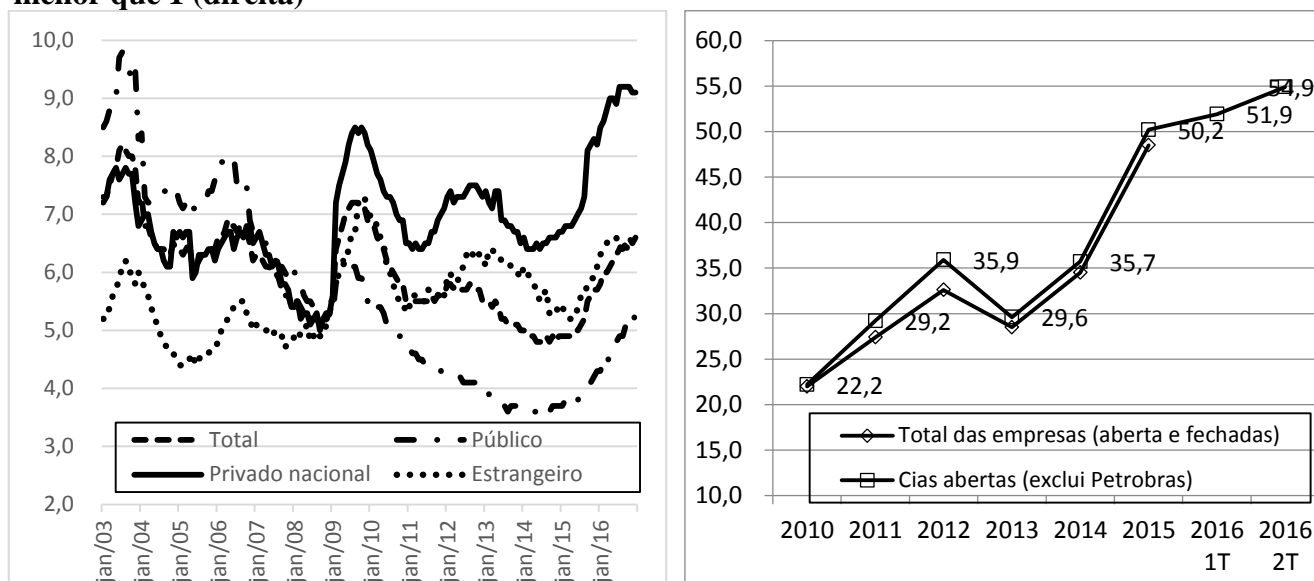


Fonte: BCB (2017)

O Gráfico 6 mostra um comportamento fortemente pró-cíclico da provisão para devedores duvidosos dos bancos, uma variável crucial na avaliação de risco de crédito “ex-ante” por parte dos bancos. A determinação das provisões é influenciada tanto pelos índices de inadimplência verificados quanto pelas expectativas futuras sobre os pagamento dos empréstimos, cujo peso aumenta em momento de maior incerteza. De fato, se observa uma queda nas provisões no período 2004-2008, quando a confiança estava em alta. Depois do efeito-contágio da crise financeira global ao final de 2008 até meados de 2009, as provisões foram elevadas para caírem logo depois, diante da suposição de que o quadro de crise havia sido debelado. A partir de 2012, diante do sentimento de iminência de um “grande evento” face a crise do euro, e, sobretudo, a partir de meados de 2015, no contexto de uma aguda e prolongada recessão da economia brasileira, as provisões foram elevadas. A menor provisão dos bancos públicos em relação aos bancos privados decorre da predominância de operações de crédito com maior cobertura de garantias, já que são os principais provedores de financiamento imobiliário (CEF), financiamento rural e agroindustrial, financiamento ao investimento (BNDES) e crédito consignado (BB e CEF)¹⁴.

¹⁴ Para uma análise da evolução patrimonial e alocação de portfólio do Banco do Brasil e CEF, ver Feil e Slivnik (2017).

Gráfico 6: Provisões para devedores duvidosos como percentagem da carteira de crédito (esquerda) e Percentagem das empresas com EBITDA*/Despesa financeira menor que 1 (direita)



Fonte: BCB (2017) e CEMEC (2016, p.28). (*) EBITDA é a sigla de “Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization”, ou LAJIDA, que significa “Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização”.

Grosso modo, podemos distinguir quatro fases no ciclo de crédito no período 2003/2016¹⁵. Uma fase expansionista do crédito que se inicia ao final de 2003 e vai até o contágio da crise no último trimestre de 2008, liderada pelos bancos privados e crédito a PF. Uma segunda fase (2008/2010) marcada pelo contágio da grande crise financeira global com fortes efeitos no mercado de crédito, pelo papel contracíclico dos bancos públicos e pela postura menos ousada dos bancos privados. Uma terceira fase (2011/2014) caracterizada pela redução e estagnação do crédito dos bancos privados e continuidade na expansão dos bancos públicos, com destaque para o crédito direcionado (BNDES e crédito imobiliário). Por fim uma quarta fase (2015/2016) caracterizada por uma forte desaceleração da oferta e na demanda de crédito, e um *credit crunch*¹⁶, com redução tanto no crédito tanto dos bancos privados quanto públicos, assim como no crédito direcionado e livre, com aumento na fragilidade financeira dos agentes (firmas e famílias).

Na fase inicial do bom de crédito (2003/2008), a partir de uma base pequena, há um forte crescimento na oferta de crédito, em especial do crédito a PF (que cresce de 9,6% do PIB em novembro de 2003 para 15,6% do PIB em setembro de 2008) nas modalidades de recursos livres. De um lado, há um expressivo avanço do crédito pessoal, em função da combinação entre aumento da renda dos trabalhadores e inovações institucionais que beneficiaram o mercado do crédito. De outro, há a intensificação da concessão de empréstimos com crédito livre a PJ, de 9,6% do PIB, em outubro de 2005, para 15,1% do PIB, em setembro de 2008, puxado principalmente pelo crédito para capital de giro, estimulado, por sua vez, pela aceleração no crescimento econômico do país¹⁷.

¹⁵ Para um aprofundamento, ver Mora (2015) e Oliveira e Wolf (2016).

¹⁶ *Credit crunch* - também conhecido como crise de crédito - é uma redução súbita e prolongada na disponibilidade geral de empréstimos (ou crédito) ou um aperto repentino das condições necessárias para obter um empréstimo de bancos, como resultado de sérios problemas econômicos de um país resultado de fatores diversos. Ver, entre outros, Ferri et al (1998).

¹⁷ Segundo Prates e Freitas (2013, p.327) um fator que contribuiu para aceleração do crédito bancário às empresas em 2008 foram os contratos de crédito vinculados com operações com derivativos cambiais, um

Já a segunda fase (2008/2010) é marcada pelo efeito-contágio da crise financeira global sobre a economia brasileira, que resultou em efeitos imediatos sobre o mercado de crédito, em especial nas operações com recursos livres voltados para PF, que contraiu de 15,3% do PIB em outubro de 2008 para 14,9% em julho de 2009. Nessa fase, testemunha-se o “empocamento” de liquidez no mercado interbancário, em função tanto da percepção da incerteza em relação ao futuro quanto em relação do montante dos valores envolvidos nas perdas decorrentes das operações de empresas com derivativos cambiais. Em resposta a esse quadro, o BCB adotou uma série de medidas para prover liquidez ao setor bancário de modo a evitar o contágio no mercado interbancário¹⁸. No contexto das medidas contracíclicas adotadas, o governo brasileiro, face a forte contração do crédito dos bancos privados, adota uma política financeira ativa através da expansão do crédito por parte dos grandes bancos públicos federais (BB, CEF e BNDES), o que os levou ao aumento na participação no crédito com recursos livres e liderança no segmento do crédito direcionado (Mora, 2015). Neste sentido, os bancos públicos funcionaram como linha auxiliar na atuação do BCB tanto para evitar uma crise de liquidez quanto de solvência no setor bancário. As políticas contracíclicas adotadas pelo governo, favorecidas por um contexto internacional benigno (novo boom de commodities e aumento nos fluxos de capitais), foram bem-sucedidas para a economia brasileira se recuperar já a partir de meados de 2009 (Paula et al, 2015). A oferta de crédito retorna a sua trajetória de crescimento, tanto para PJ quanto principalmente para a PF. Desta vez, no entanto, o protagonismo foi do crédito direcionado. A forte recuperação do crédito no entanto, face ao aumento na taxa de inflação e receio de fragilização do setor bancário, levou o BCB a adotar medidas macroprudenciais a partir do final de 2010 para restringi-lo¹⁹.

A terceira fase do ciclo do crédito (2011-2014) é marcada pelo declínio e estagnação da oferta de crédito dos bancos privados, contraposto pela oferta de crédito dos bancos públicos, que se mantém ainda elevada e em níveis semelhantes a taxa de crescimento do período pré-contágio da crise mundial, com CEF e BB assumindo uma participação maior inclusive em áreas tradicionalmente ocupadas pelos bancos privados, como crédito pessoal e capital de giro (Feil e Slivnik, 2017). As principais modalidades de crédito a PF, característica da expansão da primeira fase, como consignado e aquisição de veículos, começaram a desacelerar. A exceção foi o crédito para capital de giro, que aumentava desde 2007 e continuou a crescer significativamente até final de 2013. Cabe destacar que este é um período em que a lucratividade das empresas de capital aberto no Brasil caiu acentuadamente²⁰, sendo possível que as empresas, até 2013, ainda alimentassem expectativas de crescimento do mercado interno, devido a existência de um mercado de vendas de varejo ainda aquecido (Paula e Pires, 2017). Como pode ser observado no Gráfico 6, já havia uma tendência à diminuição na margem de segurança das firmas brasileiras, com um crescimento gradual do comprometimento do fluxo de caixa em relação as despesas financeiras. Considerando essas tendências, o crédito com recursos livres ficou praticamente estagnado no período (entre 27-28% do PIB), enquanto que o crédito direcionado cresceu fortemente (18,8% do PIB, em janeiro de 2012, para 25,0% do

mecanismo de altíssimo risco que garantia uma redução do custo enquanto a trajetória do real fosse de apreciação.

¹⁸ Entre as quais, redução do compulsório para pequenos e médios bancos, diminuição da alíquota adicional cobrada sobre o compulsório sobre depósitos a vista e liberação do compulsório para a aquisição de carteiras de bancos menores. A compra dessas carteiras – feita principalmente pelo BB e CEF - foi fundamental para evitar que a crise de liquidez se convertesse em uma crise de solvência (Oliveira e Wolf, 2016, p.15).

¹⁹ Incluíram, entre outras, aumento gradual da alíquota do depósito compulsório sobre os depósitos a vista e prazo, elevação no adicional do compulsório para depósitos a vista e a prazo, redução do limite máximo de dedução das compras de carteiras, etc.

²⁰ Segundo o CEMEC (2015), o ROE das Companhias Abertas no Brasil, cuja média era de 18,3 em 2005/2010, caiu para 13,5% em 2011, 7,2% em 2012, 6,6% em 2013 e 5,5% em 2014.

PIB, em dezembro de 2014), devido ao acentuado crescimento do crédito do BNDES e crédito imobiliário (Gráfico 4). Em função destas modalidades de crédito terem prazos mais longos, a maturidade média das operações de crédito aumentou²¹. Este período é marcado tanto por uma deterioração no cenário internacional, em função da iminência de uma crise na zona do euro e da desaceleração da economia chinesa, como por uma descoordenação nos instrumentos da política econômica²², levando à deterioração nas expectativas dos agentes (firmas e bancos), expressa na redução na taxa de investimento, contribuindo para a desaceleração econômica (taxa de crescimento média do PIB de 1,8% a.a. em 2012/14). Em tal contexto, a ação contracíclica dos bancos públicos acabou por ter eficácia limitada, ainda que tenha evitado uma contração maior na oferta de crédito.

A quarta fase do ciclo do crédito (2015/2016) é caracterizada pela forte e súbita contração da oferta e demanda do crédito, tanto no crédito livre quanto no crédito direcionado. Esse efeito foi sincronizado entre os bancos privados nacionais, estrangeiros e públicos). Este movimento ocorreu no contexto de uma acentuada desaceleração econômica (taxa de crescimento negativo do PIB em 3,8% em 2015 e 3,6% em 2016), decorrente da combinação de um conjunto de choques negativos, tais como a deterioração nos termos de troca, a crise hídrica, uma forte desvalorização cambial e crise do lava-jato, com um conjunto de políticas econômicas contracionistas, tais como a elevação da SELIC, o reajuste de tarifas controladas pelo setor público e o corte do gasto público. A combinação da recessão com aumento na taxa Selic, cujo valor real ex-ante alcançou 7,5% a.a. em 2015 e 6,5% a.a. em 2016, causou uma enorme desaceleração da demanda e da oferta de crédito, resultando em um *credit crunch* que, por sua vez, contribuiu para o aprofundamento da crise econômica. O *credit crunch* resultou tanto da maior aversão ao risco dos bancos como dos demais agentes privados (firmas e famílias). De um lado, frente à incerteza, os bancos em todos os segmentos por controle de capital elevaram a provisão para devedores duvidosos (Gráfico 6), ampliaram suas aplicações em ativos líquidos, reduziram o prazo médio de seus empréstimos (Gráfico 5) e tornaram-se mais seletivos na concessão de crédito (privilegiando modalidades com maiores garantias). De outro lado, observou-se diminuição na demanda por crédito face a queda da massa salarial real, o aumento na taxa de desemprego, que passa de 5,0%, em 2014, para 8,1%, em 2015, e a forte redução dos investimentos desde 2014.

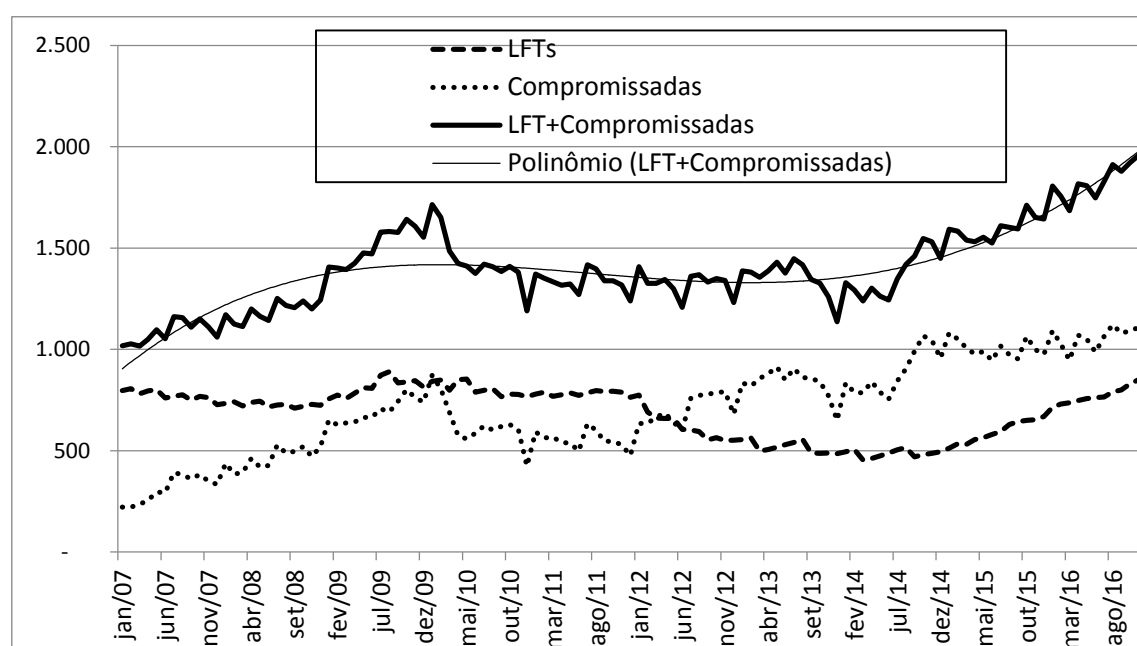
O crédito para PJ, nas suas principais modalidades (BNDES e capital de giro), foi o segmento mais afetado, por ser o mais diretamente atingido pela crise econômica. As principais modalidades do crédito a PF, como o imobiliário e o consignado, ficaram estagnadas ou até mesmo declinaram, como é o caso da aquisição de veículos. Neste período, há um evidente aumento na fragilidade financeira das empresas e famílias: por um lado, o comprometimento da renda das famílias com dívida bancária se eleva para mais de 45% desde meados de 2014, vindo a declinar em 2016 evidenciando um processo de desalavancagem; por outro, o percentual de empresas com a razão EBITDA/despesas financeiras menor do que um (i.e, que não geram fluxo de caixa capaz de cobrir a totalidade das despesas financeiras) aumenta para mais de 50% em 2015, uma situação característica de agentes especulativos ou Ponzi. A crise afetou diretamente também governos estaduais, com destaque para a situação de calamidade financeira e de deterioração dos serviços públicos, experimentadas de modo profundo pelos estados do Rio de Janeiro, Rio Grande do Sul e Minas Gerais, que deixaram de cobrir regularmente o serviço da dívida e, até mesmo, efetuar o pagamento de seus funcionários.

²¹ Passou de 28,8 meses para recursos livres em janeiro de 2012 para 35,3 meses em dezembro de 2014, e para crédito direcionado de 42,0 meses para 58,1 meses no mesmo período, conforme dados do BCB.

²² Para uma análise das razões porque as políticas contracíclicas foram eficazes em 2009 mas não o foram em 2012/13, ver Paula et al (2015).

Cabe assinalar que a forte elevação na taxa de juros, em um ambiente de elevada incerteza, aumentou o risco de taxa de juros para os investidores em títulos públicos. A dificuldade de venda de papéis pré-fixados pressionou o Tesouro Nacional a emitir títulos indexados a Selic, que por terem *duration* de um dia são livres desse risco. O crescimento da emissão de LFTs junto com as operações compromissadas²³, já em crescimento desde 2012, aumentou rapidamente o montante das aplicações remuneradas a taxa Selic com alta liquidez, revigorando o circuito de *overnight* na economia brasileira (Gráfico 7). Como pode ser visto na Tabela 1 houve um forte aumento na dívida pública em 2015/16. Essa mudança na administração da dívida pública e aumento no volume das aplicações de curto prazo permitiu, mais uma vez, que os bancos ajustassem sua estrutura patrimonial de forma a obterem liquidez e rentabilidade na composição de seu balanço. Repetindo o passado, os bancos alcançaram uma lucratividade ainda elevada em condições de aguda crise econômica, mantendo-se ao mesmo tempo financeiramente saudáveis.

Gráfico 7: Compromissadas e LFTs (R\$ bilhões de dez/2016*)



Fonte: BCB (2017). Nota: (*) Deflacionado pelo IGP-DI.

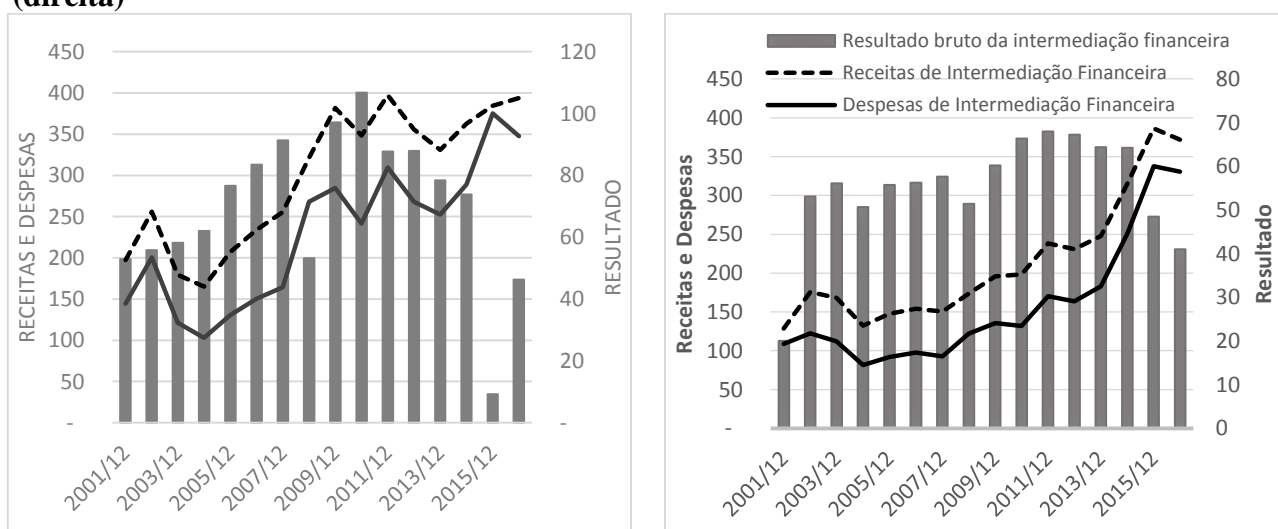
5. Ajuste patrimonial e padrão de rentabilidade dos bancos

Como visto na seção anterior, de 2003 até 2008 o setor bancário, liderado pelos bancos privados nacionais e secundado pelos bancos públicos, expandiram de forma acelerada sua carteira de crédito, refletindo, de um lado, a maior demanda decorrente da elevação da renda e do emprego, e de outro, tanto a queda da SELIC como a melhoria das expectativas a respeito da saúde financeira das empresas não-financeiras e famílias. Ao lado do maior volume de crédito concedido, os spreads praticados pelos bancos privados, ainda que manifestassem leve queda, permaneceram elevados, como revela o BCB (2009). A combinação do aumento do volume de crédito concedido e da manutenção de spreads ainda elevados fez com que o resultado bruto da intermediação financeira praticamente dobrasse entre 2003 e 2008 para os bancos privados nacionais, como se pode ser visto no Gráfico 8.

²³ Operações de compra ou venda de títulos públicos com compromisso de revenda ou recompra em uma data futura usadas pelo BCB para regular a liquidez no mercado de reservas bancárias.

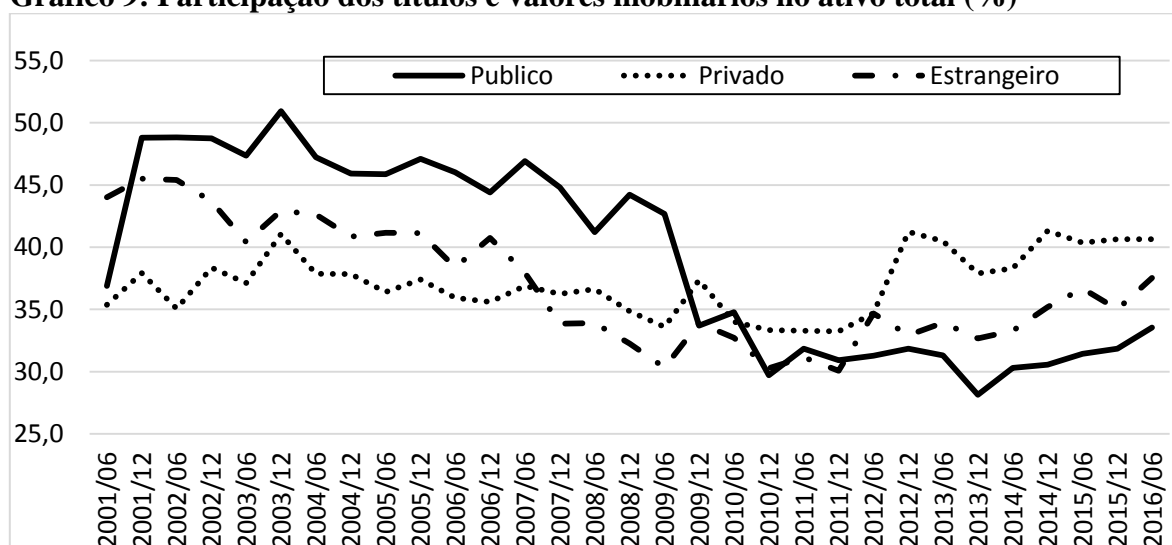
Nesta fase, a expansão do crédito bancário teve como contrapartida a redução da participação relativa dos títulos e valores mobiliários na carteira dos bancos privados nacionais e dos bancos públicos. Esse resultado está em linha com a alocação dos ativos esperada em uma fase de expansão, à luz da teoria minskyana. Bancos, em busca de maior lucratividade, preferirão ativos que ofereçam maior rendimento, ainda que menos líquidos, como os empréstimos que, via de regra, no Brasil, não são securitizáveis. O aumento dos empréstimos se deu em detrimento de aplicações financeiras mais líquidas, como os títulos e valores mobiliários, que, em dezembro de 2003, eram pouco mais de 40% dos ativos, mas em dezembro de 2008 caíram para menos de 35% para o segmento dos bancos privados nacionais, e 51% para 44% no caso dos bancos públicos (Gráfico 9).

Gráfico 8: Receitas, despesas e resultado bruto da intermediação financeira em R\$ bilhões de dez/2016 – bancos privados nacionais (esquerda) e bancos públicos (direita)



Fonte: BCB (2017)

Gráfico 9: Participação dos títulos e valores mobiliários no ativo total (%)

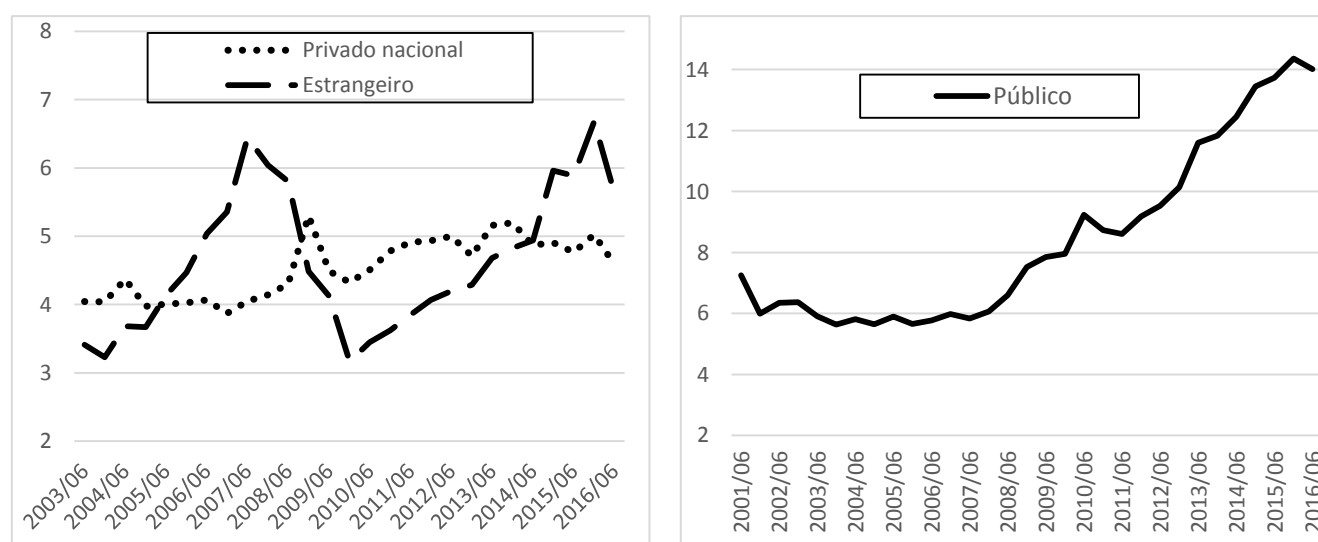


*Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB (2017).

Essa realocação dos ativos no conjunto dos bancos privados nacionais foi mais modesta do que a realizada pelos bancos estrangeiros, cujos títulos e valores mobiliários saíram de 43% dos ativos, em dezembro de 2003, para 33%, em dezembro de 2008 (Gráfico 9). De fato, a manifestação de tendência à fragilidade entre os bancos privados

nacionais nessa fase não foi notável. Não só a recomposição do ativo foi moderada como a expansão das operações de crédito deste segmento não foi acompanhada de aumento na alavancagem até o ano de 2007 (ver Gráfico 8). É somente neste ano que esses bancos parecem agir de forma um pouco mais ousada, elevando a alavancagem das operações de crédito de algo em torno de 4 para pouco mais que 5. Como regra geral, no entanto, o patrimônio líquido dessa classe de bancos cresceu *pari passu* à expansão dos saldos de crédito bancário. Já no caso dos bancos públicos a recomposição no ativo neste período, com forte redução nas aplicações em títulos e valores mobiliários, permitiu este segmento expandir a oferta de crédito sem alteração na alavancagem no período 2004/2007 (Gráfico 10). Esse movimento parece não ser explicado por algum limite prudencial, tal como o estabelecido pelas regras de Basileia. Neste caso específico, os bancos privados e públicos sempre mantiveram seus índices de Basileia razoavelmente acima dos mínimos legais, mesmo diante das maiores oportunidades para concessão de crédito, em função da elevada participação de aplicações em títulos e valores mobiliários no ativo dos bancos em geral.²⁴

Gráfico 10: Alavancagem dos bancos privados e públicos – operações de crédito/patrimônio líquido (%)



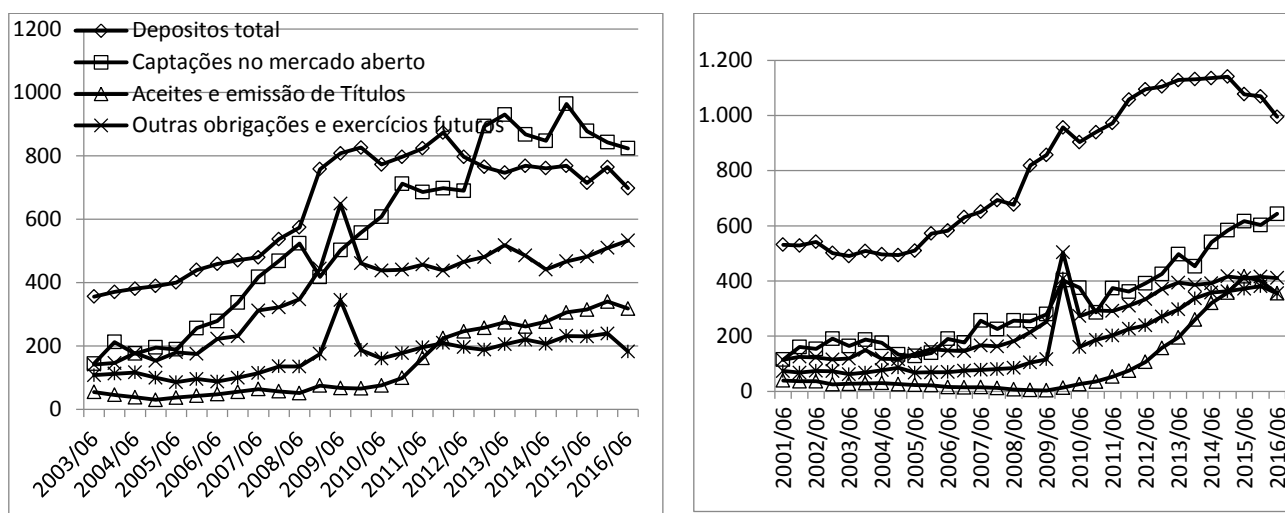
Fonte: Elaboração própria com base em dados do BCB (2017)

Ainda no que se refere ao lado do passivo, observa-se que tanto os bancos privados nacionais quanto os bancos públicos expandiram suas operações de empréstimos a partir de 2005 amparados no forte aumento dos seus depósitos, em especial depósitos a prazo (Gráfico 11). No caso dos bancos privados nacionais, este movimento foi acompanhado do acentuado crescimento nas captações no mercado aberto, formadas pelas obrigações compromissadas²⁵ - que compreendem operações com carteira própria, carteira de terceiros e carteira de livre movimentação - que são uma fonte mais ágil de captação de recursos por parte de bancos e livres de compulsório, permitindo levantar maiores montantes de recursos livres no mercado para dar sustentação ao crescimento da oferta de crédito.

²⁴ Em 2013/2014 a média do índice de Basileia do BB foi de 15,3%, da CEF 15,6%, Bradesco 16,5%, Itau 16,7% e Santander 18,3%, conforme dados do BCB (2017), portanto bem acima do mínimo de 11%.

²⁵ As operações compromissadas se caracterizam pela venda não definitiva de títulos, com recompra a prazo e preço previamente definidos. No caso dos bancos, são bastante utilizadas nas transações relativas ao mercado interbancário.

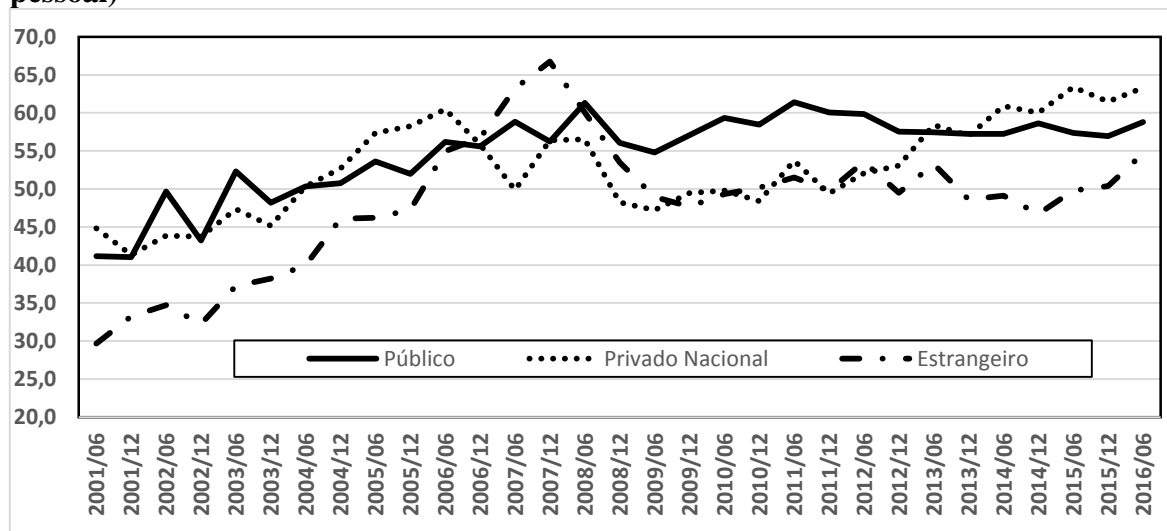
Gráfico 11: Passivo exigível (em R\$ bilhões de dezembro de 2016) - bancos privados nacionais (esquerda) e bancos públicos (direita)



Fonte: BCB (2017). Dados deflacionados pelo IGP-DI.

A aceleração do crescimento econômico combinada com a maior aprofundamento das relações financeiras dos clientes com bancos, não só na intermediação financeira mas também em outras atividades financeiras (fundos de investimento, colocação de títulos das empresas, assessoria em fusões e aquisições, derivativos, etc.), por um lado, e o fortalecimento das relações de clientela nos bancos, de outro, permitiu-lhes ampliar de modo relevante a cobrança de tarifas e serviços durante essa fase de expansão. Esse comportamento não se restringiu apenas aos bancos privados nacionais ou estrangeiros, se estendendo também aos bancos públicos. A arrecadação dessas receitas representou, ao longo desse período, uma fração crescente das despesas administrativas e de pessoal, alcançando mais de 50% em 2007 (Gráfico 12).

Gráfico 12: Cobertura dos serviços e tarifas (% das despesas administrativas e de pessoal)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB (2017)

A crise financeira internacional de 2008/09 já provocou alguma mudança comportamento dos bancos privados nacionais, podendo caracterizar como uma suspensão nos seus planos de expansão, que, mesmo superada a crise, não retornam ao ritmo de

expansão anterior. Como esperado, nos momentos que se seguiram à crise do Lehman Brothers, os bancos privados nacionais tipicamente “colocaram o pé no freio”, reduzindo fortemente as novas concessões de crédito e aumentando acentuadamente suas provisões para devedores duvidosos (seguidos neste particular, em menor grau, pelos bancos estrangeiros e públicos, conforme Gráfico 6). Essa reação, contudo, foi mais moderada do que a exibida pelos bancos estrangeiros, cujas matrizes foram afetadas fortemente pela crise. Esses, de fato, desalavancaram suas operações de crédito, seguindo a mudança de orientação das matrizes diante do novo cenário macroeconômico global. Nessa fase de crise, como visto na seção anterior, os bancos públicos reforçaram a oferta de financiamento no bojo do conjunto das ações anticíclicas do governo federal, contrabalançando as ações mais defensivas dos bancos privados nacionais e estrangeiros.

Passado o pior momento, já a partir do final de 2009, os bancos privados nacionais voltaram a aumentar seus empréstimos em 2010/11, ainda que aquém do ritmo de expansão do ciclo de 2004/2008. A percepção de que a grande crise havia sido superada foi reforçada ao longo de 2009 e 2010, com a economia brasileira entrando em fase de aceleração, como demonstrava o crescimento do PIB e a criação de empregos em grande escala (Tabela 1), criando grandes expectativas sobre uma nova fase de crescimento, como sugeria a famosa capa da revista *The Economist*, em que o Cristo Redentor decolava, turbinado, do morro do Corcovado²⁶. Essa crença na superação dos efeitos da crise induziu a retomada da concessão de crédito pelo setor bancário privado. Sua alavancagem voltou a aumentar a partir do fim de 2009, a partir do aumento das captações no mercado aberto, enquanto a participação de títulos e valores mobiliários no conjunto dos ativos declinava. O resultado bruto da intermediação financeira se recuperou já em 2009 e continuou crescendo em 2010.

As expectativas de recuperação, contudo, não resistiram muito tempo. Como já destacado, a partir de meados de 2010 multiplicaram-se os sinais de que haveria um desdobramento da europeia, com o risco de iminência de novo “grande evento”. No front interno, repetiam-se recomendações de que a economia brasileira deveria ser esfriada, diante do crescimento do PIB e assim a partir de abril de 2010 teve início um ciclo de alta da SELIC, que foi elevada de 8,75% a.a. para 9,5% a.a., enquanto no campo fiscal o governo se comprometera a buscar a meta de superávit primário.

Esse conjunto de fatores, juntamente com o temor do aumento da inadimplência, que, a partir de 2011, passou a aumentar - de cerca de 4% do total da carteira de crédito no início de 2011 para mais de 5% em meados de 2012 no segmento dos bancos privados nacionais -, influenciou a decisão do segmento dos bancos privados nacionais de retomar posturas algo mais conservadoras. Assim, desde o fim de 2011, já se percebiam nos balanços das instituições privadas os efeitos da estratégia de controlar a expansão do volume de empréstimos, resultando em forte desaceleração na oferta e em aumentos dos spreads bancários²⁷. Já os bancos públicos, como visto na seção anterior, continuaram a expansão dos níveis de crédito, prorrogando a política financeira contracíclica. A alavancagem do crédito deste segmento aumentou acentuada e continuamente de 8,0% em dezembro de 2009 para 13,0% em dezembro de 2014 (Gráfico 10). Acompanhando este movimento da alavancagem, este segmento passou a administrar mais dinamicamente o passivo exigível, com acentuado crescimento de obrigações que economizam reservas, notadamente captações no mercado aberto e aceites e emissão de títulos (com destaque para o aumento das emissões das Letras de Crédito do Agronegócio – LCA por parte do

²⁶ A revista *The Economist*, 12 de novembro de 2009, continha diversos elogios com relação ao desempenho brasileiro e suas perspectivas. Na capa, a expressão *Brazil Takes Off* revela as expectativas positivas nutridas sobre o país.

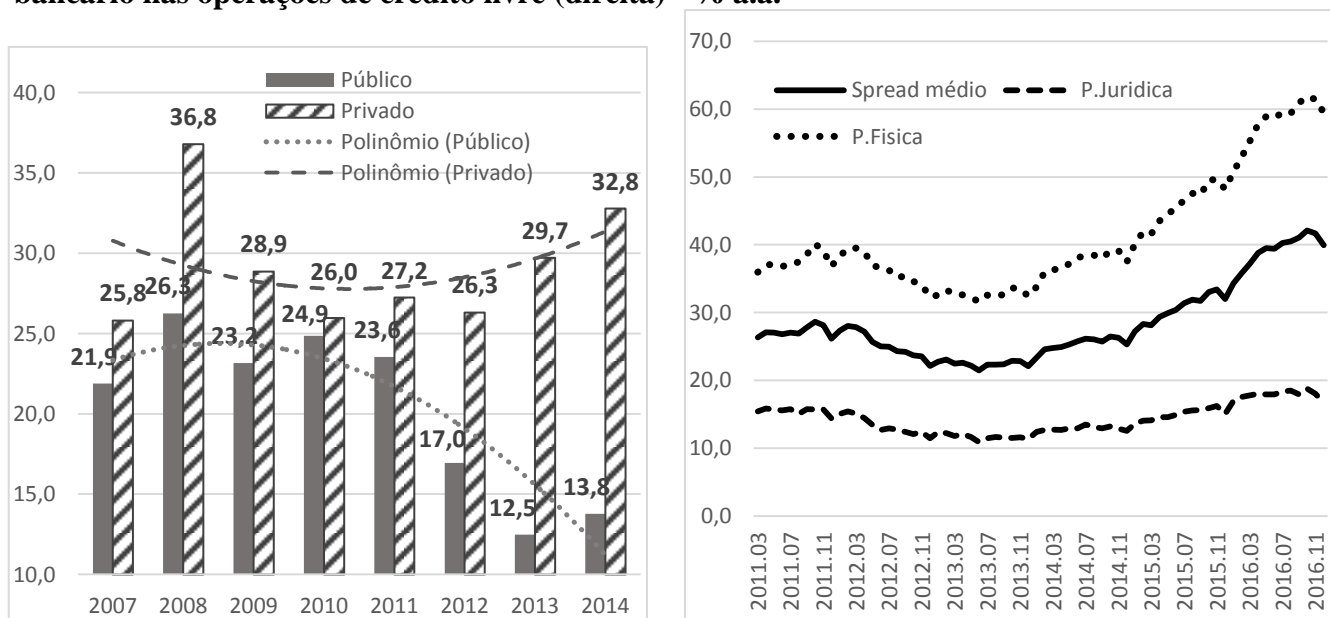
²⁷ Os spreads médios do segmento dos bancos privados (nacional e estrangeiro) subiu de 26,3% a.a. em 2012 para 29,7% em 2013 e 32,8% em 2014, conforme BCB (2015, p.19-21).

BB), além das obrigações por empréstimos e repasses (Tesouro Nacional, BNDES e FGTS)²⁸.

Em abril de 2012, como parte dos esforços do governo federal para imprimir um ritmo de atividade mais acelerado e na contramão da postura conversadora exibida pelos bancos privados nacionais, estabeleceu-se uma política de redução dos spreads bancários. O governo federal, por meio da CEF e do Banco do Brasil, instou o sistema bancário a reduzir os spreads de suas operações financeiras. Considerando que esses dois bancos ocupavam uma importante fatia de mercado das operações de crédito, seria de se esperar que os bancos privados que não reagissem cortando seus próprios spreads perderiam mercado. A política de redução dos spreads coincidiu com o ciclo de redução da taxa SELIC, iniciado em agosto de 2011. Em outubro de 2012, os juros básicos chegaram a 7,25% a.a., o patamar nominal mais baixo dos últimos anos. Essa taxa retirava a atratividade de operações com títulos públicos e poderia ainda indicar que as rendas de tesouraria dos bancos estariam com os dias contados. Diante da redução dos juros básicos e da determinação do governo em empregar os bancos públicos para dar um limite aos spreads, restaria aos bancos privados expandir a oferta de crédito com juros mais baixos.

Contudo, isto não aconteceu. O ciclo de queda da taxa SELIC foi qualificado por analistas financeiros como “redução dos juros na marra”, uma expressão crescentemente massificada na imprensa. Era um indício de que a comunidade financeira não esperava que as taxas fossem se manter no patamar de 7,25% a.a. Até a mudança de expectativas, a redução dos spreads dos bancos públicos fora acompanhada pelo conjunto dos bancos privados, como mostra o Gráfico 13. Na medida em que as expectativas sobre a SELIC se elevam e, em especial, a partir da própria elevação da SELIC em meados de 2013, os spreads mudam de tendência e iniciam uma verdadeira escalada, em especial, nas operações com pessoas físicas.

Gráfico 13: Spread bancário dos bancos públicos e privados (esquerda) e spread bancário nas operações de crédito livre (direita) - % a.a.



Fonte: BCB (2015) e BCB (2017).

O resultado líquido desse período em que os bancos privados nacionais tomaram a decisão de conter os volumes de empréstimos resultou na redução real do resultado bruto da intermediação financeira, que não mais retornou aos níveis de 2010. A alavancagem

²⁸ Para um aprofundamento, ver Feil e Slivnik (2017).

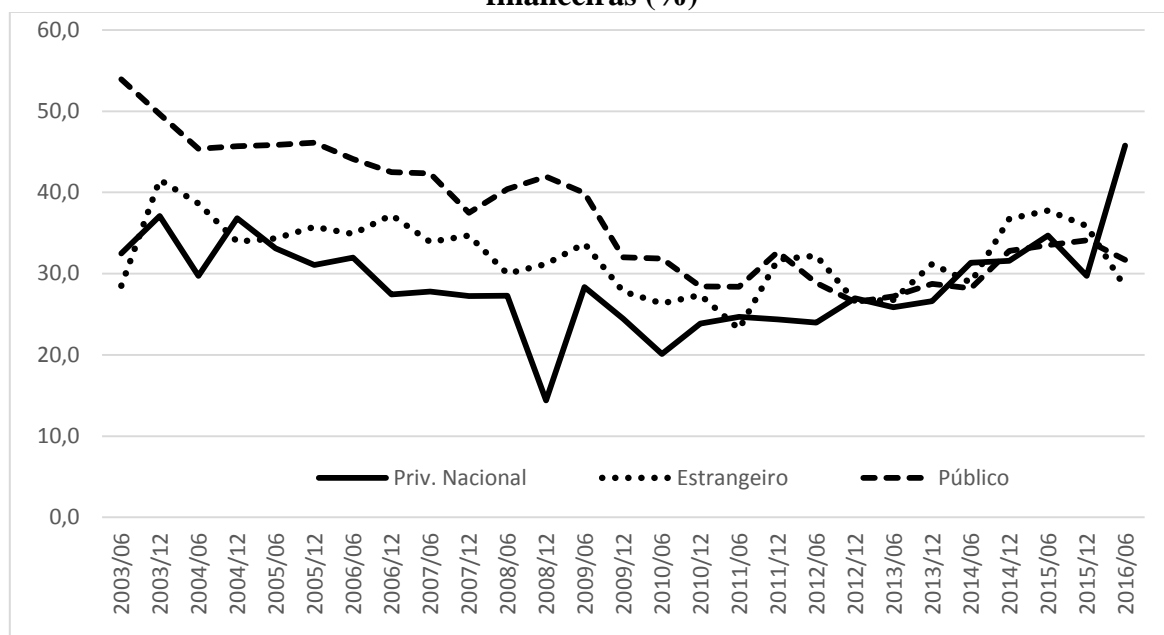
não fora alterada (Gráfico 10), mas a participação dos títulos e valores no total de ativos, ao longo de 2012, saiu de níveis inferiores a 35% para ultrapassar os 40% (Gráfico 9), confirmando que os bancos privados nacionais passaram a adotar uma postura mais cautelosa. Esse comportamento veio acompanhado de uma elevação na razão receitas com serviços e tarifas sobre despesas administrativas e de pessoal que passou de 50% no 2º semestre de 2012 para mais de 60% a partir do 2º semestre de 2014 (Gráfico 12). Já no caso dos bancos públicos esses mantiveram seu resultado bruto de intermediação financeira elevado até 2014, face ao aumento nas receitas com operações de crédito.

Essa tendência prosseguiu até o fim de 2014, quando o governo brasileiro deu uma guinada na condução da política econômica, denominando Joaquim Levy como Ministro da Fazenda para aplicar uma política de austeridade fiscal em amplo espectro - superávits primários elevados por meio do corte de gastos primários, fim de repasses para os bancos públicos, em especial, para o BNDES, e ajuste realista das tarifas de energia elétrica e dos preços de combustíveis - , conjugado com o comprometimento do BCB de perseguir mais decididamente o controle da inflação a partir do final de 2014, com uma elevação maior da SELIC (Tabela 1).

Em que pese o fato do anúncio das medidas terem sido muito bem recebidas pela comunidade financeira, essa boa recepção não se traduziu em aumento da confiança, em função da profunda recessão que se iniciou a partir do final de 2014, conjugada com forte elevação da inflação em 2015. Neste contexto, os bancos privados nacionais, desta vez acompanhado dos bancos públicos, aprofundaram suas políticas operacionais que privilegiavam o racionamento do crédito, a elevação dos spreads e das provisões para devedores duvidosos e o maior foco na aplicação em títulos públicos. Como consequência da afirmação de uma estratégia conservadora iniciada já a partir de 2011, as receitas com operações de crédito, que, em 2010, equivaliam a mais de 70% do total das receitas financeiras, caíram para o patamar de 50%, no fim do primeiro semestre de 2016. Já as receitas com títulos e valores mobiliários se expandiram, de menos de 24% para 46% no mesmo período. Esse ajustamento, como ressaltado, foi permitido pelo forte crescimento das operações financeiras de curto prazo no Brasil, com o restabelecimento do circuito de overnight.

O ajustamento dos bancos públicos a partir de 2015 foi igualmente na direção do maior racionamento de crédito e aumento na provisão para devedores duvidosos. Tal ajustamento, no entanto, foi facilitado pela queda na demanda por novos financiamentos decorrente da recessão brasileira. Não obstante, considerando que parte mais expressiva dos financiamentos concedidos pelos bancos públicos é de longo prazo, a redução do tamanho da sua carteira é mais lenta do que a dos bancos privados. Como no caso dos bancos públicos os fluxos pagamentos dos empréstimos são uma fração menor dos estoques concedidos quando comparado aos bancos privados, mesmo que as novas concessões diminuam muito, seu efeito sobre o total emprestado é pequeno. Por essa razão, a participação das receitas de intermediação no total das receitas decai mais lentamente. Assim, as receitas com operações de crédito sobre o total das receitas de intermediação passaram de 63% em 2010 para 61% no 1º semestre de 2016, mantendo-se a participação praticamente inalterada. Pelo mesmo motivo, sob a mesma base de comparação, as receitas com títulos e valores mobiliários tiveram apenas um pequeno crescimento relativo, passando de 28% para 32% (Gráfico 14).

Gráfico 14: Receitas com títulos e valores mobiliários no total das receitas financeiras (%)



Fonte: BCB (2017).

No que se refere a resultado bruto da intermediação financeira, há uma brusca queda no caso do segmento dos bancos privados nacionais em 2015, sendo essa queda menor para os bancos públicos. Em que pese o efeito positivo na elevação das taxas de juros sobre a receita de intermediação financeira em particular títulos e valores mobiliários, o aumento das despesas financeiras foi mais pronunciado em função dos efeitos da forte contração do PIB e da desvalorização cambial sobre as captações no mercado e sobre as provisões para crédito de liquidação duvidosa. A rentabilidade dos bancos só se manteve elevada – como pode ser vista na Tabela 3 – em função dos elevados montantes de créditos tributários detidos pelos bancos, relacionados a despesas com imposto de renda - IR e contribuição social sobre o lucro líquido – CSLL (Oliveira, 2016). Em 2016, há um aumento no resultado dos bancos privados nacionais em relação ao ano anterior, mas bem abaixo dos anos anteriores a 2015. Ainda assim o ROE dos maiores bancos privados se manteve elevado no ano. Já no caso dos grandes bancos públicos varejistas (BB e CEF) observa-se uma redução no resultado bruto e uma queda mais acentuada no ROE. De todo modo, não deixa de ser surpreendente a manutenção de níveis de rentabilidade elevados, ainda que reduzidos, em contexto de forte e prolongada recessão, o que mostra a enorme capacidade dos bancos brasileiros se ajustarem em um ambiente de forte instabilidade macroeconômica, favorecido por um contexto macro-institucional favorável.

Tabela 3: Rentabilidade do patrimônio (ROE) dos 5 maiores bancos (em %)

Bancos	2014	2015	2016	Variação 2014/2015	Variação 2015/16
Itaú Unibanco	24,0	23,9	20,3	-0,4	-15,1
Bradesco	20,1	20,5	17,6	2,0	-14,1
Banco do Brasil	14,2	17,8	9,5	25,4	-46,6
Santander	11,5	12,8	13,3	11,3	3,9
Caixa Econômica Federal	15,2	11,4	6,6	-25,0	-42,1

6. Conclusão

Este artigo analisou o comportamento do setor bancário no ciclo recente de crédito no Brasil (2003-2016), caracterizado por um ciclo de boom, desaceleração e crise, tomando como ponto de partida a abordagem pós-keynesiana. Procurou-se mostrar que tal instrumental teórico permite entender as mudanças patrimoniais dos bancos e o desenvolvimento do ciclo de crédito no Brasil no período analisado, desde que mediado pelas especificidades institucionais e macroeconômicas da realidade brasileira (existência de um circuito de aplicações de curto prazo, importância dos bancos públicos, spreads e juros elevados, etc.). Em particular nossa análise mostrou que os bancos brasileiros, mais uma vez, tiveram grande capacidade de se adaptar e tirar proveito deste contexto macro-institucional, seja na direção da expansão da oferta de crédito, extraindo receitas na intermediação financeira (favorecidos por spreads ainda elevados) e diversificando suas fontes de receitas, seja em momento de desaceleração econômica realocando seu portfólio em direção a posições mais líquidas e de menor risco, mantendo uma rentabilidade relativamente elevada, sobretudo considerando ser um período de acentuada crise econômica.

Resta ainda, contudo, aprofundar com mais detalhes, que elementos permitiram que o sistema bancário nacional tenha expandido fortemente o crédito sem abrir mão da liquidez de sua estrutura patrimonial. Sem dúvida, a preservação da liquidez lhes deu grande flexibilidade para se ajustar rapidamente a piora nas expectativas quanto ao futuro, contraindo o crédito e aumentando a participação relativa dos ativos líquidos. É mais importante: a aguda crise econômica não deu origem a uma crise bancária. Neste caso, contudo, não houve um “almoço grátis”: o ajuste patrimonial dos bancos só foi possível em função da enorme transferência patrimonial do Estado, via dívida pública, para as classes rentistas, inclusive bancos. Esse é um assunto que merece um melhor aprofundamento em outros trabalhos.

Referências:

- BCB – Banco Central do Brasil (2009). *Relatório de Economia Bancária e Crédito de 2009*. Brasília: BCB.
- BCB – Banco Central do Brasil (2014). *Relatório de Economia Bancária e Crédito de 2014*. Brasília: BCB.
- BCB – Banco Central do Brasil (2017), <http://www.bcb.gov.br/pt-br/#!/n/SERIESTEMPORAIS>, acesso em 07/07/2017;
- CARVALHO, F.C. (1999). “On bank’s liquidity preference”. In DAVIDSON, P. e J. KREGEL. (eds), *Full Employment and Price Stability in a Global Economy*. Cheltenham: Edward Elgar.
- CARVALHO, F.C. (2016). “On the nature and role of financial systems in Keynes’ entrepreneurial economies”. *Journal of Post Keynesian Economics* 39(3): 287-307.
- CEMEC (2015). “Fatores da queda do investimento – 2010-2014”. *Nota CEMEC* 03/2015, março.
- CEMEC (2016). “Endividamento das empresas brasileiras: metade das empresas não gera caixa para cobrir despesas financeiras em 2015/2016”. *Nota CEMEC* 06/2016, Agosto.
- DAVIDSON, P. (1994). *Post Keynesian Macroeconomics Theory*. Aldershot: Edward Elgar.

- DEQUECH, D. (1999). “Expectations and confidence under uncertainty”. *Journal of Post Keynesian Economics*, 21(3): 415-430.
- DIEESE – Redes Bancários (2017). “Lucros permaneceram elevados, mas bancos promovem intensa reestruturação”. São Paulo, DIEESE.
- DYMSKI, G. e R. POLLIN. (1992). “Hyman Minsky as hedgehog: the power of the Wall Street Paradigm”. In FAZZARI, S. e D. PAPADIMITRIOU(ed.). *Financial Conditions and Macroeconomic Performance*. Armonk/London: M.E.Sharp.
- DOW, S. (1996). “Horizontalism: a critique”. *Cambridge Journal of Economics*, 20: 497-508.
- KEYNES, J.M. (1987). *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. New York/London: Harcourt Brace & Company.
- FEIL, F. e SLIVNIK, A. (2017). “Caixa Econômica Federal e Banco do Brasil: Notas sobre sua evolução patrimonial recente”, mimeo.
- FERRARI-FILHO e PAULA, L.F. (2016). “Padrões de crescimento e desenvolvimentismo: Uma análise keynesiano-estruturalista”. *Nova Economia* 26(3): 775-807.
- FERRI, G., DOMAÇ, I. e DING, W. (1998). “Is there a credit crunch in East Asia?” *Policy Research Working Paper*, World Bank.
- MENDONÇA, M.A. e SACHSIDA, A. (2013). “Identificando a demanda e oferta de crédito bancário no Brasil”. *Texto para Discussão IPEA*, 1837, junho.
- MINSKY, H. (1982). *Can ‘IT’ Happen Again? Essays on Instability and Finance*. New York: M.E.Sharpe.
- MINSKY, H. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven:Yale University Press.
- MORA, M. (2015). “A evolução do crédito no Brasil entre 2003 e 2010”. *Texto para Discussão IPEA*, 2022, janeiro.
- OLIVEIRA, G. (2016). “O desempenho do sistema bancário no Brasil no período recente (2007-2015)”. Relatório de Pesquisa. Campinas: IPEA.
- OLIVEIRA, G. e WOLF, P.J.W. (2016). “A dinâmica do mercado de crédito no Brasil no período recente (2007-2015)”. *Texto para Discussão IPEA*, 2243, outubro.
- PAULA, L.F. (1999). “Dinâmica da firma bancária: uma abordagem não-convencional”. *Revista Brasileira de Economia*, 53(3): 136-142.
- PAULA, L.F. (2014). *Sistema Financeiro, Bancos e Financiamento da Economia: Uma Abordagem Keynesiana*. Rio de Janeiro: Campus.
- PAULA, L.F. e ALVES Jr., A.J. (2003). “Banking behaviour and the Brazilian economy after the Real Plan: a Post Keynesian approach”. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review* (227): 337-365, 2003.
- PAULA, L.F., MODENESI, A. e PIRES, M. (2015). “The tale of the contagion of two crises and policy responses in Brazil: A case of (Keynesian) policy coordination?”. *Journal of Post Keynesian Economics*, 37(3): 408-435.
- PAULA, L.F. e PIRES, M. (2017). “Crise e perspectivas para a economia brasileira”. *Estudos Avançados* 31(89): 125-144.
- PRATES, D.M. e FREITAS, M.C.P. (2013). “Crédito corporativo no Brasil: evolução recente e perspectivas”. *Revista de Economia Política* 32(2): 322-340.
- PRATES, D., FRITZ, B. e PAULA, L.F. (2017). “Brazil at crossroads: A critical assessment of developmentalist policies”. In Arestis, P., Baltar, C. e Prates, D. (ed.), *The Brazilian Economy since the Great Financial Crisis of 2007/2008*. Basigstoke: Palgrave Macmillan, 2017 (no prelo).