

SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL: ANÁLISE RECENTE, DIAGNÓSTICO E PERSPECTIVAS*

Luiz Fernando de Paula e Gustavo José de Guimarães e Souza

1. Introdução

Na América Latina, a escala de empréstimo bancário é baixa em relação à atividade econômica, o aprofundamento financeiro é limitado, o mercado de capitais é ainda subdesenvolvido, e as margens de intermediação financeira são elevadas quando comparado aos países desenvolvidos e mesmo alguns grupos de países em desenvolvimento. De fato, o limitado acesso ao crédito bancário e ao financiamento via mercado de capitais, e a incerteza sobre a estabilidade financeira são fatores que contribuíram para a volatilidade econômica da região (Singh *et al*, 2005). Os sistemas financeiros latino-americanos são predominantemente baseados no setor bancário, com mercado de títulos pequeno e com baixa liquidez. O aprofundamento financeiro é baixo comparado aos países desenvolvidos e mesmo alguns grupos de países em desenvolvimento. A relação crédito para o setor privado como percentagem do PIB na América Latina foi de 37% em média em 1995-2002, contra 89% dos países desenvolvidos e 57% do Leste da Ásia e Pacífico (BID, 2005, p.7).

Recentemente, o crédito teve uma recuperação na região a partir de 2004, devido ao crescimento econômico mais robusto, as condições monetárias mais expansionistas a nível global e os progressos em termos de reestruturação bancária, sendo o crescimento da oferta de crédito particularmente forte na Argentina e Brasil (Jeanneau, 2007, p.6-7). De fato, no Brasil, após anos de regressão na oferta de crédito, a relação crédito/PIB tem crescido continuamente, passando de 22% em abril de 2003 para mais de 40% em 2009.

O objetivo deste capítulo é analisar os fatores condicionantes que estimularam e restringiram o crescimento do mercado de títulos de dívida privada e o mercado de crédito bancário no Brasil, assim como o crescimento recente desses mercados, em particular a partir de 2004. Além disto, são discutidas algumas possibilidades para o desenvolvimento do sistema financeiro brasileiro.

* In: Oreiro, J.L.; Paula, L.F.; Basilio, F.. (Ed.). *Macroeconomia do Desenvolvimento: Ensaio sobre restrição externa, financiamento e política macroeconômica*. Recife: Editora Universitária UFPE, 2012.

O quadro referencial teórico de análise empregado para o intento é a teoria da preferência pela liquidez, segundo o qual a demanda dos ativos financeiros não monetários é influenciada fundamentalmente pelo estado de expectativas dos agentes, sob condições de incerteza, que define as condições de retorno (ajustado ao risco) e de liquidez destes ativos¹. Deste modo, quanto maior a incerteza percebida, os agentes passam a valorizar os atributos de maior liquidez dos ativos em detrimento da rentabilidade, e com isto aumenta o prêmio de risco cobrado para aquisição de títulos de maior maturidade e/ou de baixa liquidez. Alternativamente, quanto menor a incerteza percebida maior a propensão ao risco do investidor, sendo os atributos de rentabilidade privilegiados em relação à liquidez dos ativos financeiros. Tais “preferências” determinam não só a composição de portfólio dos agentes investidores como o prêmio de risco que cobram para adquirir ativos financeiros.

Um das implicações importantes desta abordagem teórica para análise do mercado de títulos de dívida e do mercado de crédito bancário é que, por um lado, as condições de oferta de títulos corporativos são, em boa medida, determinadas pelo estado de expectativas dos agentes, que afeta a percepção de risco e retorno dos investidores; por outro, a oferta e demanda por crédito são influenciadas de forma decisiva pela maior ou menor preferência pela liquidez dos agentes – bancos e agentes não-financeiros (firmas e famílias). Em particular, o ambiente macroeconômico e a política econômica – crescimento da economia, inflação, política de juros, movimento da taxa de câmbio, etc. – tem um papel fundamental na determinação da demanda e oferta por títulos e crédito e nas condições (volume emitido, remuneração, maturidade, etc.) pelos quais os mesmos são ou poderão ser emitidos/ofertados.

O capítulo está dividido em quatro seções, além desta introdução. A seção 2 efetua um breve resumo de como o contexto macroeconômico tem afetado o mercado de títulos de dívida e de crédito no Brasil. A seção 3 analisa o desenvolvimento recente do mercado de títulos de dívida (MTD) privada no contexto, enfatizando em particular os fatores que têm estimulado e constrangido o desenvolvimento deste mercado. A seção 4, por sua vez, examina o desenvolvimento do mercado de crédito bancário, em particular na década de 2000. Por fim, a seção 5 conclui o capítulo e discute algumas perspectivas para o sistema financeiro nacional.

¹ Ver a respeito, Paula (1999) e Carvalho (2007).

2. Breve Contextualização Macroeconômica

Desde o começo dos anos 1980, a economia brasileira vem apresentando um crescimento baixo e volátil: entre 1981 e 2009 a média do crescimento do PIB foi de 2,5% a.a., contrastando com o crescimento médio de 7,1% entre 1947 e 1980, durante o período de industrialização por substituição de importações (ISI). O baixo crescimento entre 1990 e 2009 foi resultado do fenômeno de alta inflação (até 1994), de uma elevada vulnerabilidade externa e também dos efeitos de uma elevada taxa de juros real (cerca de 11% no período 1990-2006). De fato, as taxas de investimento têm se mantido baixas durante anos, menos do que 20% do PIB desde 1996, contra uma taxa de investimento de cerca de 25% nos anos 70. Esses resultados contrastam com o dinamismo de outras economias emergentes de maior porte, como China e Índia, que tiveram um crescimento, respectivamente, de 9,9% e 6,0% a.a. no período 1990-2009².

O Gráfico 1 mostra o comportamento *à la stop and go* que tem caracterizado a economia brasileira nos últimos anos: curtos ciclos de crescimento são seguidos de uma desaceleração econômica. Os períodos de maior crescimento do sistema financeiro nacional – incluindo o MTD e do mercado crédito bancário, como 1994-1995 e 2004-2009, coincidem, grosso modo, com os períodos de maior crescimento econômico, uma vez que é de se esperar que as firmas busquem novas fontes de financiamento para expansão de suas atividades, assim como as famílias busquem expandir seus gastos com bens de consumo com crédito, durante as fases de crescimento da renda e do nível de atividade econômica. Destaca-se, assim, a importância que um ambiente de crescimento econômico mais duradouro e de maior estabilidade macroeconômica tem tido sobre o desenvolvimento do mercado de títulos e de crédito no Brasil³.

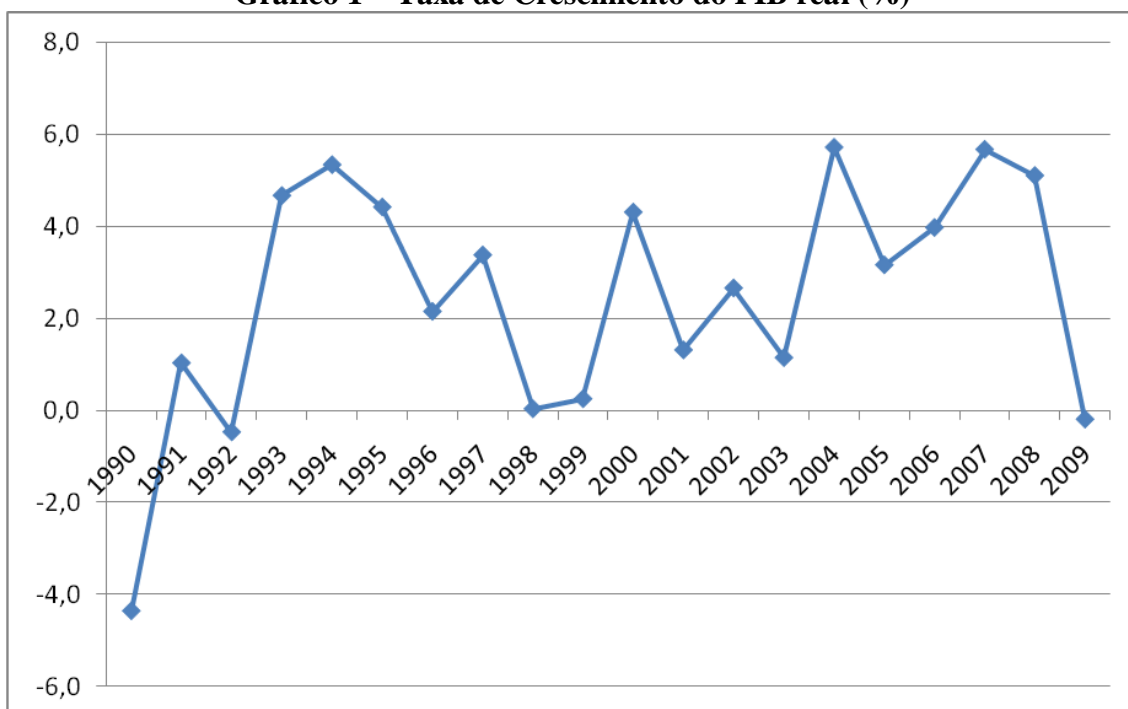
Uma diferença importante entre o período 1994-1995 e o período 2004-2009 é que no primeiro, no contexto de um processo de estabilização de preços com um câmbio semi-fixo, as taxas reais de juros eram extremamente elevadas, enquanto que no segundo houve uma redução nessas taxas, mas que ainda se mantiveram em patamares elevados em termos internacionais, considerando que a política econômica passou a ser operada com um regime de câmbio flutuante a partir de 1999 (Gráfico 2). A taxa real de juros é uma variável chave para a demanda por financiamento das empresas, seja

² Conforme dados do *International Financial Statistics* (IFS/FMI).

³ Existem trabalhos que analisam as correlações e a presença de causalidade entre desenvolvimento do sistema financeiro e o crescimento econômico. Para evidências internacionais ver Levine (1997 e 2004), para o caso brasileiro, Matos (2002 e 2003).

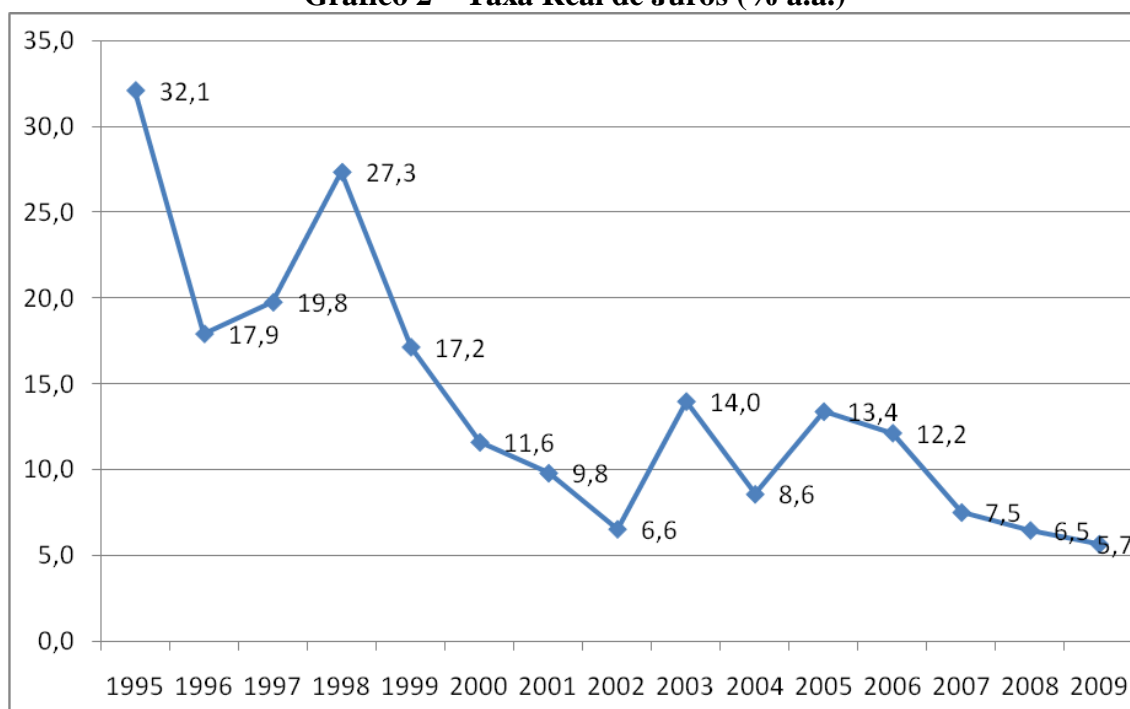
diretamente por afetar o custo do dinheiro, seja por indiretamente influenciar o próprio processo de crescimento econômico (via taxa de acumulação).

Gráfico 1 – Taxa de Crescimento do PIB real (%)



Fonte: IPEADATA

Gráfico 2 – Taxa Real de Juros (% a.a.)

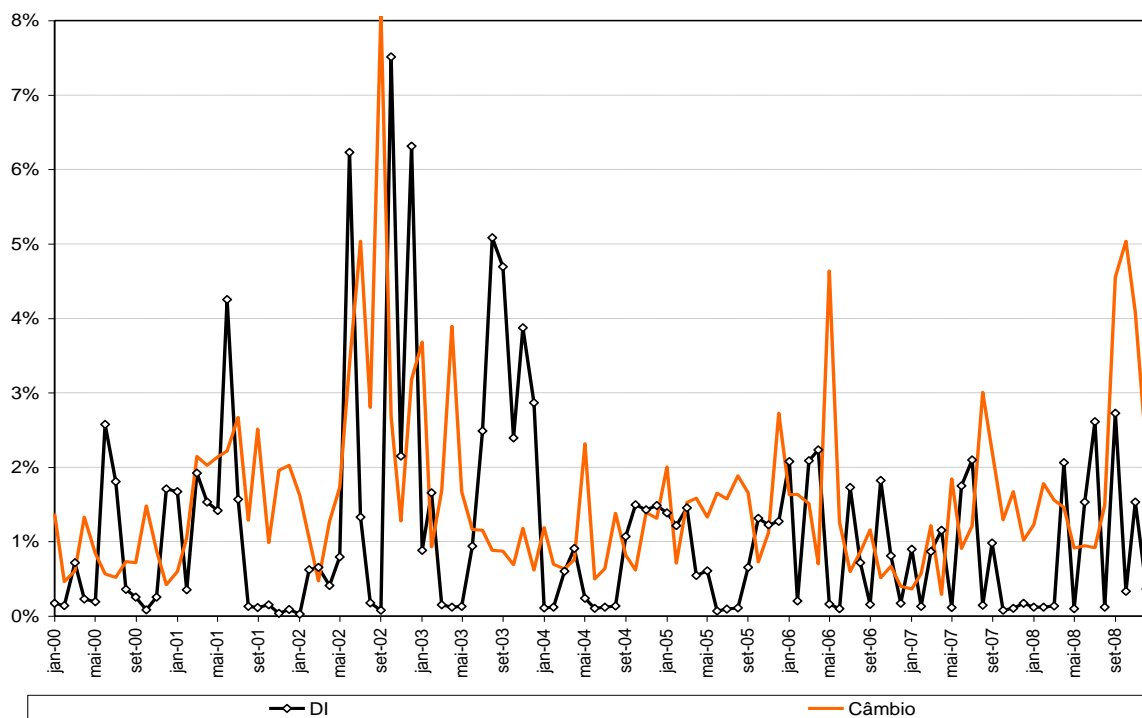


Fonte: IPEADATA.

Nota: Taxa Selic média (ex post) do ano menos IPCA anual.

Após a crise cambial de janeiro de 1999, resultante, entre outros fatores, da elevada vulnerabilidade externa do país (déficit em conta corrente de 4,0% do PIB em 1998), o Brasil adotou um novo modelo de política econômica, baseado nas seguintes características, conhecidas como o tripé da economia brasileira nos anos que se seguiram: regime de câmbio flutuante, sistema de metas de inflação e geração de constantes superávits primários, que resultaram em taxas de juros menores que no período anterior (1995-1998), mas ainda elevadas em termos de comparação internacional. Ademais, o *modus operandi* do sistema de metas de inflação, somado ao regime de câmbio flutuante e operando sob condições de abertura (quase) total da conta de capital, resultou em grande volatilidade da taxa de câmbio nominal. Essa volatilidade é evidentemente maior em momentos de saída de capitais do país, como ocorreu em 2002-2003 e em 2008, como pode ser visto no Gráfico 3. Por outro lado, no período de maior estabilidade e crescimento econômico, como em 2004-2008 (até 3º trimestre), a volatilidade do câmbio e da taxa de juros, grosso modo, reduz. Nota-se, contudo, que a taxa DI (Depósito Interbancário) – que é a taxa definida no mercado interbancário, e que guarda uma forte vinculação com a taxa básica de juros Selic – é também bastante volátil. A taxa DI é importante para o mercado de crédito bancário, por ser a taxa que baliza as operações interbancárias, sendo, portanto, crucial na definição do custo do dinheiro para os bancos; é, ademais, igualmente importante para o MTD privada, pois, nos anos 2000 tem sido o principal indexador dos mais importantes títulos de dívida privadas e de instrumentos de securitização, tais como debêntures e FIDC.

Gráfico 3 – Volatilidade do Câmbio e da Taxa DI*



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

(*) Volatilidade calculada com base no coeficiente de variação.

O ambiente macroeconômico, portanto, tem um papel fundamental na determinação da oferta e condições de títulos corporativos e do crédito bancário no Brasil.

Por um lado, afeta o volume e as condições de emissão primária de títulos de dívida privada no Brasil, ao aumentar o risco de mercado (perda de valor de um título perante a uma elevação na taxa de juros) e o risco de inadimplência na emissão de tais títulos, em particular no caso de títulos corporativos de renda fixa. De modo geral, a operação da política monetária, após a adoção do regime de metas de inflação no Brasil, tem se caracterizado pelo conservadorismo, que gera frequentemente, a qualquer sinal de um aumento no crescimento econômico (e na demanda agregada), expectativas de aumento na taxa básica de juros por parte do Banco Central do Brasil (BCB) para controlar a inflação⁴. A presença de expectativas altistas quanto à taxa de juros, eleva o prêmio exigido pelos demandantes por títulos de maturidade mais longa, em particular se o aumento de juros se confirma e se mantém por um período longo (Hermann, 2003), ou alternativamente, aumenta a demanda por títulos indexados à taxa DI, que embute um risco de taxa de juros

⁴ Modenesi (2008) mostra evidências de que a formação da taxa Selic é pautada por uma convenção pró-conservadorismo na condução da política monetária, com um comportamento assimétrico do BCB, que eleva mais fortemente a taxa de juros por ocasião de aumento no hiato do produto e/ou no hiato inflacionário, e, em contrapartida, reduzindo pouco quando diminui tais hiatos.

nulo. Sob essas condições, os investidores mantêm sua preferência pela liquidez aguçada, ao mesmo tempo em que procuram, ao aplicarem em títulos de maturidade mais longa, se prevenir do risco de mercado, demandando para tanto títulos indexados. Em outras palavras, os agentes demandam títulos de dívida (público ou privado) prefixados de curto prazo e de alta remuneração (notas promissórias, CDBs pré, LTNs, entre outros) ou títulos públicos indexados a Selic de prazo médio e remuneração mais baixa que os títulos pré, ou ainda, títulos de maturidade mais longa indexados à taxa DI (debêntures-DI, FIDC, CDBs pós, etc.) ou a inflação (debêntures indexadas a inflação, NTN-B e NTN-C). Sob tais condições a emissão de títulos prefixados, inclusive títulos públicos (que não tem risco de *default*), de maturidade mais longa fica quase que completamente inviabilizado, pois sua colocação iria requerer a incorporação de um prêmio de risco extremamente elevado na remuneração do título.

Por outro lado, uma volatilidade maior na taxa de juros e na taxa de câmbio pode ter impacto negativo sobre o *funding* doméstico ou externo dos bancos, já que esses, em sua essência, são transformadores de maturidades, ou seja, captam no curto prazo e emprestam no longo. Assim, os bancos enfrentam o problema de descasamento de maturidades (risco de liquidez): no momento de refinanciamento de suas posições ativas eles podem se defrontar com uma taxa de juros mais elevada. No caso de uma desvalorização cambial (risco cambial), esta pode ter impacto direto sobre as captações feitas no mercado externo. Logo, o movimento da taxa de juros e da taxa de câmbio tem um papel crucial sobre as operações financeiras feitas pelos bancos⁵. Sob outra perspectiva, o menor crescimento do produto e da renda resulta em menor demanda por crédito, dado o nível mais baixo dos gastos dos agentes (firmas e famílias), além de aumentar a inadimplência por parte dos tomadores de crédito. Alternativamente, o maior crescimento do produto e de renda aumenta a demanda por crédito e diminui o nível de inadimplência, impactando positivamente sobre a avaliação de risco do crédito por parte dos bancos. Deste modo, a melhoria do estado geral de expectativas dos agentes faz com que os bancos diminuam sua preferência pela liquidez e passem a sancionar em larga medida a demanda por crédito dos agentes - firmas e indivíduos (Paula, 1999). Portanto, em momentos de maior instabilidade econômica, os bancos procuram reduzir os riscos, encurtando a maturidade média de suas operações ativas (empréstimos e títulos) e diminuindo a oferta de crédito mais longo e de maior risco. Privilegiam, assim, o *turnover* de seu ativo. Assim, o crédito torna-se mais escasso, caro

⁵ Em parte, tais riscos podem ser neutralizados por meio de operações com derivativos.

e curto. No caso do Brasil, esse ajuste dos bancos, que em condições normais levaria a uma perda nas receitas totais e rentabilidade, em função da diminuição no volume de empréstimos e piora na qualidade da carteira de crédito, tem sido facilitado pela existência de títulos públicos indexados a Selic e, até recentemente, a taxa de câmbio, que fornecem aos bancos um *hedge* contra aumento na taxa de juros e contra a desvalorização no câmbio. Isto permite aos bancos, que normalmente enfrentam o *trade-off* clássico liquidez *ou* rentabilidade na composição de seu portfólio de aplicações, tenham liquidez *e* rentabilidade (Paula e Alves Jr, 2003).

A Tabela 1 mostra a predominância de títulos indexados a Selic e a taxa de câmbio em 2000-2003, período marcado por forte instabilidade externa (crise argentina, efeitos de 11 de setembro de 2001, etc.) e pela própria crise brasileira de confiança de 2003, dada à iminência da eleição de Lula para presidente. A partir de 2004, observa-se uma melhoria na composição da dívida pública, com aumento dos títulos prefixados e indexados a inflação e diminuição nos títulos indexados ao câmbio, em maior grau, e a taxa Selic. A mudança no perfil de dívida pública e o maior crescimento e estabilidade macroeconômica a partir de 2004, favorecidos pelo ambiente externo benigno (*boom* de *commodities*, maior liquidez no mercado financeiro internacional e uma ambiente geral e mundial de estabilidade de preços), parecem ter sido fatores macroeconômicos determinantes no *boom* de crédito e do mercado de títulos (debêntures e ações) que ocorreu a partir de meados de 2003. Por outro lado, a reação positiva da economia brasileira à crise financeira de 2008, ainda que esta tenha contribuído momentaneamente para uma ligeira piora no perfil da dívida pública, parece ter permitido uma continuidade na melhoria na gestão da dívida.

Tabela 1: Estrutura da Dívida Pública por Indexador (% do Total)

Data	Taxa de câmbio	TR	IGP	Selic	Prefi-xado	IPC-A	Outros	Total
jun/00	21,1	5,4	5,4	54,7	13,3	0,0	0,1	100,0
dez/00	22,3	4,7	5,9	52,2	14,8	0,0	0,1	100,0
jun/01	26,8	5,0	7,2	50,2	10,8	0,0	0,0	100,0
dez/01	28,6	3,8	7,0	52,8	7,8	0,0	0,0	100,0
jun/02	29,9	2,2	7,5	50,4	8,6	1,4	0,0	100,0
dez/02	22,4	2,1	11,0	60,8	2,2	1,6	0,0	100,0
jun/03	13,5	2,0	11,3	67,2	4,5	1,6	0,0	100,0
dez/03	10,8	1,8	11,2	61,4	12,5	2,4	0,0	100,0
jun/04	8,9	1,8	11,9	57,5	16,8	3,0	0,0	100,0
dez/04	5,2	2,7	11,8	57,1	20,1	3,1	0,0	100,0
jun/05	3,6	2,5	10,6	57,1	23,0	3,3	0,0	100,0
dez/05	2,7	2,1	8,2	51,8	27,9	7,4	0,0	100,0
jun/06	2,3	2,0	7,7	42,5	31,5	14,1	0,0	100,0
dez/06	1,3	2,2	7,2	37,8	36,1	15,3	0,0	100,0
jun/07	1,1	2,3	6,4	34,1	38,7	17,5	0,0	100,0
dez/07	1,0	2,1	6,5	33,4	37,3	19,8	0,0	100,0
jun/08	0,8	2,1	5,7	34,5	34,8	22,2	0,0	100,0
dez/08	1,1	1,6	5,7	35,8	32,2	23,6	0,0	100,0
jun/09	0,8	1,5	5,4	37,8	31,7	22,8	0,0	100,0
dez/09	0,7	1,2	5,0	35,8	33,7	23,6	0,0	100,0

Fonte: BCB-DEPEC

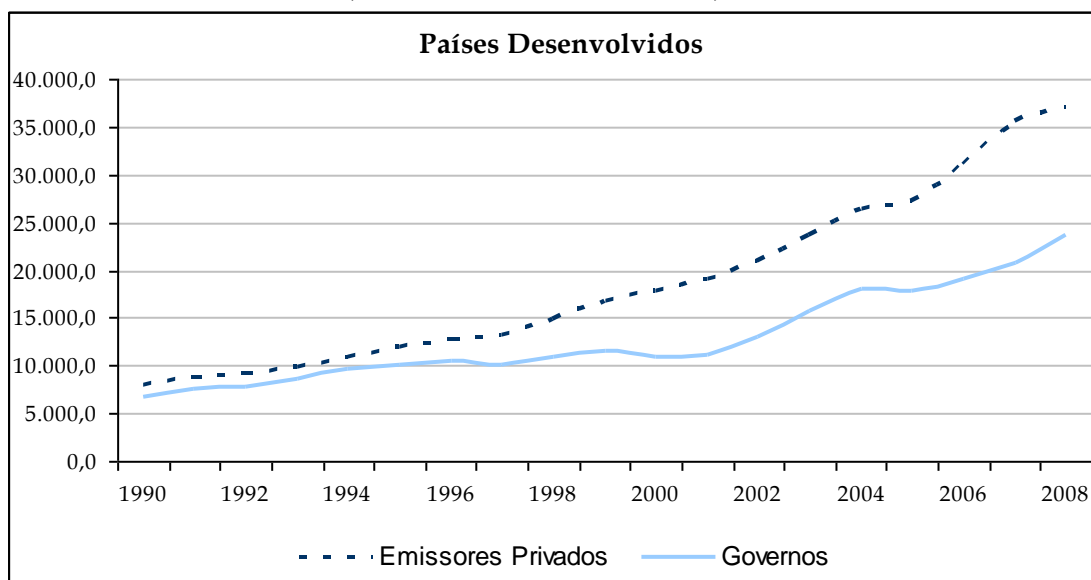
3. Mercado de Títulos de Dívida Privada no Brasil

3.1. Principais Tendências e Características do MTD

O mercado de títulos da dívida tem crescido substancialmente na economia mundial, em especial nos países em desenvolvimento, desde o início dos anos 1990. De modo geral, a experiência internacional mostra que mercados de títulos públicos e títulos privados tendem a crescer, grosso modo, conjuntamente. Nos países desenvolvidos, contudo, o mercado de dívida privada cresce mais que o mercado de dívida pública, como é o caso dos EUA, onde se observa em um deslocamento entre os dois mercados (Gráfico 4). Já nos países em desenvolvimento, os títulos públicos domésticos são os principais papéis emitidos, seguidos por títulos privados domésticos internacionais e títulos públicos internacionais (Gráfico 5). O desenvolvimento do mercado de títulos de dívida nos países em desenvolvimento, desde o final dos anos 1980, decorre de um conjunto de fatores, dentre os quais a estabilidade

macroeconômica, as reformas estruturais, a liberalização financeira e a introdução de marcos regulatórios, prudenciais e legislação apropriada.

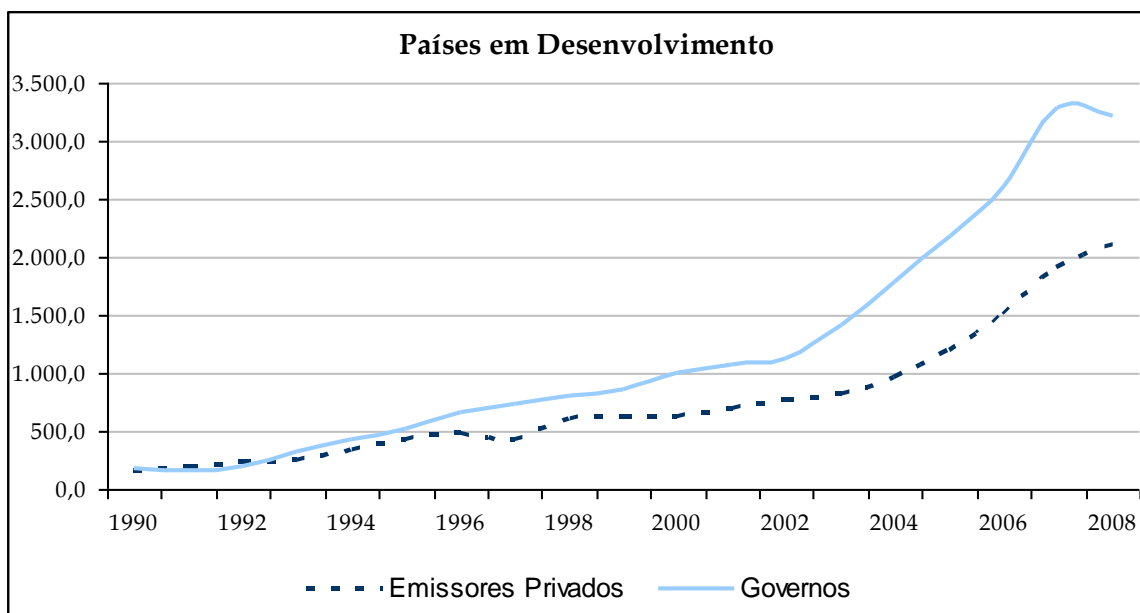
Gráfico 4 - Valor do Estoque do Mercado de Títulos de Dívida, Pública e Privada, dos Países Desenvolvidos, em US\$ bilhões*



Nota: (*) Países desenvolvidos: Alemanha, Canadá, Estados Unidos, França, Itália, Japão e Reino Unido.

Fonte: BIS (2009), in Paula *et al* (2009, p.173) .

Gráfico 5 - Valor do Estoque do Mercado de Títulos de Dívida, Pública e Privada, dos Países em Desenvolvimento, em US\$ bilhões*



Nota: (*) Países em desenvolvimento: Argentina, Brasil, Chile, China, Colômbia, Coréia do Sul, Índia, México e Rússia. Os instrumentos de dívida, para 1990 e 1991,

não incluem Brasil e Rússia, bem como para 1993 não incluem a Rússia, devido à indisponibilidade de dados.

Fonte: BIS (2009), in Paula *et al* (2009, p.173)

Na América Latina, o mercado de títulos de dívida cresceu significativamente nos últimos anos – a relação títulos de dívida/PIB passou de 17% em 1990, para 35% em 2004 (contra 23% e 43% dos países em desenvolvimento asiáticos no mesmo período), e apresenta as seguintes características: predominam emissões de títulos públicos (25% do PIB em 2004), os títulos são essencialmente de curto prazo (60%), a maturidade da dívida é relativamente baixa e as operações em mercados secundários são pouco relevantes. O Brasil é, entre os países latino-americanos, aquele com maior mercado de títulos de dívida, em termos absolutos e relativos, mas com larga dominância de títulos públicos. Em 2005, o estoque de títulos de renda fixa no Brasil (não incluindo títulos emitidos por instituições financeiras) correspondia a 74% do PIB, enquanto que na Argentina, Chile, Colômbia e México eram de 33%, 35%, 32% e 21%, respectivamente (Jeanneau e Tovar, 2006).

No mercado de títulos de dívida corporativa no Brasil, destacam-se como principais papéis e instrumentos as debêntures (título corporativo de médio prazo emitido em geral por empresas de grande porte) e notas promissórias (título corporativo de curto prazo), sendo que nos anos 2000 adquiriram alguma importância novos instrumentos de securitização – os Fundos de Investimento de Direitos Creditórios (FIDC) e Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) – que são lastreados em recebíveis e emitidos principalmente por empresas de médio porte.

Vários fatores micro-regulatórios impactaram o mercado de valores mobiliários emitidos pelas empresas brasileiras. De fato, várias medidas vêm sendo adotadas para estimular o MTD privada, proporcionando mais segurança, ordenamento e transparência do mercado, incluindo, entre outras, o fim da proibição à emissão de debêntures pelas sociedades de arrendamento mercantil, a concessão de faculdade ao conselho de administração da empresa de capital aberto para deliberar sobre a emissão de debêntures simples, e a determinação de que as ofertas públicas devam ser realizadas em condições que assegurem tratamento equitativo aos destinatários e aceitantes das ofertas. A criação de instrumentos de securitização – em especial, CRI e FIDC – disponibilizou novos mecanismos de financiamento das empresas, voltados em particular para médias empresas e bancos de porte médio.

A evolução do MTD privada no Brasil esteve fortemente influenciada tanto pelo contexto macroeconômico da economia brasileira quanto pelas alterações regulatórias feitas pelo governo. No caso do mercado de títulos de dívida privada, os sub-períodos podem ser delineados em função de mudanças no contexto macroeconômico: 1990-1994 (alta inflação); 1995-1998 (estabilização com o Plano Real); 1999-2003 (instabilidade macroeconômica); 2004-2007 (estabilidade e crescimento); 2008 (crise financeira)⁶. No período 1990-1994 o MTD privada era pouco desenvolvido, com forte predomínio de emissão de debêntures, cujo volume era baixo e oscilatório, uma vez que a presença de um comportamento curto-prazista, típico de um ambiente de alta inflação, inviabilizava dívidas em um horizonte temporal mais dilatado. Já no período 1995-1998, auge do Plano Real, houve um crescimento tanto do mercado de títulos corporativos de dívida (volume médio de R\$ 37 bilhões, em valores de dez/2008, contra R\$ 14,4 bilhões de emissão primária de ações) quanto no volume de emissões externas de empresas brasileiras, cujo total de média emissão foi de US\$ 24,4 bilhões no período. No período 1999-2003, o mercado de títulos privados – doméstico e externo – refluíu por conta da maior instabilidade macroeconômica do período (com destaque para duas crises cambiais, uma no início de 1999 e outra ao final de 2002), embora de modo desigual, já que em determinados momentos o mercado doméstico compensou a retração do mercado externo. O período 2004/07, por sua vez, foi favorecido tanto pela maior estabilidade e crescimento da economia brasileira quanto por fatores regulatórios, como, por exemplo, medidas simplificadoras para emissão de debêntures e criação (no período anterior) de instrumentos de securitização. Este último período mostrou que a maior estabilidade macroeconômica (crescimento do PIB, inflação sob controle, dívida pública declinante, etc.) melhora as condições de emissão dos títulos de dívida, com prevalência de debêntures e com alongamento nos prazos de emissão. Por fim, o ano de 2008 é marcado pelo contágio da crise financeira internacional, que se fez sentir mais fortemente após setembro de 2008. O volume de emissão de debêntures se contraiu fortemente a partir do segundo trimestre deste ano, sendo apenas parcialmente compensado pela emissão de ações e de notas promissórias, que respondem juntos por quase 45% das emissões no ano (Tabela 2).

⁶ Para um aprofundamento, ver Paula e Faria Júnior (2010).

Tabela 2 - Emissões dos Títulos e Valores Mobiliários

	Ações	Debên- tures	Quotas de FII	Notas Promis- sórias	CRI	Quotas de FIDC	Quotas de Fundos de Invest. em Partip.	Outros	Total
Valores Médios do Período (R\$ milhões de dez/2008)*									
1995/1998	14.393,3	24.339,3	424,7	12.548,4	0,0	0,0	0,0	526,1	52.231,8
1999/2003	2.919,5	19.251,8	786,5	11.194,3	295,9	494,0	35,4	768,9	35.746,4
2004/2007	16.578,3	49.690,6	396,6	5.868,7	1.339,8	10.909,5	8.830,5	608,8	94.222,8
2008	32.658,5	39.948,2	531,3	26.382,0	955,0	10.416,5	20.574,4	829,4	132.295,4
Participação Relativa (%)									
1995/1998	27,6	46,6	0,8	24,0	0,0	0,0	0,0	1,0	100,0
1999/2003	8,2	53,9	2,2	31,3	0,8	1,4	0,1	2,2	100,0
2004/2007	17,6	52,7	0,4	6,2	1,4	11,6	9,4	0,6	100,0
2008	24,7	30,2	0,4	19,9	0,7	7,9	15,6	0,6	100,0

Fonte: CVM, in Paula *et al* (2009, p.144)

Nota: (*) Valores deflacionados pelo IGP-DI centrado.

Algumas características gerais do mercado de debêntures no período recente podem ser destacadas: prazo médio ainda relativamente baixo (de modo geral de 4 a 7 anos em média em 2000-2008); predominância de debêntures indexadas à taxa DI a partir de 1999 (Tabela 3); concentração das emissões em poucas empresas - em 2004-2008, as 8 maiores empresas emissoras representaram 53% do total do valor das emissões; mercado secundário pouco denso (o volume de debêntures no mercado secundário representou apenas 3,7% em média do total incluindo debêntures e ações no período 2004-2008); predominância em 1999-2008 de destinação de recursos para capital de giro, alongamento de perfil de endividamento e aquisição de bens de arrendamento⁷. No caso dos FIDCs, observa-se que as principais modalidades de ativos-lastro da emissão têm sido recebíveis comerciais e financiamento de veículos, enquanto que as atividades econômicas que mais utilizam este instrumento de securitização – usado frequentemente por empresas e bancos de médio porte – foram intermediação financeira e indústria de transformação.

⁷ Dados extraídos de Paula e Faria Jr (2010). Em particular, em 2004-2007, a emissão de debêntures foi em parte “contaminada” pelas empresas de leasing (arrendamento mercantil), frequentemente integrante de um conglomerado financeiro. As informações sobre ramos de atividade e destinação de recursos devem ser vistas com cautela, dada a precariedade das mesmas.

Tabela 3 - Percentual de Participação por Indexador das Debêntures Emitidas (%)

Ano de Emissão	Índice de Preços	Taxa Anbid	BTN	TR	TJLP	TBF	Dólar Com,	Taxa DI	Sem Correção
1990	28,75	1,25	3,75	53,75	1,25	-	-	-	11,25
1991	64,1	-	-	24,36	-	-	6,41	-	5,13
1992	71,7	-	1,89	9,43	-	-	5,66	-	11,32
1993	80,99	-	-	4,13	0,83	-	6,61	0,83	6,61
1994	74,33	-	-	12,16	-	-	-	-	13,51
1995	46,84	3,8	-	24,67	3,8	-	-	-	20,89
1996	49,78	9,52	-	7,36	1,3	0,87	-	-	31,17
1997	32,76	6,03	-	4,31	1,72	-	-	-	55,18
1998	44,04	9,12	-	6,16	14,14	-	-	-	26,54
1999	20,66	20	-	-	2,27	-	-	40,25	16,82
2000	17,75	2,06	-	0,14	12,52	-	0,05	67,48	-
2001	28,92	-	-	-	2,98	-	-	67,75	0,35
2002	25,22	-	-	-	-	-	-	74,62	0,16
2003	12,6	-	-	-	1,46	-	-	85,84	0,1
2004	25,1	-	-	-	-	-	3,93	70,21	0,76
2005	2,83	-	-	-	0,12	-	4,6	92,45	-
2006	1,91	-	-	-	-	-	2,72	95,37	-
2007	5,37	-	-	-	-	-	0,11	93,37	1,15
2008	0,3	-	-	-	-	-	0,22	99,48	-

Fonte: Andima, Sistema Nacional de Debêntures.

Os principais demandantes de títulos de dívida corporativa no Brasil têm sido os fundos de investimento e os fundos de pensão. Destacam-se, em particular, os fundos de investimento, que cresceram bastante no período recente, sendo que a indústria de fundos se diversificou, com diminuição do peso relativo ao longo do tempo dos fundos de renda fixa e DI e crescimento em contrapartida dos fundos multimercado, fundos de ações e previdência, mas com a ainda predominância dos fundos de renda fixa e DI (45% do total do patrimônio líquido dos fundos em dezembro de 2007). No que se refere às suas aplicações, predominam as aplicações em títulos públicos federais e operações compromissadas em títulos públicos, tendo havido a partir de 2005 alguma diversificação para aplicações em ações e CDB/RDBs, sendo que a aplicação em debêntures cresceu, mas manteve-se relativamente baixa (cerca de 4% do total das carteiras dos fundos). Existe uma boa sobreposição entre as aplicações dos fundos de investimento e fundos de pensão, uma vez que uma boa parte das aplicações destes últimos é feita através de fundos de investimento. O ativo dos fundos de pensão cresceu sobremaneira a partir de 2003, com destaque para as entidades de patrocínio público, sendo que há predominância na composição de carteira nas aplicações em renda fixa

(fundos de investimento e títulos públicos), o que é explicado em parte pela combinação de liquidez e rentabilidade que tem sido proporcionada pelos títulos públicos no Brasil (Paula e Faria Jr., 2010).

3.2. Principais Características e Condicionantes da Expansão de 2004-08

No período 2004-08, favorecido pelo cenário externo favorável – *boom* de commodities e elevada liquidez no mercado financeiro internacional – a economia brasileira teve um crescimento econômico médio de 4,6% bem superior a média de 1,9% do período 1999-2003. O contexto internacional favorável permitiu que o crescimento econômico fosse realizado sem ser contido pela restrição externa. A valorização na taxa de câmbio ajudou na redução da taxa de inflação que caiu de 9,3% em 2003 para 3,1% em 2006. O crescimento econômico combinado com uma redução na taxa Selic permitiu que a relação dívida pública/PIB caísse de 52,4% em 2003 para 36,0% em 2008. O período finaliza com os impactos da crise financeira internacional sobre a economia brasileira, em função da dupla restrição de liquidez – saída de capitais de não-residentes e desaceleração no crescimento do crédito doméstico – que se fez sentir ao longo do ano de 2008, em particular a partir da quebra do Lehman Brothers.

Como pode ser observado na Tabela 2 existe um forte *boom* na emissão de títulos e valores privados – ações, debêntures e notas promissórias. A média anual de emissão de títulos e valores em 2004-07 foi de R\$ 94,2 bilhões contra a média anual de R\$ 35,7 bilhões em 1999-2003. Este *boom* no mercado de títulos privados é resultado de um conjunto de fatores, que inclui o maior crescimento econômico, certa redução na taxa de juros (que estimula a busca de maior rentabilidade por parte do investidor), mudanças regulatórias (que já vinham ocorrendo no período anterior), estímulo fiscal ao alongamento nos prazos dos fundos de investimento, além da emissão de debêntures por parte de empresas de *leasing*. No período analisado foram bastante utilizados os mecanismos de *green shoe* e lote suplementar, permitidos a partir da Instrução CVM nº 400, que estimularam o acesso das empresas ao mercado de capitais, ao possibilitar adaptar o montante total das emissões à demanda existente por títulos e, ao mesmo tempo, beneficiar-se eventualmente de melhores condições de juros e risco.

No período 2004-07 houve forte crescimento na emissão de debêntures, cuja emissão anual média foi de R\$ 49,7 bilhões contra R\$ 19,3 bilhões em 1999-2003, crescimento este que veio acompanhado do aumento no prazo médio de emissão de 4,5

anos em 2003 para 7,2 anos em junho de 2008. A predominância de debêntures indexadas à taxa DI (mais de 90% do total) reflete a aversão dos investidores em carregar o risco de mercado *vis-à-vis* a instabilidade histórica da (alta) taxa de juros no Brasil. Quanto ao ramo de atividades, houve uma forte prevalência de arrendamento mercantil (67,0% do total em 2004-2008), seguido bem abaixo de empresas de administração e participações (10,7%) e energia elétrica (7,5%). As empresas de *leasing* abasteciam os bancos (que não podem emitir debêntures) do mesmo conglomerado que buscavam recursos livres de compulsório para ofertar mais crédito no mercado, em particular nas operações de financiamento de veículos⁸.

A forte desaceleração no mercado de debêntures a partir do 2º trimestre de 2008 se deve a um conjunto de fatores, que inclui a instituição de compulsório para empresas de *leasing*, a elevação na taxa de juros no decorrer de 2008, a concorrência das CDBs, a incerteza quanto à crise financeira internacional, entre outros. Neste ano há parcialmente uma substituição de emissão de debêntures por notas promissórias. No ano de 2009 não houve mudanças substantivas no comportamento do MTD privada, que se manteve relativamente contraído, em função da retomada tímida na emissão de debêntures.

3.3. Fatores que Limitam ou Estimulam o MTD Privada no Brasil

Como já assinalado, segundo a teoria da preferência pela liquidez, a demanda dos ativos financeiros não monetários é influenciada fundamentalmente pelo estado de expectativas dos agentes, sob condições de incerteza, que define as condições de retorno (ajustado ao risco) e de liquidez destes ativos. Uma das implicações importantes desta abordagem teórica para análise do MTD é que as condições de oferta de títulos corporativos são, em boa medida, determinadas pela percepção de risco e retorno dos investidores. Como já sugerido, o ambiente macroeconômico e a política econômica – crescimento da economia, inflação, política de juros, movimento da taxa de câmbio, etc. – têm um papel fundamental na determinação da demanda e oferta por títulos e nas condições (montante emitido, remuneração, maturidade, etc.) sob as quais os títulos são ou poderão ser emitidos. Do lado do ofertante de títulos corporativos (a empresa), o crescimento econômico (que aumenta a possibilidade de aumento de vendas e lucros, permitindo gerar renda para saldar compromissos financeiros assumidos) e o

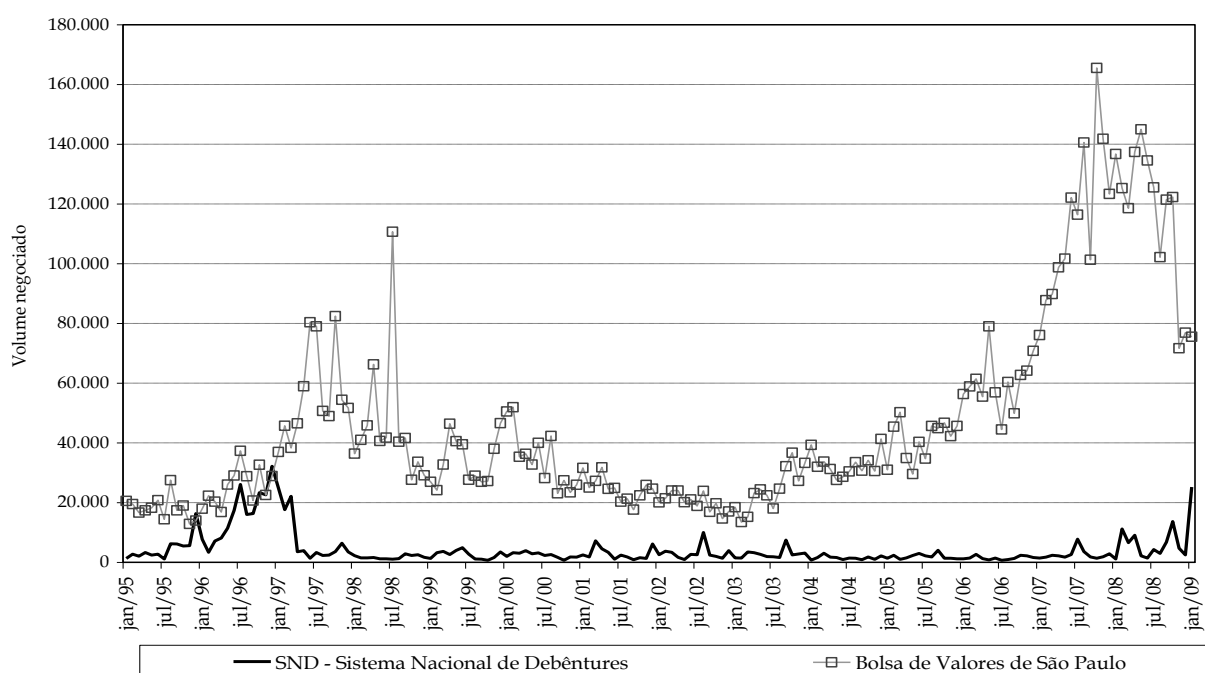
⁸ Esta operação ficou conhecida no mercado como “Zé com Zé”.

comportamento das taxas de juros (custo do crédito bancário e custo de oportunidade do capital) e de câmbio (preço fundamental na determinação das relações externas da empresa) são fundamentais para definir a oferta de títulos. Do lado dos demandantes de títulos, além do ambiente macroeconômico em geral, a política de juros do banco central afeta de forma importante o grau de aversão a riscos dos investidores: uma expectativa de juros futuros elevados aumenta a preferência por moeda e ativos de alta liquidez, enquanto que uma expectativa de queda aumenta a preferência por títulos de renda fixa e variável.

A existência de mercados secundários organizados para títulos privados também é um fator importante no desenvolvimento do mercado de títulos ao proporcionar maior liquidez aos ativos financeiros de maturidade mais longa e, com isto, podendo estimular (ou, no caso da ausência de mercados secundários, desestimular) a demanda por tais ativos. Por outro lado, deve-se considerar a relação entre dívida pública e dívida privada de empresas não-financeiras, já que o desenvolvimento do primeiro permitiria o desenvolvimento do segundo, ao estabelecer uma infra-estrutura necessária para a comercialização de títulos de dívida. Ao mesmo tempo o mercado de dívida pública pode estabelecer um *benchmark* para o mercado privado, ao permitir formar uma curva de rendimentos que contribua para identificar o custo de oportunidade de fundos para os investidores e poupadores.

Quando se considera o principal título de dívida privada corporativo no Brasil – debêntures – observa-se que sua demanda é limitada por falta de liquidez, em função da quase inexistência de um mercado secundário organizado, que estimularia a demanda por papéis da maturidade mais longa. Como poder ser visto no Gráfico 6, o mercado secundário de debêntures é bem modesto quando comparado ao mercado de ações. Assim, de modo a compensar a baixa liquidez desses papéis, os emissores de debêntures são impelidos a emitir papéis com prazos pouco dilatados.

Gráfico 6 - Mercado Secundário de Ações (Bovespa) e Debêntures (SND) – R\$ Milhões, Dez/2009



Fonte: CVM.

Nota: Valores deflacionados pelo IGP-DI centrado.

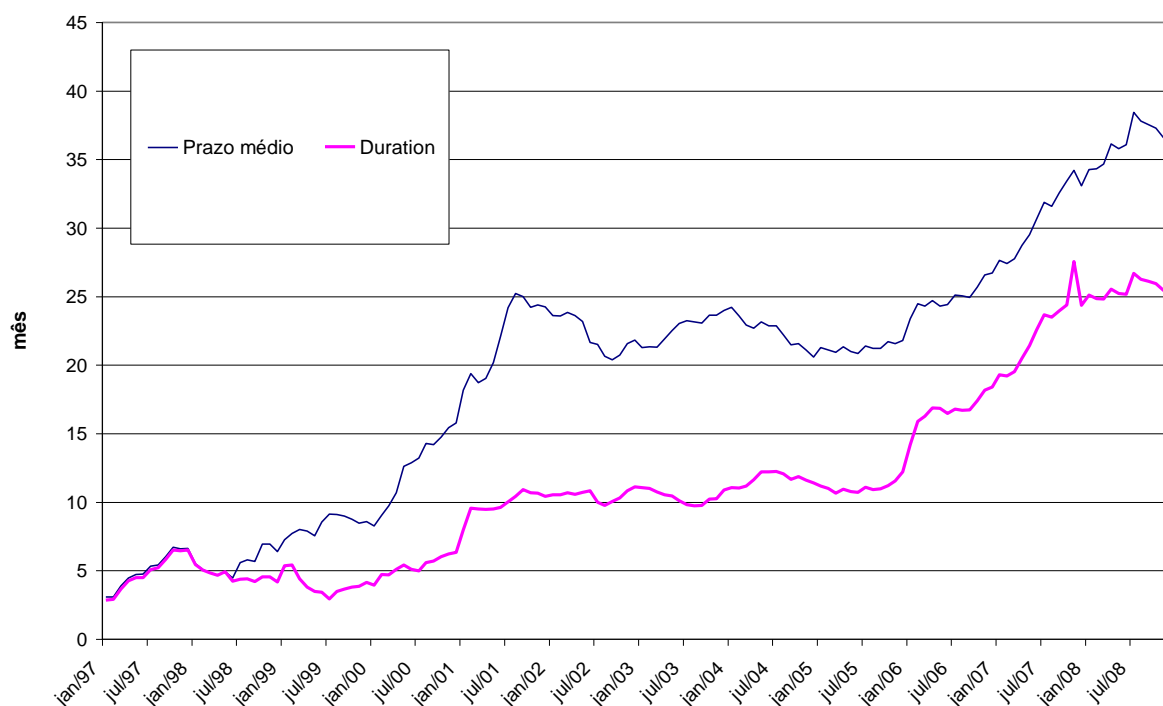
No caso do Brasil, deve-se considerar algumas características peculiares do País, que têm implicações importantes do ponto de vista do desenvolvimento do MTD privada. Em primeiro lugar, como visto na seção 2, o histórico de instabilidade macroeconômica que marcou a economia brasileira desde os anos 1980 é o fator principal na formação do perfil de dívida de curto prazo e com parcela significativa constituída por títulos atrelados às taxa Selic e DI. As incertezas que têm cercado o comportamento da economia brasileira, caracterizado por ciclos de *stop and go*, têm sido grandes o suficiente para desestimular horizontes maiores de expectativas para investidores e empresas no País. Em segundo lugar, em que pese o elevado desenvolvimento do mercado de títulos públicos, a existência de uma boa parte da dívida pública sob a forma de títulos indexados a Selic (LFTs⁹), herança do período de alta inflação, acaba por inibir e deformar o MTD privada no Brasil, uma vez que a combinação risco-retorno dos títulos públicos é uma das melhores entre os ativos financeiros, por combinar baixo risco, alta liquidez e rentabilidade. Isto resulta em uma

⁹ As LFTs têm *duration* de um dia ou zero, dado que o título remunera o valor aplicado pela taxa de juros a cada dia, ou seja, é como se o investidor estivesse a cada dia reaplicando o principal e o juro ganho à nova taxa de juros do mercado. Assim, o investidor tem, a princípio, a alternativa de resgatar a dívida no dia-a-dia, possuindo assim a garantia de liquidez imediata. O que torna atraente as LFTs é a possibilidade de reposicionamento diário frente a taxa de juros, além de oferecer frequentemente o benefício de taxas de juros nominal e real generosas.

alta demanda por aplicações nos chamados fundos de depósitos interbancários ou diretamente por títulos públicos federais. Portanto, a forma de gestão da dívida pública no Brasil acaba sendo determinante nas “preferências” do investidor, ao moldar uma combinação risco-retorno que privilegia aplicações indexadas a taxa Selic e sua “prima” a taxa DI ou mesmo aplicações de renda fixa de curto prazo.

O Gráfico 7 mostra o prazo médio e a duração média da dívida pública federal de 1997 a 2008. Até meados de 1998, prazo e *duration* coincidiam em função da predominância de títulos prefixados, ainda que com prazo muito curto (não mais do que 7 meses). A partir de então o crescimento de títulos públicos indexados, em particular as LFTs, faz com que se alongue o prazo da dívida, mas ao mesmo tempo aumente a diferença entre prazo e *duration* médios. A *duration* média da dívida pública foi inferior a um ano até início de 2006, por conta da predominância das LFTs na composição da dívida pública. A diminuição na emissão de títulos públicos indexados a Selic (e aumento das emissões de títulos prefixados) a partir de 2006, acompanhado desta vez por um concomitante aumento no prazo médio dos títulos públicos, fez com que essa diferença diminuísse substancialmente, ao mesmo tempo em que aumentou a *duration* média da dívida pública de cerca de 1 ano para mais de 2 anos (Gráfico 7). Em 2008, entretanto, observa-se uma estagnação no alongamento da *duration* média. A dominância de uma dívida pública com baixa *duration* tem implicações importantes para emissão de títulos de dívida privada, já que dificulta sobremaneira a oferta de títulos prefixados com prazos relativamente longos.

Gráfico 7 - Prazo e Duração Média da Dívida Pública Federal (Mês)



Fonte: Banco Central do Brasil.

Portanto, as características das LFTs acabam por contaminar a emissão primária de títulos de dívida privada ao serem um forte concorrente a esses. Neste contexto, para serem emitidos títulos corporativos prefixados de maturidade mais longa, estes teriam que pagar um prêmio de risco extremamente elevado para compensar a sua baixa liquidez, seu maior risco de mercado (face à baixa *duration* dos títulos públicos) e maior risco de *default*, o que tornaria muito cara e/ou com maturidade muito curta sua emissão, fato este incompatível com a rentabilidade no negócio de uma firma produtiva. Neste contexto, os emissores de títulos de dívida privada passam a ter duas opções: (i) emissão de títulos de dívida privada prefixados com alta remuneração e prazo curto (por exemplo, notas promissórias); (ii) emissão de debêntures de remuneração média e prazo médio (assim como FIDC), mas com características relativamente semelhantes as LFTs (remuneração vinculada a taxa DI e *duration* nula, isto é, sem risco de mercado), mas ainda assim com um prêmio de risco maior do que essas. Nessas condições, as firmas acabam emitindo debêntures ou FIDCs com remuneração média e prazo médio, mas com características relativamente semelhantes às LFTs (remuneração vinculada à taxa DI), ainda que com um prêmio de risco maior do que destas.

4. Mercado de Crédito Bancário no Brasil¹⁰

A característica de uma economia de baixo crescimento e marcada por um comportamento *à la stop and go* e por várias crises externas (crise mexicana, crise asiática, crise russa, crise brasileira, crise argentina, etc.), como visto na seção 2, fez com que a oferta de crédito, após um breve *boom* pós-sucesso da estabilização de preços a partir da implantação na nova moeda – o real – em julho de 1994, declinasse quase que gradualmente no período 1995-2003, período em que a relação crédito total sobre PIB caiu de 35,1% em maio de 1995 para 21,8% em março de 2003 (Gráfico 8). Como já assinalado, o ajuste dos bancos a este contexto foi facilitado por um contexto macro-institucional favorável, em particular a forma de gestão da política macroeconômica (política de juros elevados como mecanismo de defesa a volatilidade dos fluxos de capitais) e da dívida pública (com emissão de títulos pós-fixados e/ou de curto prazo) durante os contágios das crises externas, o que permitiu que não só que os bancos brasileiros não tivessem sua saúde afetada pelas crises, como também os mesmos pudessem ter uma rentabilidade elevada. Como resultado desta forma de ajuste macroeconômico, se por um lado as crises externas não resultaram em crises bancárias no Brasil, de outro os custos de tal ajuste recaíram sobre o Estado, que teve um crescimento célere na sua dívida¹¹. Outra característica do período 1995-2003 é que as operações de crédito para o setor público caíram de cerca de 5,0-6,0% em 1994-1997 para menos de 1,0% do PIB a partir de 2002.

Mudanças estruturais importantes operaram no setor bancário brasileiro de 1995 em diante¹². A partir da “quase” crise bancária ocorrida em 1995 - que foi enfrentada, de forma bem sucedida, com a implementação do PROER (Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional) e outras medidas adotadas pelo governo¹³, o setor bancário brasileiro passou por mudanças importantes,

¹⁰ Esta seção está baseada parcialmente em Paula, Oreiro e Basilio (2010).

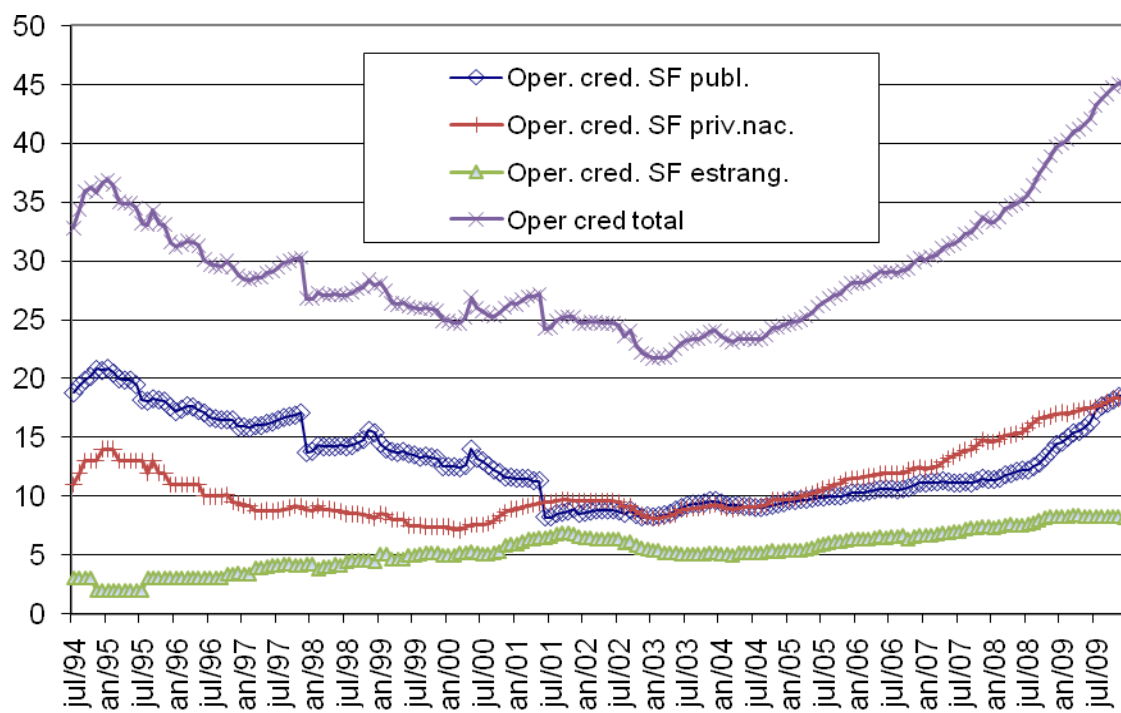
¹¹ A relação dívida pública/PIB passou de 31,8% em 1997 para 44,5% em 1999 e 52,4% em 2003, conforme dados extraídos do site do BCB.

¹² Para um aprofundamento, ver Paula e Marques (2006).

¹³ Segundo Rocha (2001, p.7) as principais medidas adotadas foram: (i) bancos insolventes passaram a ser assumidos por outras instituições; (ii) houve a regulamentação do Fundo Garantidor de Créditos¹³, com efeito retroativo ao início do Plano Real; (iii) foi majorado o capital mínimo para abertura de novos bancos, desestimulando este procedimento; (iv) foram expandidos os poderes do Banco Central no caso de intervenção da instituição financeira. Com estas medidas, mais um provisionamento de liquidez aos bancos feito pelo Banco Central e outros bancos federais, foi possível reverter o quadro de risco sistêmico no setor bancário brasileiro, sem problemas para os depositantes, evitando uma fragilização maior dos bancos brasileiros.

expresso na redução dos bancos públicos neste setor e no crescimento da participação dos bancos estrangeiros. De fato, o governo brasileiro passou a estimular a entrada de bancos estrangeiros para a compra de bancos nacionais com “problemas”, de modo a fortalecer o setor bancário doméstico e ao mesmo tempo instituiu um programa de privatização dos bancos públicos estaduais (PROES), dentro de um contexto mais amplo de forçar um ajuste fiscal dos estados e de reestruturação de suas dívidas. Neste sentido, vários bancos estaduais – inclusive os de grande porte como Banerj, Bemge, Banestado e Banespa – foram vendidos para bancos privados nacionais (em particular o Banco Itaú) e bancos estrangeiros (Santander e ABN-Amro). Por outro lado, grandes bancos varejistas privados, como Bamerindus e Real, foram adquiridos por bancos estrangeiros, respectivamente, pelo HSBC e ABN-Amro. Contudo, uma característica distintiva da entrada de bancos estrangeiros no Brasil nos anos 1990, em relação a outras experiências de países emergentes, foi a reação dos grandes bancos privados, que não só participaram da onda de fusões e aquisições bancárias (F&As), como também passaram ao longo do tempo a liderá-la. Os grandes públicos federais varejistas – Banco do Brasil (BB) e Caixa Econômica Federal (CEF) – que foram líderes do setor bancário (em particular o primeiro) não puderam participar do processo de F&As bancárias, e assim perderam *market share* no setor bancário. Esses bancos passaram por uma reestruturação patrimonial e gerencial importante no início dos anos 2000. Ademais, somente recentemente, o BB foi autorizado a adquirir outros bancos, sobretudo estaduais, sendo a mais importante aquisição o banco estadual paulista Nossa Caixa em 2008. Esses movimentos evidentemente impactaram na evolução do crédito, como pode ser visto no Gráfico 8, onde observa-se uma queda maior dos bancos públicos (federais e estaduais) – de 20,9% do PIB em janeiro de 1995 para 8,2% em janeiro de 2003, enquanto os bancos estrangeiros cresceram de 3,0% em setembro de 1996 para 6,9% em outubro de 2001.

Gráfico 8 – Operações de Crédito por Controle de Capital (% PIB)



Fonte: Banco Central do Brasil. Dados do SF público incluem o Banco Nacional de Desenvolvimento Social (BNDES).

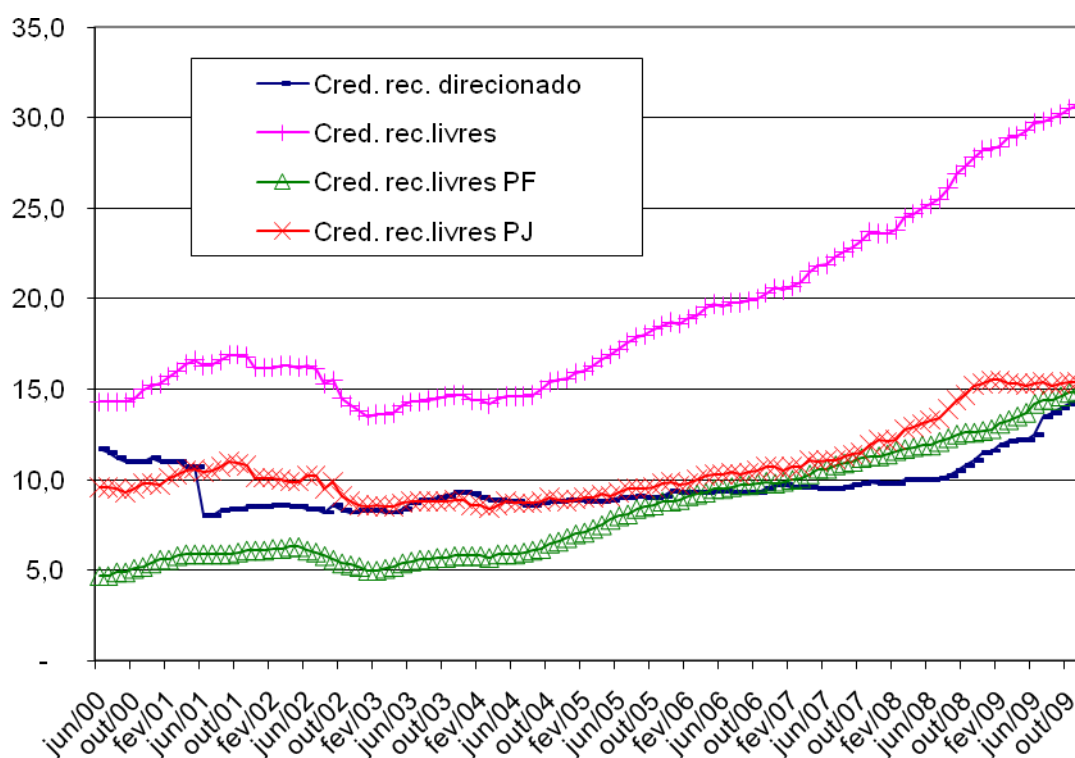
Já a partir de meados de 2003, inicia-se um crescimento gradual e sustentado do crédito bancário no Brasil – cuja participação no PIB cresce de 22,0% em abril de 2003, para mais de 30% em 2007, mais de 40% em 2009, atingindo a 45,0% do PIB em dezembro de 2009. Como já assinalado, como condicionantes macroeconômicos gerais deste crescimento, pode-se apontar o maior crescimento da renda e do produto (média de 4,8% em 2004-2008), certa redução na taxa nominal de juros, a estabilidade macroeconômica (resultando em uma volatilidade menor de variáveis macroeconômicas básicas, como taxa de câmbio e taxa de juros) e a mudança no perfil da dívida pública (que estimula uma mudança na estratégia de aplicações dos bancos, em direção ao crédito). Em particular na fase de crescimento mais acelerado do crédito (meados de 2003 até setembro de 2008), as características gerais do *boom* do crédito foram as seguintes: absorção (quase absoluta) do crédito pelo setor privado, liderança do segmento de crédito com recursos livres com predominância de um *funding* doméstico, e, por fim, o dinamismo maior dos bancos privados nacionais em relação aos demais bancos (públicos e estrangeiros). Na fase final, perpassada pela crise financeira internacional, os bancos públicos, controlados pelo Governo Federal, foram

incentivados por este a elevar o volume de crédito como forma de combate aos efeitos da crise sobre o mercado de crédito no Brasil.

Todos os três segmentos por controle de capital participaram ativamente do *boom* recente de crédito: a relação crédito/PIB dos bancos públicos passou de 8,5% em abril de 2003 para 12,8% em setembro de 2008 e dos bancos estrangeiros de 5,2% para 8,0%, sendo que no caso dos bancos privados nacionais a relação dobrou de 8,3% para 16,6% no mesmo período. As operações de crédito com recursos livres¹⁴ cresceram de 13,7% do PIB em abril de 2003 para 26,9%, em setembro de 2008, enquanto que as operações com recursos direcionados tiveram uma relação crédito/PIB relativamente estável no período, ficando entre 8 a 9% em 2003/2005, e crescendo gradualmente até atingir 10% em março de 2008. Destarte, justifica-se que o crédito no Brasil foi primordialmente financiado pelos recursos livres no período. O Gráfico 9 mostra que o crescimento do crédito com recursos livres a partir de meados de 2003 foi “puxado” fundamentalmente pelas operações para pessoa física, que cresceram celeremente de 5,2% do PIB, em abril de 2003, para 10,0% em fevereiro de 2007, sendo que em maio de 2007 atingiu níveis semelhantes ao das operações para pessoa jurídica, que cresceram no mesmo período de 8,5% a 10,7% do PIB; de abril de 2003 a julho de 2007, as operações com pessoa física tiveram um crescimento de 207,7%, enquanto as operações com pessoa jurídica cresceram 130,6%.

¹⁴ As operações com recursos livres 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.

Gráfico 9 – Operações de Crédito Livre e Direcionado (% PIB)

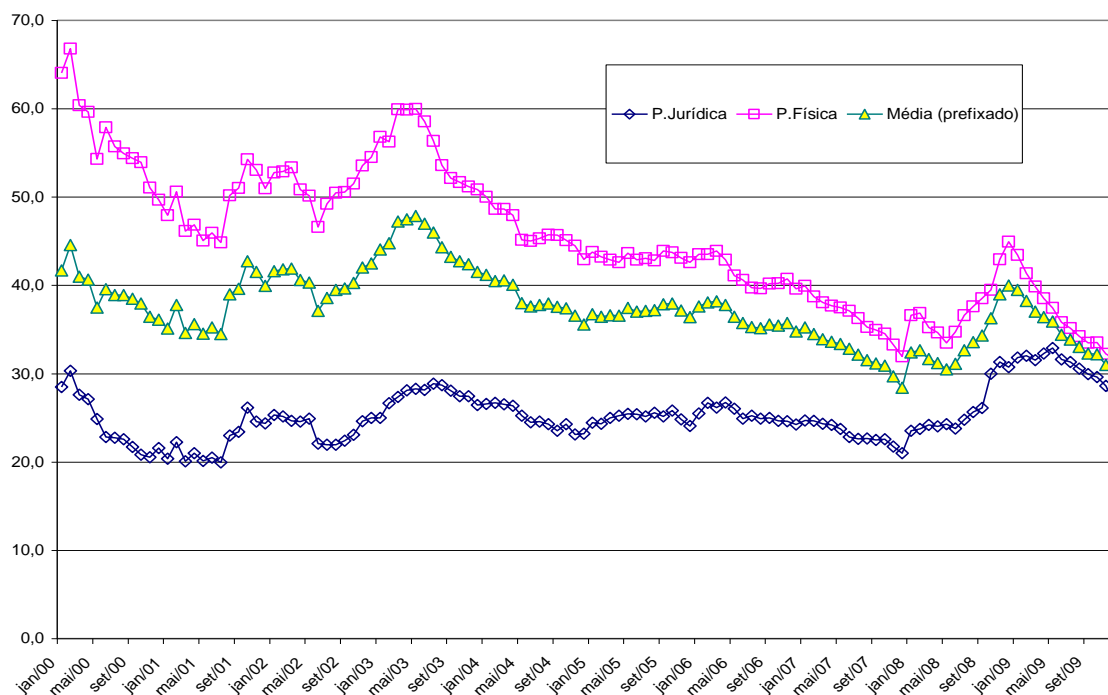


Fonte: Banco Central do Brasil.

Perante a perspectiva de crescimento da renda e do mercado interno, os bancos reviram sua estratégia de expansão, passando a apostar na expansão do crédito, inicialmente no crédito a pessoa física, e posteriormente também no crédito a pessoa jurídica, estimulados tanto por uma maior demanda por crédito quanto por *spreads* ainda bastante elevados, especialmente no caso do *spread* relativo a pessoa física que inicialmente era bem maior do que para pessoa jurídica, o que tornava altamente atraente tais operações (Gráfico 10).

Já a partir de meados de 2007, a continuidade do crescimento econômico, agora determinado pelo crescimento do mercado interno, fez com que as decisões de produção e decisões de investimentos das empresas (ampliação de capacidade produtiva) se acelerassem, aumentando, por conseguinte, a demanda por crédito corporativo de curto prazo, atendida pelo setor bancário varejista (capital de giro); e de longo prazo, pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES). Deste modo, observa-se que o crescimento das operações de crédito com recursos livres para pessoas jurídicas cresceu 129,7%, de junho de 2007 a setembro de 2009, contra um crescimento de 115,7% das operações com pessoas físicas no mesmo período.

Gráfico 10 – Spread Bancário Médio nas Operações com Recursos Livres com Taxas Prefixadas (%)

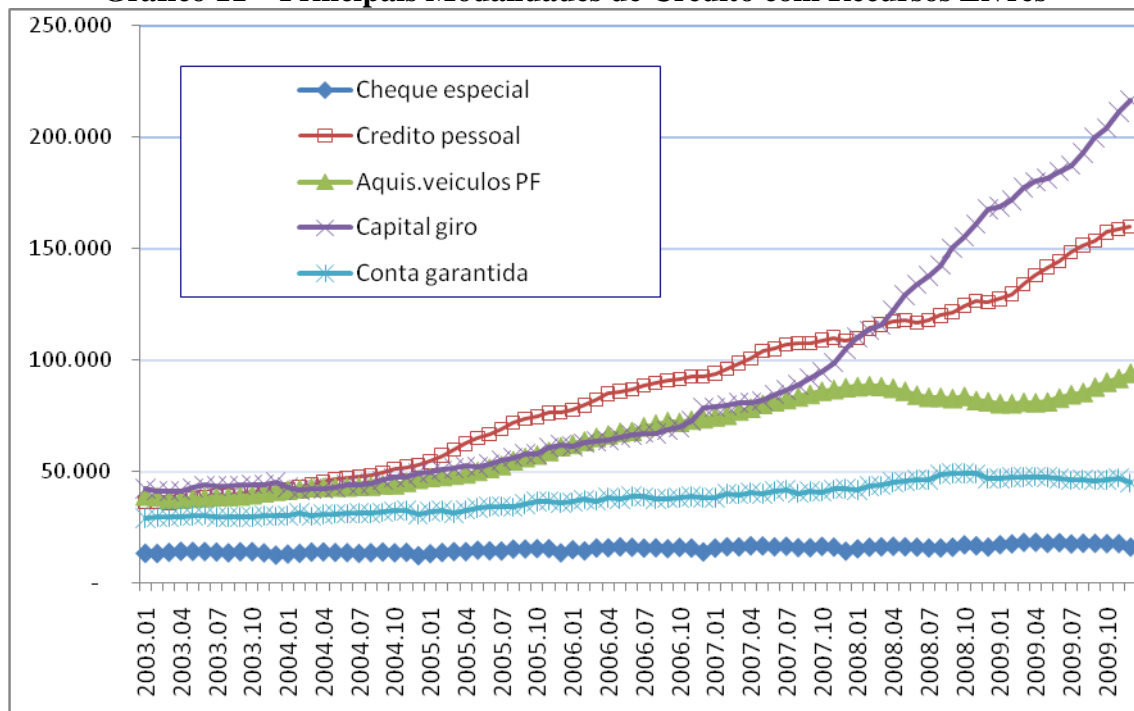


Fonte: Banco Central do Brasil.

Quanto às modalidades de crédito com recursos livres, o Gráfico 11 mostra que as operações de crédito para pessoa física e para pessoa jurídica se concentram em poucas linhas de crédito. Dentre as modalidades para pessoa física, destacam-se as operações de crédito pessoal – com forte crescimento ao longo do *boom* recente de crédito – e as operações para aquisição de veículos. Não é por acaso que os grandes bancos varejistas (Bradesco, Itaú, Unibanco, HSBC, entre outros) procuraram, no período recente, fazer aquisições de instituições financeiras especializadas no crédito ao consumidor e no financiamento de veículos, além de parcerias com grandes redes varejistas de comércio – como foi o caso das parcerias do Bradesco com Casas Bahia e do Itaú com o Pão de Açúcar, de modo a poderem explorar melhor o nicho da modalidade de crédito pessoal. Uma inovação institucional importante relacionado ao crédito pessoal, foi a criação do crédito consignado, com desconto em folha de pagamento, regulamentado pela Medida Provisória no. 130 (17/09/2003), e convertida na Lei nº 10.820, de dezembro de 2003. As operações com crédito consignado, com juros menores do que nas outras operações tradicionais de crédito pessoal, dado o seu reduzido risco (desconto em folha), cresceram rapidamente, de R\$ 9,6 bilhões em janeiro de 2004, para mais de R\$ 50 bilhões em fevereiro de 2007, quando passou a

perfezer a mais de 60% do crédito pessoal¹⁵. No que se refere ao crédito para aquisição de veículos, observa-se a predominância dos bancos privados, por meio de suas financeiras, com agentes e quiosques instalados frequentemente em revendedoras de automóveis.

Gráfico 11 – Principais Modalidades de Crédito com Recursos Livres



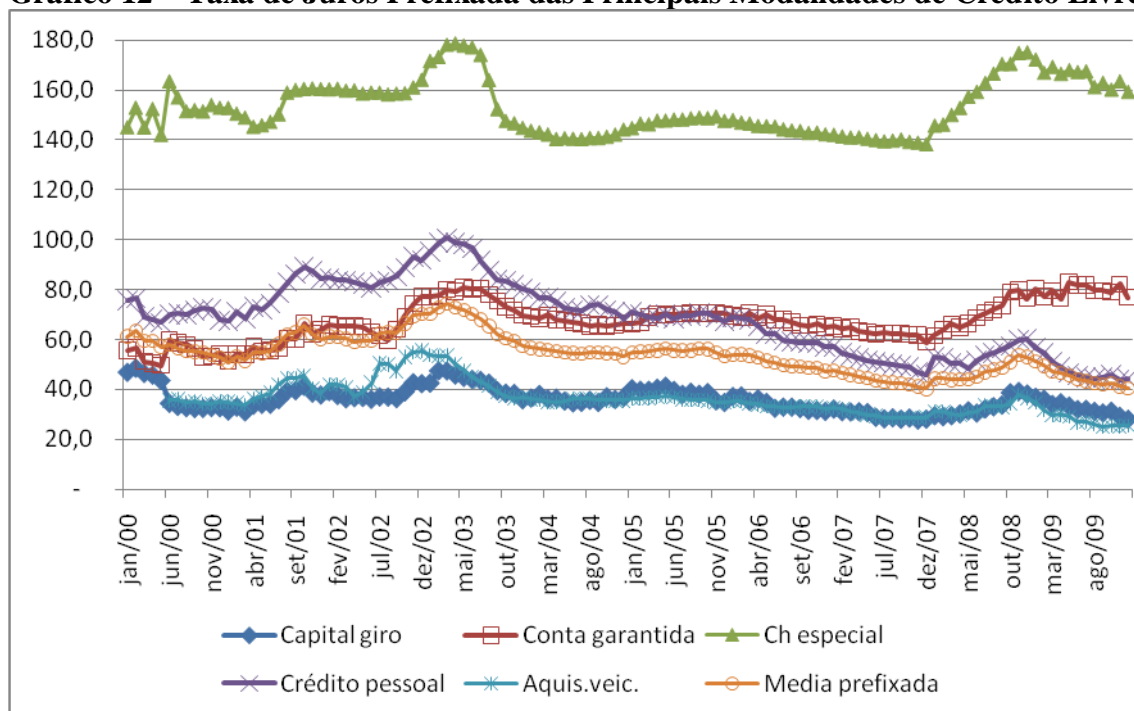
Fonte: Banco Central do Brasil. Valores em R\$ milhões de dez/2009 deflacionados pelo IGP-DI.

No que tange à taxas de juros cobradas nas principais modalidades de crédito livre (Gráfico 12), observa-se que as taxas em geral declinam após a crise de confiança ao final de 2002 e início de 2003, sendo tal redução mais acentuada nas operações de crédito onde há algum tipo de garantia – desconto na folha de pagamento no caso do empréstimo consignado, o próprio veículo no caso de empréstimos para aquisição de veículos e por vezes recebíveis no caso de empréstimos para capital de giro. Por outro lado, embora o volume das operações com conta garantida para pessoas jurídicas e cheque especial para pessoas físicas seja menor do que outras modalidades de crédito, como crédito pessoal e capital de giro, tais operações são bastante lucrativas, em função das elevadíssimas taxas de empréstimos – mais de 150% no caso do cheque especial e mais de 70% no caso da conta garantida (média de 2007) – e com um *turn-over* rápido

¹⁵ Os bancos públicos, em especial o BB, têm uma participação importante no segmento de crédito consignado.

em função da maturidade curta dessas operações. Mais surpreendente é o fato de que essas taxas não terem acompanhado a queda na taxa básica de juros e das demais taxas de empréstimos em 2006-2007, e terem se elevado mais significativamente em 2008, no quadro da crise financeira internacional e de adoção de uma política monetária mais apertada pelo BCB a partir de setembro de 2008 (justificada pela autoridade monetária pelo risco de aceleração na inflação). Tal comportamento é explicado pela presença de assimetria de informações nessas modalidades de crédito: um banco tem mais informação sobre as características de seus clientes do que seus concorrentes, e devido aos problemas de seleção adversa, torna-se muito difícil atrair clientes de boa qualidade (bons pagadores) sem que os benefícios e ofertas concedidos também atraiam clientes de baixa qualidade. Deste modo, as modalidades de crédito relacionadas à manutenção de contas bancárias, tais como cheque especial para pessoas físicas e conta garantida para pessoas jurídicas, têm taxas de juros bem mais elevadas do que substitutos próximos, como crédito pessoal e financiamento de capital de giro, pela dificuldade de transferir a bancos competidores seu histórico cadastral e reputação, resultando em situações em que os clientes estão presos (*locked in*) às suas instituições bancárias (Nakane, 2003), o que permite a adoção de práticas monopolistas por parte dos bancos.

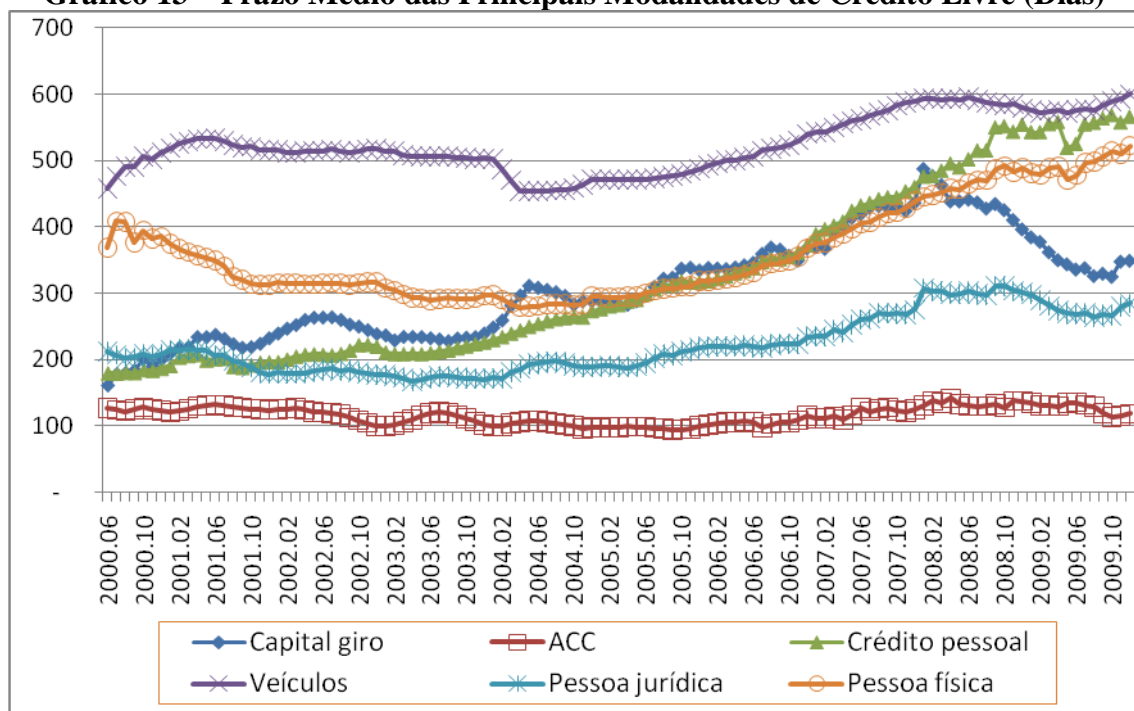
Gráfico 12 – Taxa de Juros Prefixada das Principais Modalidades de Crédito Livre



Fonte: Banco Central do Brasil.

Em que pese a redução da taxa de juros dos empréstimos (na realidade para níveis pré-crise de 2002-2003), as taxas de juros foram mantidas em níveis bastante elevados – 43,7% a.a. nas operações com taxas prefixadas, 51,0% a.a. no crédito pessoal, 29,8% na aquisição de veículos e 29,4% no capital de giro (média do ano de 2007) – para justificar um crescimento tão acelerado na demanda por crédito. Uma possível explicação, além do próprio crescimento do produto e da renda, como já assinalado, e a existência de uma demanda reprimida por crédito (para aquisição de bens), é o significativo alongamento nos prazos das operações de crédito: em apenas três anos (de janeiro de 2005 para janeiro de 2008), o prazo médio do crédito para pessoa física aumentou de 195 dias para 308 dias, enquanto que para pessoa jurídica passou de 300 dias para 445 dias. No que se refere às principais modalidades de crédito, considerando o mesmo período, o prazo médio do crédito ao capital de giro elevou-se de 296 dias para 487 dias, do crédito pessoal de 299 dias para 475 dias e de aquisição de veículos de 472 dias para 594 dias (Gráfico 13).

Gráfico 13 – Prazo Médio das Principais Modalidades de Crédito Livre (Dias)



Fonte: Banco Central do Brasil.

Um dos principais canais de contágio da crise financeira internacional sobre a economia brasileira, além dos efeitos diretos sobre os capitais de portfólio que afetaram diretamente o comportamento da bolsa de valores, em função da participação

importante de investidores institucionais estrangeiros neste mercado, foi o mercado doméstico de crédito. O mais imediato efeito da crise foi a redução nas operações de crédito que utilizam *funding* externo, como no caso do financiamento as exportações (Adiantamento de Contrato de Câmbio - ACC) e os repasses externos, impactando assim particularmente o crédito corporativo. Outro mecanismo de contágio foi a redução das operações de crédito entre fronteiras, devido a realocação de portfólio dos bancos internacionais, em função de prejuízos em sua matriz e outras filiais. Em contrapartida, a deterioração geral das expectativas em relação ao futuro (da economia mundial e seus impactos sobre a economia brasileira), em função do alastramento e profundidade da crise internacional, combinada com as incertezas relacionadas ao volume de perdas das firmas envolvidas em “derivativos tóxicos”, como ficaram conhecidas as operações com derivativos feitos por empresas exportadoras que apostavam na continuidade da apreciação cambial e assim estavam com uma posição vendida em moeda estrangeira, aumentou a preferência pela liquidez dos bancos. A menor aversão ao risco dos bancos contribuiu para um forte represamento na liquidez no mercado interbancário (que afetou principalmente os bancos médios que têm um *funding* menos diversificado de recursos) e para uma contração no crédito doméstico, em particular no crédito corporativo¹⁶.

O governo respondeu prontamente com uma série de medidas contracíclicas, embora o BCB tenha mantido uma política monetária austera até final de 2008, o que provavelmente contribuiu para a desaceleração na taxa de crescimento do crédito doméstico em um momento que o contágio da crise alcançava celeremente a economia brasileira. Entre as medidas adotadas pelo governo relacionadas ao mercado de crédito bancário doméstico, destacam-se várias medidas para aliviar a restrição de liquidez, entre as quais redução nos requerimentos compulsórios sobre depósitos dos bancos e criação de incentivos para os bancos comprarem carteiras de créditos de bancos menores, que foram os mais afetados pela crise¹⁷. Ademais, houve uma decisão política de encorajar os grandes bancos públicos federais - BNDES, BB e CEF – de expandirem suas operações de crédito, atuando de forma contracíclica no mercado de crédito doméstico, e, no caso do BB e da CEF, de comprarem carteiras de créditos de bancos menores com problemas de liquidez¹⁸. Outras medidas anticíclicas foram adotadas pelo governo para estimular a demanda agregada da economia, como a redução do imposto

¹⁶ Para um aprofundamento do efeito contágio da crise financeira internacional, ver IEDI (2009).

¹⁷ Foram permitidos que os bancos deduzissem de seu compulsório sobre depósitos a prazo (70% contra 40% originalmente) os recursos usados para comprar carteiras de créditos de outros bancos.

¹⁸ Esses bancos lideraram esse tipo de operação.

sobre produtos industrializados (IPI) sobre veículos, vários bens duráveis e itens de construção e o aumento no período de duração no seguro desemprego, que embora não estejam diretamente relacionados ao mercado de crédito, o afetaram indiretamente, particularmente no que se refere aos seus efeitos sobre a demanda por crédito das famílias.

Uma inspeção nos dados nos permite aferir o contágio e a reação à crise financeira internacional sobre o mercado doméstico bancário. Como pode ser visto no Gráfico 9 a desaceleração no crescimento do crédito atingiu mais fortemente o crédito corporativo, que, como visto, vinha de uma tendência de forte aceleração: a relação crédito para pessoas jurídicas sobre PIB cresceu apenas de 14,7% em outubro de 2008 para 15,3% em setembro de 2009, enquanto a crédito para pessoas físicas cresceu de 12,6% para 14,6% no mesmo período. A contração no crédito corporativo só não foi maior devido a existência de uma inércia no mercado de crédito (existência de linhas de crédito pré-aprovadas, manutenção de relação cliente banco, etc.) e o fato de que a contração do volume do crédito com recursos externos não aparecer nos dados em função dos efeitos da desvalorização cambial inflando seus saldos. O setor de atividade econômica mais atingido pela contração do crédito foi a indústria, justamente o setor que mais desacelerou durante o contágio da crise: a contração do produto industrial foi de -2,5% no 4º trimestre de 2008, -9,7% no 1º trimestre de 2009 e -8,5% no 3º trimestre de 2009. Além da desaceleração no crescimento do crédito livre, observa-se uma clara deterioração nas condições de oferta do crédito, tanto no que se refere às taxas de juros cobradas – a média das taxas prefixadas subiu de 48,6% em setembro de 2008, para 52,9% em dezembro de 2008 – quanto ao prazo médio das operações de crédito livre nas modalidades de crédito a pessoa física, que passou de 310 dias em setembro de 2008, para 270 dias em maio de 2009. Já a partir de março de 2009, quando começou a haver sinais que o pior da crise havia passado e que a economia iria de alguma forma reagir à crise com as medidas anticíclicas adotadas e com a implementação de uma política monetária mais frouxa pelo BCB, as taxas de juros prefixadas começaram a declinar, ainda que, conforme já assinalado, com uma desaceleração bem mais lenta no caso do cheque especial e da conta garantida em relação às demais modalidades.

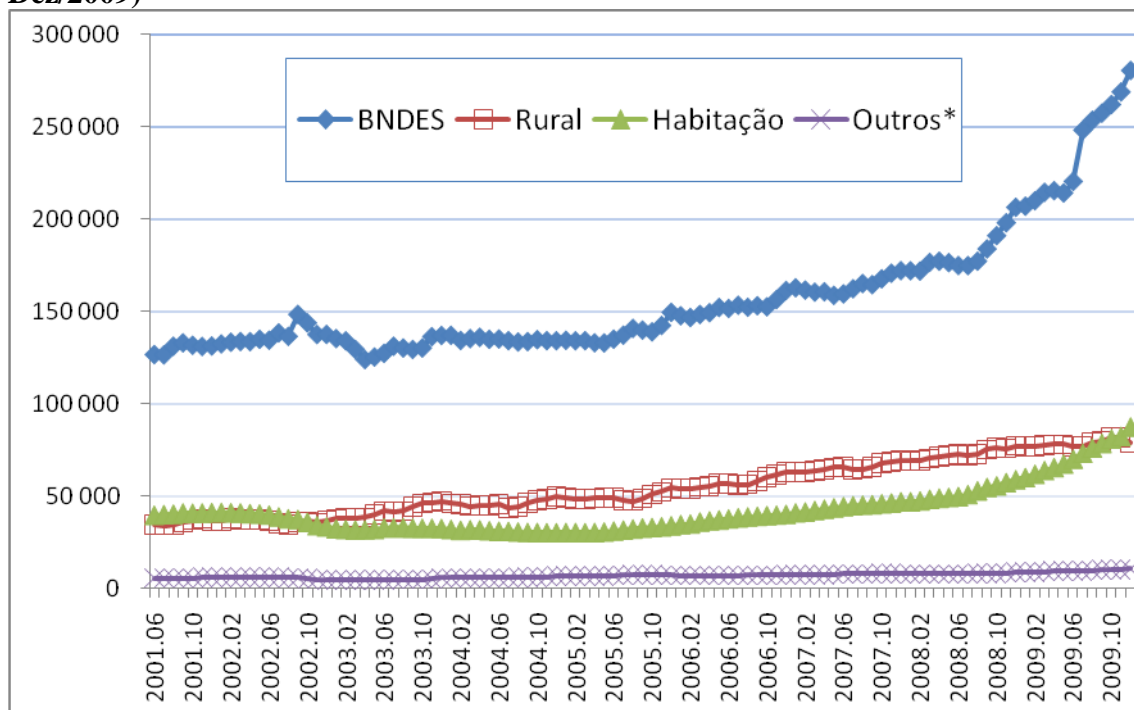
Um fator contracíclico fundamental que evitou uma desaceleração maior no crédito foi o comportamento do crédito direcionado - operações com base em recursos compulsórios e nos fundos parafiscais e regionais, cujas taxas ativas são fixadas pelo

Conselho Monetário Nacional¹⁹ - e o já mencionado papel dos grandes bancos públicos federais, em função do seu peso no mercado bancário. Como pode ser visto no Gráfico 9, enquanto que o crédito a pessoa jurídica estagnou a partir de outubro de 2008, o crédito com recursos direcionados cresceu fortemente sua participação no crédito – passando de 10,5% em setembro de 2008 para 14,0% em setembro de 2009, em função principalmente do aumento nas operações de crédito do BNDES. Em termos de participação relativa média no período 2002-2009, os empréstimos do BNDES responderam por 60,1% do total do crédito direcionado, enquanto que os empréstimos rurais e para habitação, respectivamente, responderam por 21,7% e 15,5%. BB e CEF têm um papel preponderante no financiamento rural e no financiamento habitacional, respectivamente²⁰. É interessante notar que embora o crédito direcionado tivesse uma tendência de crescimento a partir de 2007 – em função em especial do crescimento das operações de crédito do BNDES para financiamento do investimento que se acelerava a partir de então – ele tem um crescimento bem mais modesto em relação ao crédito livre no *boom* recente do crédito, vindo a se acelerar no período pós-crise, o que parece caracterizar ao menos no período analisado um papel contracíclico e não concorrente com o crédito livre. O papel contracíclico do crédito direcionado é mais evidente no caso dos empréstimos do BNDES e nos empréstimos habitacionais (Gráfico 14).

¹⁹ O crédito direcionado pode ser dividido em três categorias, de acordo com a natureza de seu *funding*: (i) depósitos bancários: 20% dos depósitos a vista e 40% da caderneta de poupança rural, destinados ao crédito rural; 65% dos depósitos da caderneta de poupança destinados ao financiamento habitacional; 2% dos depósitos a vista destinados ao microcrédito; (ii) fundos de natureza para-fiscal: Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), administrado pela CEF, destinado ao financiamento imobiliário e saneamento urbano; Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), destinado ao custeio do Programa de Seguro-Desemprego, do Abono Salarial e ao financiamento de Programa de Desenvolvimento Econômico (BNDES); (iii) Fundos de desenvolvimento regional – Fundo Constitucional do Nordeste (administrado pelo Banco do Nordeste), Fundo Constitucional da Amazônia (administrado pelo Banco da Amazônia) e Fundo Constitucional do Centro-Oeste (administrado pelo BB), destinados a programas de desenvolvimento das respectivas regiões; e Fundo Nacional de Desenvolvimento (FND), administrado pelo BNDES, com recursos do Orçamento Geral da União, com recursos destinados a empréstimos a FINEP (empresas de base tecnológica) e pequenas e médias empresas (BB e BNDES) e empresas dos setores de insumos básicos e bens de consumo (BNDES).

²⁰ Portanto, há uma sobreposição entre crédito direcionado e empréstimos dos bancos públicos (BNDES, BB e CEF).

Gráfico 14 – Saldo das Operações de Crédito direcionado (R\$ milhões de Dez/2009)



Fonte: Banco Central do Brasil. Valores deflacionados pelo IGP-DI.

(*) “Outros” inclui financiamento do Fundo Constitucional do Centro-Oeste (FCO) e créditos dos bancos de desenvolvimento e de agências de fomento.

5. Perspectivas para o Sistema Financeiro Nacional

Na análise feita sobre o MTD privada no Brasil mostrou-se os impactos do ambiente macro-institucional sobre a evolução recente deste mercado. Em particular, as condições de instabilidade macroeconômica de uma economia em *stop-and-go* que caracterizou o país na última e presente década têm afetado o volume e as condições de emissão primária de títulos de dívida privada no Brasil, ao aumentar risco de mercado e o risco de inadimplência na emissão de tais títulos, em particular no caso de títulos corporativos de renda fixa. De fato, o histórico de instabilidade macroeconômica que marcou a economia brasileira desde os anos 1980 é o fator principal na formação do perfil de dívida de curto prazo e com parcela significativa constituída por títulos atrelados à taxa Selic e ao DI

Ademais, mostrou-se ainda não haver complementaridade entre o mercado de dívida pública e o mercado de dívida privada no Brasil, mas sim a existência de uma concorrência entre os mesmos. De fato, em que pese o elevado desenvolvimento do mercado de títulos públicos, a existência de uma boa parte da dívida pública sob a forma

de títulos indexados à Selic (LFTs), herança do período de alta inflação, acaba por inibir e deformar o MTD privada no Brasil, uma vez que a combinação risco-retorno dos títulos públicos é uma das melhores entre os ativos financeiros, por combinar baixo risco, alta liquidez e rentabilidade. Isto resulta em uma alta demanda por aplicações nos chamados fundos de depósitos interbancários ou diretamente por títulos públicos federais. Portanto, a forma de gestão da dívida pública no Brasil acaba sendo determinante nas “preferências” do investidor, ao moldar uma combinação risco-retorno que privilegia aplicações indexadas a taxa Selic e sua “prima” taxa DI ou aplicações de renda fixa de curto prazo.

Ao se analisar as perspectivas futuras do MTD privada devem-se considerar três dimensões de certa forma interconectadas: a evolução do contexto macroeconômico, o contexto regulatório e a gestão da dívida pública.

A primeira dimensão – *contexto macroeconômico* – é importante uma vez que o mercado de capitais no Brasil tem tido um comportamento pró-cíclico, desenvolvendo-se em períodos de maior crescimento e estabilidade, e contraindo em períodos de desaceleração cíclica e instabilidade macroeconômica. O *boom* do mercado de capitais no período 2004-2007 mostrou como um ambiente econômico mais favorável acaba estimulando o desenvolvimento do mercado de títulos de dívida e de capitais em geral: não só o volume de emissão de títulos de dívida privada cresceu, como se propiciou um alongamento em seus prazos. É importante assinalar que o mercado de capitais é estimulado pelo e ao mesmo tempo estimula o crescimento econômico, ou seja é *causa e efeito*, já que cumpre um papel importante do ponto de vista do financiamento das empresas de médio e grande porte. Apesar do autofinanciamento via lucros retidos ser a principal forma de financiamento dos investimentos e da produção no Brasil, as firmas tendem a buscar, em um segundo momento, por ocasião de um processo de crescimento econômico mais robusto, recursos externos a elas por ocasião da expansão de sua atividade produtiva. Assim, a gestão de uma política macroeconômica estabilizadora – viabilizando taxas de juros mais baixas e estáveis e estimulando o crescimento da demanda agregada na economia (e aumentando conseqüentemente os lucros das empresas) – tem um papel fundamental no crescimento mais robusto do mercado de títulos de dívida no Brasil. Trata-se de uma condição necessária, ainda que possa não ser suficiente, para o desenvolvimento deste mercado. A redução da taxa de juros ocorrida em 2009 estimulou, na margem, a diversificação de portfólio dos investidores – em particular dos investidores institucionais como fundos de pensão, fundos de

investimento e seguradoras – para absorver títulos de maior risco em relação a títulos públicos, mas a existência de um “pisso” para tal redução em função da política monetária adotada pelo BCB pode colocar um limite nesta tendência.

Mudanças regulatórias que estimulem o mercado de títulos de dívida – por parte das autoridades regulatórias (CVM) e auto-regulatórias (ANBIMA²¹) – são importantes tanto do ponto de vista do mercado primário de títulos de dívida (como por exemplo medidas que busquem a simplificação das emissões e sua popularização, estimulando o aumento de demandantes desses títulos), quanto do ponto de vista da expansão de mercados secundários, através de medidas que estimulem a revenda de títulos. Por exemplo, pode-se considerar medidas que ajudem a criação de uma curva de rendimentos de títulos de dívida privado, como é o caso da “publicização” do cálculo de preços indicativos de debêntures por parte da ANBIMA, visando tornar comparáveis os rendimentos de títulos privados com maturidades semelhantes. Uma agenda interessante para discussão seria identificar medidas poderiam ser adotadas para “popularizar” a oferta de títulos nos bancos varejistas, por meio de fundos específicos lastreados com esses papéis. Neste sentido, os bancos públicos varejistas poderiam ajudar, por exemplo, diminuindo o *ticket* de entrada, isto é, o valor mínimo de aplicação em títulos corporativos.

Ainda do ponto de vista regulatório, uma importante medida a ser adotada é a implementação de tributação que estimule a aplicação de recursos mais a longo prazo. Na legislação atual, a tributação do imposto de renda (IR) incide nos fundos de curto prazo com uma alíquota de 22,5% sobre os rendimentos até 180 dias e 20% acima de 180 dias, enquanto que nos fundos de longo prazo e títulos de renda fixa 22,5% até 180 dias, 20% de 181 a 360 dias, 17,5% de 361 a 720 dias, e 15% acima de 720 dias. Neste particular, sugere-se uma tributação regressiva mais efetiva do ponto de vista do estímulo ao alongamento dos prazos dos títulos de dívida, através da cobrança de imposto ainda mais alto para investimentos de curto prazo (por exemplo, aumentando a alíquota para 30% até 180 dias), reduzindo a alíquota conforme o prazo de aplicação.

Por último, mas não menos importante, *mudanças no perfil da dívida pública* podem exercer um papel crucial no desenvolvimento do mercado de títulos de dívida privada no Brasil, tanto no que se refere ao mercado primário quanto ao mercado secundário. A existência de títulos indexados à Selic acaba funcionando com um fator

²¹ ANDIMA e ANBID integraram suas atividades em outubro de 2009, criando a ANBIMA – Associação Brasileira de Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais.

inibidor tanto do mercado primário de títulos privados, por conta da competição de um papel livre de risco de mercado e risco de *default*, quanto do mercado secundário de títulos, uma vez que a prevalência de tais títulos (indexados à Selic) desestimula o desenvolvimento do mercado secundário de títulos públicos (que poderia, por sua vez, fomentar o desenvolvimento do mercado secundário de títulos privados). De fato, o que estimula a atuação do investidor-especulador neste mercado é justamente a possibilidade de especular em relação às variações do valor do título. De fato, observa-se uma melhoria no perfil da dívida pública em 2004-2007, passando os títulos prefixados de 16,8% do total em junho de 2004 para 37,3% em dezembro de 2007, mas caindo ao longo de 2008 no quadro do contágio da crise financeira internacional. Portanto, a melhoria no perfil da dívida pública, com diminuição de títulos indexados à Selic e crescimento de títulos prefixados, que pode ser propiciada pela queda na taxa de juros de curto prazo e melhoria no contexto macroeconômico em geral, teria efeitos benéficos tanto do ponto de vista do desenvolvimento do mercado primário (dada a contaminação dos títulos privados por títulos públicos indexados à Selic) quanto do mercado secundário, já que espera-se que o desenvolvimento do mercado secundário de títulos públicos ajude a fomentar o mercado secundário de títulos privados.

Este artigo analisou ainda as tendências gerais da evolução recente do crédito no Brasil. No período 1995-2003, a instabilidade econômica de uma economia sujeita a choques externos, o comportamento oscilatório da economia brasileira e a tendência a semi-estagnação ensejaram um ambiente pouco propício ao desenvolvimento do mercado de crédito. Assim, a oferta de crédito declinou fortemente no período, atingindo em 2003 um patamar de apenas 23% do PIB. O volume de crédito não só reduziu como também predominou o crédito de curto prazo. A opção por aplicação em títulos públicos indexados proporcionava aos bancos comporem seu portfólio combinando liquidez e rentabilidade (obtendo ganhos de tesouraria). Este período foi marcado também por mudanças estruturais importantes, como a privatização de bancos estaduais e entrada de bancos estrangeiros.

Já em 2004-2008, o maior crescimento econômico e a estabilidade macroeconômica, ao reduzir os riscos da atividade bancária, estimularam o crescimento da oferta de crédito, passando rapidamente de 23% em abril de 2003, para mais de 30% do PIB em 2007. Ainda que os bancos públicos tenham crescido sua carteira de crédito no período, o *boom* do crédito foi liderado pelos bancos privados nacionais e pelo crédito com recursos livres. As modalidades que mais cresceram foram crédito pessoal,

aquisição de veículos e capital de giro das empresas. O crédito direcionado (BNDES, rural e habitacional) cresce no período bem abaixo do crescimento do crédito com recursos livres, ainda que desde 2007 o BNDES viesse aumentando sua oferta de crédito, para atender a maior demanda para financiamento do investimento (indústria e infra-estrutura, principalmente), cuja taxa começava a se acelerar, em função do próprio crescimento da economia. No quadro do contágio da crise financeira, a partir de setembro de 2008, tanto o crédito direcionado quanto a oferta de crédito dos bancos públicos cresceram bastante, atenuando a desaceleração no crédito dos bancos privados e no crédito livre (em particular no crédito corporativo). BB e CEF compraram carteiras de crédito de outros bancos, atenuando os problemas de restrição de liquidez do setor bancário, e o BNDES aumentou significativamente seus desembolsos em 2008 e 2009, caracterizando um papel contracíclico que foi uma das peças fundamentais na política de combate a crise do governo federal.

Os bancos públicos federais podem e devem ser usados para a implementação de uma política financeira que vise a uma ampliação do crédito no país, seja para consumidores como empresas, levando concomitantemente a uma diminuição nos patamares das taxas de empréstimos bancários, pelo efeito da maior concorrência no setor bancário. Como se sabe, esses bancos têm tradicionalmente uma participação importante no crédito agrícola, crédito imobiliário e crédito para aquisição de bens de capitais, sendo que ainda no caso do BB e da CEF, esses têm alguma importância no financiamento do capital de giro de pequenas e médias empresas, e, em menor grau, no financiamento ao consumidor. Portanto, não há razões para que os grandes bancos federais – BB, CEF e BNDES – sejam administrados de acordo com uma lógica puramente privada, que tenha como única prioridade proporcionar lucros elevados capaz de gerar recursos para o Tesouro Nacional. Um exemplo disto foi o papel contracíclico que os bancos federais cumpriram durante a crise internacional de 2008, importante para minimizar os efeitos negativos de uma contração na oferta de crédito sobre a economia brasileira. Por último, a mudança no perfil da dívida pública – com redução dos títulos selicados – combinado com uma redução na taxa de juros de curto prazo (Selic) contribuiria também para incentivar a oferta e condições de crédito bancário, uma vez que impeliria os bancos a concorrerem efetivamente neste mercado, já que não contariam com a possibilidade de aplicação em títulos livres de risco, alta liquidez e rentabilidade, como o caso das LFTs. Ou seja, os bancos para obterem uma rentabilidade maior teriam que efetivamente se defrontar com o *trade off* liquidez-

rentabilidade, o que provavelmente não só aumentaria a oferta como melhoraria as condições de crédito (em termos de prazos mais longos, modalidades de maior risco, entre outros).

Referências:

- Bank for International Settlements (BIS) (2009). <http://www.bis.org>, acessado em novembro.
- BIS – Banco Interamericano de Desenvolvimento (2005). *Libertar o Crédito: Como Aprofundar e Estabilizar o Financiamento Bancário*. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier.
- Carvalho, F.C. (2007). “Sobre a preferência pela liquidez dos bancos”. In Paula, L.F. e Oreiro, J.L. (org.). *Sistema Financeiro: uma análise do setor bancário brasileiro*. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier.
- Hermann, J. (2003). “Financiamento de longo prazo: revisão do debate e propostas para o Brasil”. In Sicsú, J., Oreiro, J.L. e Paula, L.F. (org.). *Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços*. Rio de Janeiro: Manole.
- IEDI (2009). “A crise internacional e a economia brasileira: o efeito-contágio sobre as contas externas e o mercado de crédito em 2008”, mimeo. São Paulo: IEDI, abril.
- IMF – International Monetary Fund (2009). *International Financial Statistics*. IMF: Washington.
- Jeanneau, S. (2007). “Banking systems: characteristics and structural changes”. *BIS Papers* No. 33, February.
- Jeanneau, S. e Tovar, C. (2006). “Domestic bond markets in Latin America: achievements and challenges”. *BIS Quarterly Review*, June.
- Levine, R. (1997). “Financial development and economic growth: views and agenda”. *Journal of Economic Literature*, v. 35, Jun. 1997, p. 688-726.
- _____ (2004). “Finance and growth: theory and evidence”. *NBER Working Paper*, n. 10766, National Bureau of Economic Research, setembro.
- Matos, O.C. (2002). “Desenvolvimento do sistema financeiro e crescimento econômico no Brasil: evidências de causalidade”. *Trabalhos para Discussão do Banco Central do Brasil*, n. 49. Brasília: BCB, setembro.
- _____ (2003). “Inter-relações entre desenvolvimento financeiro, exportações e crescimento econômico: análise da experiência brasileira”. *Notas Técnicas do Banco Central do Brasil*, n. 40. Brasília: BCB, outubro.
- Modenesi, A. (2008). “Convenção e rigidez na política monetária: uma estimativa da função de reação do BCB – 2000-2007”. *Texto para Discussão IPEA* n. 1351.
- Nakane, M. (2003). “Concorrência e spread bancário: uma revisão da evidência para o Brasil”. In *Banco Central do Brasil, Juros e Spread Bancário no Brasil: Avaliação de 4 Anos do Projeto*, pp. 58-67. Brasília: Banco Central do Brasil.

- Paula, L.F. (1999). “Dinâmica da firma bancária: uma abordagem não-convencional”. *Revista Brasileira de Economia*, 53(3): 136-142.
- Paula, L.F. e A.J.Alves Jr (2003). “Banking behaviour and the Brazilian economy after the Real Plan: a Post Keynesian approach”. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review* no. 227, pp. 337-365, December.
- Paula, L.F., Ferrari Filho, F., Sobreira, R., Faria, J.A., Saraiva, P.J. e Gomes, A. (2009). “Mercado de títulos de dívida brasileiro no período 1995-2008: causas e determinantes da evolução recente”. In Carvalho, F.C. (coord.). *Perspectivas da Indústria Financeira Brasileira e o Papel dos Bancos Públicos*. Projeto de Pesquisa BNDES-FECAMP. Rio de Janeiro: IE/UFRJ.
- Paula, L.F. e Faria Júnior, J. (2010). “Mercado de títulos de dívida privada no Brasil: aspectos estruturais e evolução recente”. Paper aprovado para o 38º Encontro Nacional de Economia. Salvador: ANPEC.
- Paula, L.F. e Marques, M.B.L. (2006). “Tendências recentes da consolidação bancária no Brasil”, *Análise Econômica*, 24 (45): 235-266.
- Paula, L.F., Oreiro, J.L., e Basilio, F. (2010). “A estrutura do setor bancário brasileiro e o ciclo recente de expansão do crédito: o papel dos bancos públicos”, in *Anais do 38º Encontro Nacional de Economia*, <http://www.anpec.org.br/encontro2010/inscricao/arquivos/000-22dde5ba072ede09d99837a4eea5973c.pdf>
- Rocha, F. (2001). “Evolução da concentração bancária no Brasil: 1994-2000”. Banco Central do Brasil. Brasília. *Notas Técnicas*, n. 11. 39 p. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>. Acesso: agosto de 2009.
- Singh, A., Belaisch, A., Collyns, C., De Masi, P., Krieger, R., Meredith, G. and Rennhack, R. (2005). “Stabilization and reform in Latin America: a macroeconomic perspective since the early 1990s”. *IMF Occasional Paper* 238.

