2022

TEXTO PARA DISCUSSÃO

A EVOLUÇÃO DO CRÉDITO NO BRASIL ENTRE 2003 E 2010

Mônica Mora

ipea

2022

TEXTO PARA DISCUSSÃO

Rio de Janeiro, janeiro de 2015

A EVOLUÇÃO DO CRÉDITO NO BRASIL ENTRE 2003 E 2010*

Mônica Mora**

* A autora agradece a Estevão Kopschitz Xavier Bastos, do Ipea, pela revisão completa da versão original deste texto, contribuindo com relevantes comentários e sugestões. Agradece também às sugestões de Marcos Antônio Macedo Cintra, Claudio Hamilton dos Santos e José Ronaldo de Castro Souza Júnior, todos do Ipea, feitas em oficina apresentada no Instituto. As eventuais falhas são, claro, de responsabilidade da autora.

** Técnica de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea. *E-mail*: monica.mora@ipea.gov.br.

Governo Federal

Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República
Ministro Marcelo Côrtes Neri

ipea Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

Fundação pública vinculada à Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República, o Ipea fornece suporte técnico e institucional às ações governamentais – possibilitando a formulação de inúmeras políticas públicas e programas de desenvolvimento brasileiro – e disponibiliza, para a sociedade, pesquisas e estudos realizados por seus técnicos.

Presidente
Sergei Suarez Dillon Soares

Diretor de Desenvolvimento Institucional
Luiz Cezar Loureiro de Azeredo

Diretor de Estudos e Políticas do Estado, das Instituições e da Democracia
Daniel Ricardo de Castro Cerqueira

Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas
Cláudio Hamilton Matos dos Santos

Diretor de Estudos e Políticas Regionais, Urbanas e Ambientais
Rogério Boueri Miranda

Diretora de Estudos e Políticas Setoriais de Inovação, Regulação e Infraestrutura
Fernanda De Negri

Diretor de Estudos e Políticas Sociais, Substituto
Carlos Henrique Leite Corseuil

Diretor de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais
Renato Coelho Baumann das Neves

Chefe de Gabinete
Bernardo Abreu de Medeiros

Assessor-chefe de Imprensa e Comunicação
João Cláudio Garcia Rodrigues Lima

Ouvidoria: http://www.ipea.gov.br/ouvidoria
URL: http://www.ipea.gov.br

Texto para Discussão

Publicação cujo objetivo é divulgar resultados de estudos direta ou indiretamente desenvolvidos pelo Ipea, os quais, por sua relevância, levam informações para profissionais especializados e estabelecem um espaço para sugestões.

© Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – **ipea** 2014

Texto para discussão / Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.- Brasília : Rio de Janeiro : Ipea , 1990-

ISSN 1415-4765

1.Brasil. 2.Aspectos Econômicos. 3.Aspectos Sociais. I. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.

CDD 330.908

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade do(s) autor(es), não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou da Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

JEL: E44; E51.

SUMÁRIO

SINOPSE

ABSTRACT

1 INTRODUÇÃO 7

2 A EVOLUÇÃO DO CRÉDITO 8

3 CRÉDITO À PESSOA FÍSICA 13

4 CRÉDITO À PESSOA JURÍDICA 28

5 CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL, BANCOS PÚBLICOS E O CRÉDITO 39

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS 55

REFERÊNCIAS 57

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR 58

SINOPSE

O crédito aumentou expressiva e continuamente durante o governo Lula, inclusive após a crise de 2008. Propõe-se, neste texto, discutir como se deu esse processo e o que motivou a diversificação do portfólio do sistema financeiro nacional. Examinou-se o aumento do crédito à pessoa física e à pessoa jurídica e, posteriormente, foi abordada a resposta do governo brasileiro à crise econômica internacional no âmbito do crédito. Concluiu-se que, em um contexto macroeconômico favorável, mudanças na legislação, com repercussões sobre o crédito pessoal, a aquisição de bens e sobre o financiamento de empresas, assim como inovações financeiras introduzidas nos contratos de financiamento à pessoa jurídica, contribuíram para explicar o aumento da oferta de crédito com recursos livres entre 2004 e 2008. Em 2009 e 2010, a decisão deliberada do governo de aumentar os financiamentos com recursos direcionados e com recursos livres, com a finalidade de sustentar a oferta de crédito (ou ao menos atenuar a sua queda), possibilitou compreender o comportamento do crédito após eclosão da crise financeira em 2008.

Palavras-chave: crédito bancário; economia brasileira.

ABSTRACT

The credit increased expressive and continuously throughout the Lula government, even after the 2008 crisis. This study aims to analyze this process and its determinants. We identify two different periods. We concluded that changes in legislation as well as financial innovations, in a favorable macroeconomic context, affected credit and contributed to explain the increase of supply of credit with free resources between 2004 and 2008. In 2009 and 2010 deliberate government decision to increase credit with targeted resources and free resources in order to sustain the supply of credit (or, at least mitigate its fall) allowed to understand the behavior of credit after the outbreak of financial crisis in 2008 .

Keywords: credit; Brazilian economy.

1 INTRODUÇÃO

O crédito aumentou expressiva e continuamente durante o governo Lula, inclusive após a crise de 2008. Assim, o volume de crédito, que representava 26% do produto interno bruto (PIB), em dezembro de 2002, atingiu 45,2% do PIB, em dezembro de 2010. Essa elevação do volume do crédito, em um contexto macroeconômico caracterizado por elevadas taxas de juros (ainda que descendentes), inicialmente foi capitaneada pelos bancos privados e ocorreu tanto no âmbito da pessoa física quanto jurídica.

Em um segundo momento, e em resposta ao agravamento da crise econômica internacional, a elevação do crédito foi sustentada por ações deliberadas do governo, focadas inicialmente no crédito direcionado e ampliadas em direção ao crédito livre com taxas referenciais, por intermédio dos bancos federais.

Este trabalho tem por objetivo identificar o que motivou esse processo. A oferta de crédito pelas instituições bancárias é, antes de tudo, uma decisão de alocação de portfólio; portanto, os bancos defrontam-se com a necessidade de deliberar como irão distribuir riscos e assegurar rentabilidade. Ou seja, as razões que levaram a uma mudança no portfólio de ativos do sistema financeiro brasileiro, pois, tradicionalmente, os títulos da dívida pública, em decorrência do *mix* elevada rentabilidade e baixo risco, destacavam-se na carteira do sistema financeiro brasileiro (Carvalho, 2005; Prates e Biancareli, 2009).

Além desta introdução, a segunda seção apresentará a evolução do crédito no Brasil durante o governo Lula, em uma perspectiva histórica, com a finalidade de mostrar que houve mudança estrutural na oferta de crédito, com o aumento da participação dos bancos privados. A terceira seção discute o aumento do crédito à pessoa física, que capitaneou o processo de ampliação da oferta de crédito. A quarta e quinta seções debatem, respectivamente, os possíveis determinantes da elevação de crédito à pessoa física e à jurídica. Por fim, na sexta seção, será abordada a resposta do governo brasileiro à crise econômica internacional no âmbito do crédito.

2 A EVOLUÇÃO DO CRÉDITO

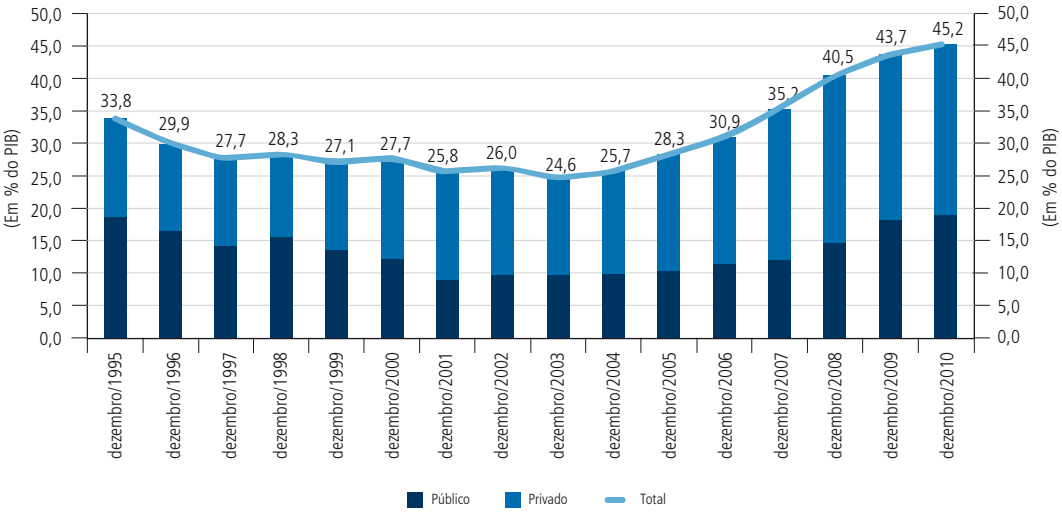
O crédito no Brasil passou por expressivas transformações nas últimas duas décadas. Apresentam-se, nesta seção, as mudanças de ordem mais gerais e, posteriormente, será discutido de modo pormenorizado a que se podem atribuir estas transformações.

Na década de 1990, o crédito retrocedeu e, após 2003, foi retomado, apresentando um crescimento expressivo durante o governo Lula (gráfico 1). Após a implantação do Plano Real, diferentes setores foram contemplados com programas de reestruturação, segmentados em três extensos programas, a saber: o Programa de Estímulo à Recuperação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (Proer), o Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (Proes) e o Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais (PROEF). O Proer, entre 1995 e 1997, levou a que alguns grandes bancos como o Nacional, o Bamerindus e o Econômico fossem saneados e colocados à venda. A implementação do Proes implicou a intervenção, a federalização das dívidas e a privatização da maioria dos bancos estaduais durante o Programa de Reestruturação Fiscal e Financeira dos Estados. Por fim, o PROEF permitiu a transferência de ativos com problemas de liquidação para a Empresa Gestora de Ativos (Engea).[1] Esse processo contribuiu para a retração do crédito, que decaiu de 34 pontos percentuais (p.p.) do PIB, em dezembro de 1995, para 26 p.p. do PIB, em dezembro de 2002, e levou a uma queda expressiva da participação dos bancos públicos na oferta de crédito (gráficos 1 e 2 e Lundberg, 2011).

Quando comparado a outros países, o volume de crédito na economia brasileira era relativamente baixo e, mesmo com o crescimento observado entre 2003 e 2008-2009, manteve-se abaixo de países como China, Chile e Austrália (Sant'Anna, Borça Júnior e Araujo, 2009). Havia espaço para a expansão expressiva do crédito.

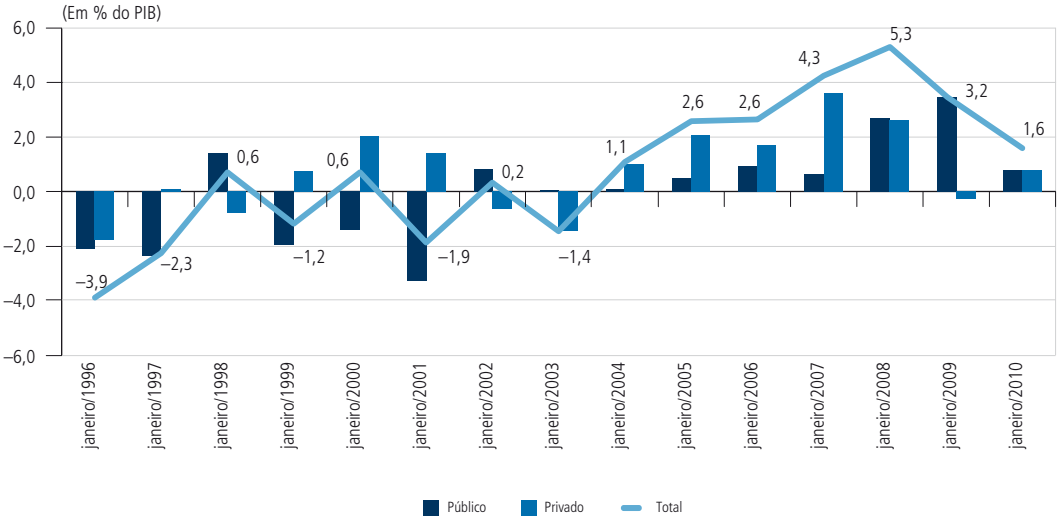
1. Houve contratos de financiamento habitacional com sérios problemas de descasamento entre as prestações pagas e a amortização da dívida, o que originou um elevado passivo no sistema de financiamento habitacional e, consequentemente, afetou a situação financeira da Caixa Econômica Federal (CAIXA). A solução encontrada foi a capitalização desta e a transferência do passivo para a Engea. Este processo absorveu recursos financeiros da ordem de 2,1 p.p. do PIB (Lundberg, 2011).

GRÁFICO 1
Evolução do crédito por controle de capital (1995-2010)



Fonte: Banco Central do Brasil (BCB) – séries temporais.

GRÁFICO 2
Crescimento absoluto do PIB em relação ao ano anterior do crédito público, privado e total (1996-2010)



Fonte: BCB – séries temporais.

O incremento do crédito de 24,6 p.p. do PIB para 45,3 p.p. do PIB (21 p.p. do PIB), entre dezembro de 2003 e dezembro de 2010, esteve distribuído em diferentes segmentos (tabela 1). Segundo a natureza da fonte, os recursos livres aumentaram de 15 p.p. do PIB para 30 p.p. do PIB, entre dezembro de 2003 e dezembro de 2010, enquanto os direcionados[2] subiram de 9,6 p.p. do PIB para 16 p.p. do PIB. O crédito à pessoa física cresceu de 9 p.p. do PIB, em dezembro de 2003, para 21 p.p. do PIB, em dezembro de 2010, enquanto, no mesmo período, os financiamentos para as empresas passaram de 15 p.p. do PIB para 25 p.p. do PIB. Sob o ponto de vista de controle de capital, as instituições públicas retomaram o patamar de dezembro de 1995, enquanto as instituições privadas aumentaram, expressivamente, a concessão de crédito em termos de percentual do PIB (tabelas 1 e 2 e gráficos 1 e 2).

TABELA 1
Evolução do crédito livre direcionado por pessoa física e jurídica no Brasil (dez./2002-dez./2010)
(Em % do PIB)

	Recursos livres			Recursos direcionados			Total		**Crédito total**
	Pessoas físicas	Pessoas jurídicas	Total	Pessoas físicas	Pessoas jurídicas	Total	Pessoas físicas	Pessoas jurídicas	
Dez./2002	6,12	10,13	16,25	3,21	6,55	9,76	9,33	16,68	**26,01**
Dez./2003	5,94	9,10	15,04	3,43	6,14	9,57	9,37	15,24	**24,60**
Dez./2004	7,14	9,24	16,37	3,37	5,94	9,31	10,51	15,18	**25,69**
Dez./2005	8,88	9,92	18,80	3,41	6,06	9,47	12,29	15,98	**28,27**
Dez./2006	10,04	10,99	21,03	3,75	6,14	9,89	13,79	17,12	**30,92**
Dez./2007	11,93	12,90	24,83	4,05	6,29	10,34	15,98	19,18	**35,17**
Dez./2008	13,00	15,73	28,73	4,55	7,19	11,74	17,56	22,92	**40,48**
Dez./2009	14,50	14,96	29,47	5,13	9,07	14,19	19,63	24,03	**43,66**
Dez./2010	14,85	14,75	29,60	5,79	9,86	15,64	20,64	24,61	**45,25**

Fonte: BCB.

2. Esta classificação é adotada pelo BCB. O crédito direcionado emana de fonte preestabelecida de recursos, dirigidos obrigatoriamente para determinado fim, enquanto o crédito livre é oferecido de modo autônomo pelos bancos.

TABELA 2
Evolução do crédito por controle de capital (1995-2010)
(Em % do PIB)

	Público	Privado	**Total**
Dez./1995	18,6	15,2	**33,8**
Dez./1996	16,5	13,4	**29,9**
Dez./1997	14,2	13,5	**27,7**
Dez./1998	15,6	12,7	**28,3**
Dez./1999	13,6	13,5	**27,1**
Dez./2000	12,2	15,5	**27,7**
Dez./2001	8,9	16,9	**25,8**
Dez./2002	9,8	16,3	**26,0**
Dez./2003	9,8	14,8	**24,6**
Dez./2004	9,9	15,8	**25,7**
Dez./2005	10,4	17,9	**28,3**
Dez./2006	11,3	19,6	**30,9**
Dez./2007	12,0	23,2	**35,2**
Dez./2008	14,7	25,8	**40,5**
Dez./2009	18,1	25,5	**43,7**
Dez./2010	18,9	26,3	**45,2**

Fonte: BCB – séries temporais.

A expansão do crédito ocorreu originalmente por intermédio dos recursos livres e foi absorvida tanto pelas pessoas físicas quanto pelas jurídicas, ainda que, inicialmente, a velocidade de crescimento do crédito à pessoa física fosse muito mais intensa. Assim, as pessoas físicas que respondiam por 38% do total do crédito concedido com recursos livres, em dezembro de 2003, já eram responsáveis por 45% do total, em dezembro de 2007. Em 2008, a elevação do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF)[3] e a redução de 30% para 20% do limite de desconto dos aposentados e pensionistas vinculados ao Regime Geral de Previdência Social (RGPS) foram alguns dos fatores que afetaram negativamente a expansão do crédito à pessoa física (Prates e Biancareli, 2009).

Com a aceleração do crescimento da economia e a menor velocidade de expansão do crédito à pessoa física, houve uma intensificação da concessão de empréstimos à pessoa jurídica em 2007-2008. Estes cresceram de 17 p.p. do PIB, em dezembro de 2006, para 23 p.p. do PIB, em dezembro de 2008.

3. Decreto nº 6.339, de 3 de janeiro de 2008.

A falência do Lehman Brothers, em setembro de 2008, explicitou a dimensão da crise econômica internacional e repercutiu sobre a oferta de crédito no Brasil. A partir de então, o governo brasileiro fez uso dos bancos públicos com o objetivo de debelar a possibilidade de uma crise sistêmica de grandes proporções, com o transbordamento da esfera financeira em direção à economia real (conforme explicitado no gráfico 1 e na tabela 2).

Com a finalidade de atenuar a redução do crédito com recursos livres, foram adotadas medidas tributárias e os bancos públicos atuaram comprando carteiras de bancos em dificuldades e suprindo o crédito demandado pelo mercado, na medida em que os bancos privados retraíram a oferta de crédito, em um movimento de aversão ao risco e preferência pela liquidez no caso dos nacionais e, também, no caso dos bancos estrangeiros, de transferência de recursos para a matriz.

Cabe mencionar aqui que os bancos estrangeiros repatriaram recursos da ordem de US$ 56 bilhões (Prates e Biancareli, 2009). Este movimento requereu a redução da carteira de crédito e a liquidação de aplicações financeiras – especialmente certificados de depósitos bancários (CDBs) de instituições de pequeno porte[4] – e implicou a retração da participação dos bancos estrangeiros no sistema financeiro privado brasileiro (conforme se observa na tabela 3).

TABELA 3
Operações de crédito do sistema financeiro (2001-2011)

Período	Distribuição percentual				% do PIB			
	Público	Privado nacional	Privado estrangeiro	**Total**	Público	Privado nacional	Privado estrangeiro	**Total**
2001	35	39	27	**100**	8,9	10,0	6,9	**25,8**
2002	37	37	25	**100**	9,8	9,7	6,5	**26,0**
2003	40	39	21	**100**	9,8	9,5	5,3	**24,6**
2004	39	40	22	**100**	9,9	10,2	5,6	**25,7**
2005	37	41	22	**100**	10,4	11,5	6,3	**28,3**
2006	37	41	22	**100**	11,3	12,8	6,8	**30,9**
2007	34	44	22	**100**	12,0	15,4	7,8	**35,2**
2008	36	43	21	**100**	14,7	17,3	8,5	**40,5**
2009	42	40	18	**100**	18,1	17,5	8,0	**43,7**
2010	42	41	17	**100**	18,9	18,4	7,9	**45,2**
2011	44	39	17	100	21,3	19,2	8,5	49,0

Fonte: BCB.

4. Os bancos de médio porte que haviam realizado operações de *leasing* foram induzidos a colocar CDBs no mercado com elevada rentabilidade e liquidez diária com a finalidade de captar recursos para fazer face aos recolhimentos compulsórios sobre as operações de *leasing* (Prates e Biancareli, 2009). Estes recolhimentos foram determinados pela Circular nº 3.375, de 31 de janeiro de 2008, publicada pelo BCB.

Neste processo, também houve uma expressiva elevação do crédito com recursos direcionados. O crédito, ofertado pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), permitiu ao governo evitar a inadimplência de alguns setores e estimular outros segmentos especialmente relevantes para evitar a retração da atividade econômica. Assim, o BNDES e a CAIXA direcionaram esforços com a finalidade de financiar, respectivamente, o investimento privado e o setor habitacional (Lundberg, 2011). Estes bancos, além do Banco do Brasil (BB), participaram, deste modo, da estratégia do governo central para debelar a crise (tabela 4).

TABELA 4
Evolução do crédito direcionado por categoria no Brasil (dez./2002-dez./2010)

	Recursos direcionados[1]						
	Habitacional	Rural	BNDES			Outros	**Total**
			Direto	Repasse	Total		
Dez./2002	1,53	1,68	3,37	2,95	6,32	0,22	**9,76**
Dez./2003	1,39	2,03	3,11	2,78	5,89	0,25	**9,57**
Dez./2004	1,27	2,10	3,06	2,61	5,67	0,28	**9,31**
Dez./2005	1,31	2,10	3,09	2,69	5,78	0,28	**9,47**
Dez./2006	1,46	2,29	3,03	2,84	5,87	0,27	**9,89**
Dez./2007	1,64	2,41	2,92	3,09	6,01	0,28	**10,34**
Dez./2008	1,97	2,58	3,55	3,35	6,90	0,29	**11,74**
Dez./2009	2,70	2,43	4,88	3,86	8,74	0,33	**14,19**
Dez./2010	3,49	2,30	4,72	4,77	9,49	0,37	**15,64**

Fonte: BCB.

Nota: [1] A soma da pessoa jurídica e da pessoa física nos recursos direcionados não é igual ao total dos recursos direcionados em dezembro de 2011. Optou-se por manter o total dos recursos direcionados, em consonância com as demais tabelas.

Após esta exposição sobre a evolução do crédito no Brasil durante o governo Lula, as próximas seções versarão especificamente sobre o crédito destinado à pessoa física e à jurídica. Buscar-se-á compreender os motivos que levaram à expansão acelerada do crédito, em um contexto de política monetária caracterizada por uma taxa Selic elevada, seja em termos relativos (quando comparada aos demais países), seja em termos absolutos.

3 CRÉDITO À PESSOA FÍSICA

O crédito à pessoa física cresceu de 9 p.p. do PIB, em dezembro de 2002, para 21 p.p. do PIB, em dezembro de 2010, o que levou a um aumento do peso desta categoria de

36% para 46%, no crédito total, durante o governo Lula. Nesta seção, serão expostas as hipóteses sobre os determinantes deste processo.

O aumento do crédito à pessoa física, primeiramente, deu-se por intermédio do crédito livre e se antecipou ao movimento posteriormente também observado no crédito livre concedido à pessoa jurídica (tabela 1). Os dados disponíveis mostram que este processo, iniciado ainda em 2004, foi liderado pelo sistema financeiro privado (gráfico 1 e tabela 2).

A trajetória recente do crédito à pessoa física pode ser atribuída ao comportamento do crédito consignado, ao financiamento de veículos e, em menor medida, a "outros (b)"[5] (conforme evidenciado pela tabela 5). Argumenta-se que mudanças institucionais contribuíram para a decisão do sistema financeiro nacional de expandir a oferta de crédito, com recursos livres, à pessoa física.

O crédito consignado – introduzido, em 2003, pela Lei nº 10.820/2003[6] – possibilitou aos trabalhadores vinculados a determinados sindicatos e aos servidores públicos e aposentados o acesso ao crédito bancário a taxas de juros proporcionalmente mais baixas (que, vale frisar, ainda se mantinham elevadas, em termos absolutos),[7] que já representavam 3,7 p.p. do PIB, em dezembro de 2010 (ou seja, um quarto dos empréstimos livres oferecidos a pessoas físicas), e explicavam o comportamento do crédito pessoal (gráfico 3). Mesmo a eclosão da crise em 2008 não reduziu o ritmo de expansão desta modalidade de crédito (tabela 2 e gráfico 2).

5. Este segmento engloba as vendas à vista no cartão de crédito.

6. Inicialmente, a consignação da folha de pagamento foi regulamentada por meio da Medida Provisória nº 130, de 17 de setembro de 2003, posteriormente convertida na Lei nº 10.820/2003.

7. Os empregados regidos pela Consolidação das Leis do Trabalho (CLT) e os aposentados do Instituto Nacional do Seguro Social (INSS), segundo a lei, "poderão autorizar, de forma irrevogável e irretratável, o desconto em folha de pagamento dos valores referentes ao pagamento de empréstimos, financiamentos e operações de arrendamento mercantil concedidos por instituições financeiras e sociedades de arrendamento mercantil, quando previsto nos respectivos contratos" (Lei nº 10.820/2003).

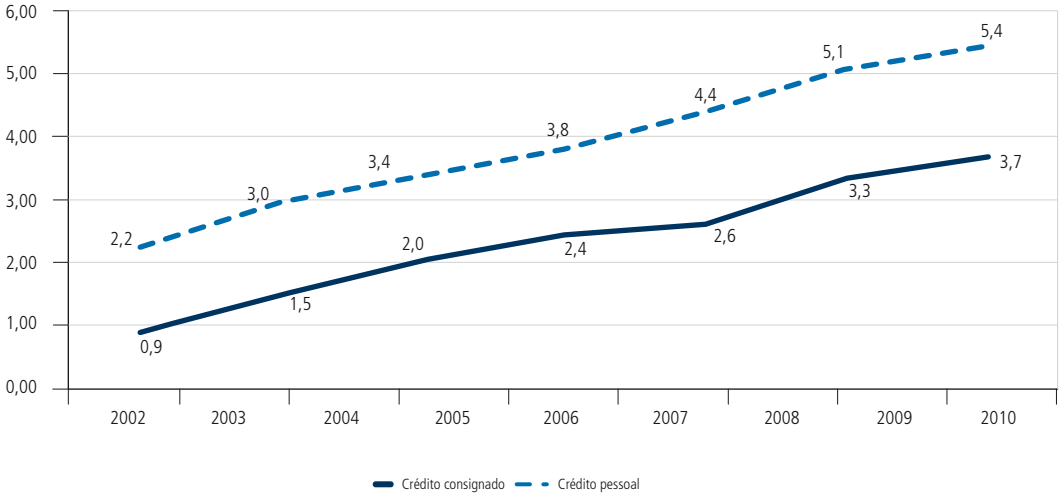
TABELA 5

Evolução do crédito com recursos livres-pessoa física (dez./2002-dez./2010)

	Pessoa física – taxa de juros referencial														
	Cheque especial	Crédito pessoal			Cartão de crédito	Financiamemto imobiliário	Aquisição de bens			Outros	Total	Cooperativas	*Leasing*	Outros	**Total**
		Consignado	Exceto consignado	Total			Veículos	Outros	Total						
2002	0,6	0,0	1,7	1,7	0,3	0,1	1,8	0,3	2,1	0,3	5,2	0,3	0,1	0,6	**6,1**
2003	0,5	0,0	1,8	1,8	0,4	0,1	1,8	0,3	2,1	0,3	5,2	0,3	0,1	0,4	**5,9**
2004	0,5	0,9	1,4	2,2	0,4	0,1	2,0	0,4	2,3	0,3	5,8	0,4	0,2	0,7	**7,1**
2005	0,5	1,5	1,5	3,0	0,5	0,0	2,4	0,5	2,8	0,4	7,2	0,4	0,4	0,9	**8,9**
2006	0,5	2,0	1,3	3,4	0,6	0,1	2,7	0,5	3,1	0,5	8,1	0,4	0,6	0,9	**10,0**
2007	0,5	2,4	1,4	3,8	0,6	0,1	3,1	0,5	3,5	0,5	9,0	0,5	1,1	1,3	**11,9**
2008	0,5	2,6	1,8	4,4	0,7	0,1	2,7	0,4	3,1	0,3	9,2	0,6	1,9	1,4	**13,0**
2009	0,5	3,3	1,7	5,1	0,8	0,1	2,9	0,3	3,2	0,3	10,0	0,7	1,9	1,9	**14,5**
2010	0,4	3,7	1,8	5,4	0,8	0,2	3,7	0,3	4,0	0,2	11,1	0,7	1,2	1,9	**14,9**

Fonte: BCB.

GRÁFICO 3
Evolução do crédito pessoal e do consignado (dez./2004-dez./2010)
(Em % do PIB)

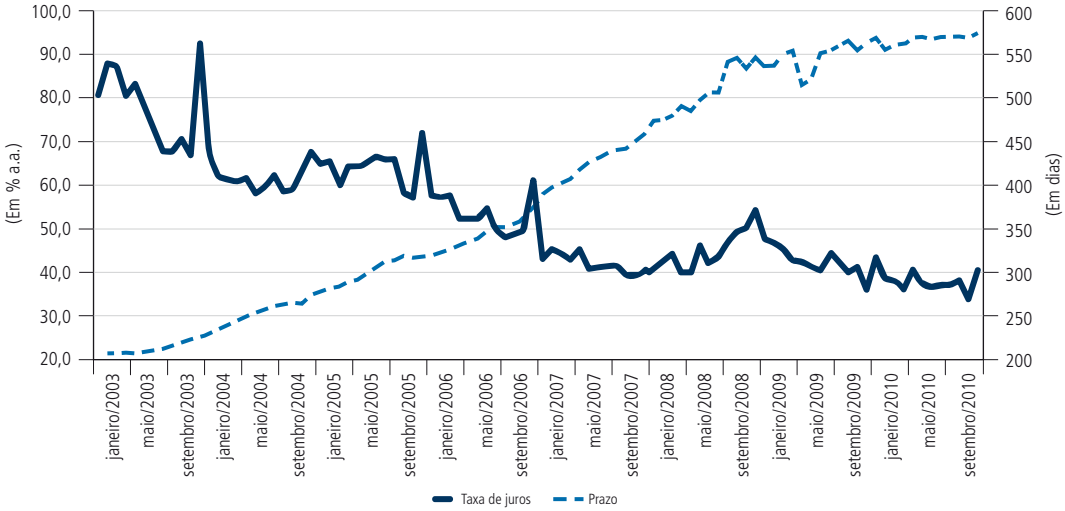


Fonte: BCB – séries temporais.

A introdução do consignado alterou o perfil do crédito pessoal ao repercutir tanto sobre a taxa de juros média ao ano (a.a.) (que descendeu de um patamar de 80% a.a. para aproximadamente 40% a.a),[8] quanto sobre o prazo (com a ampliação do prazo médio de duzentos dias para mais de 550 dias) (gráfico 4). Ou seja, a possibilidade de consignação em folha de pagamento ocasionou a redução do custo dos empréstimos caracterizados como crédito pessoal à pessoa física e, simultaneamente, permitiu um aumento do prazo. Este processo possibilitou uma redução expressiva do valor das prestações e, portanto, do comprometimento da renda dos tomadores de crédito.

8. Ainda que haja diferentes modalidades de crédito pessoal, classificadas de acordo com a natureza dos juros (prefixado, pós-fixado, flutuante e por índice de preços), o crédito pessoal com juros prefixados predominou, entre 2003 e 2010, representando, ao longo deste período, pelo menos 98% do volume total. Portanto, a análise envolvendo prazo e taxa de juros praticada considerará estritamente as transações relativas a juros prefixados.

GRÁFICO 4
Evolução das operações de crédito: crédito pessoal, taxa de juros média a.a. e prazo médio em dias (2003-2010)

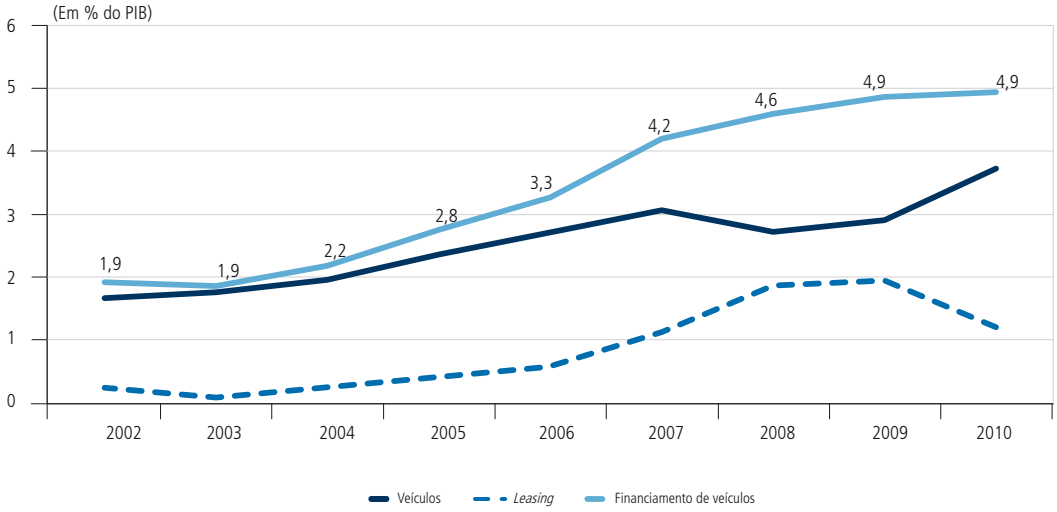


Fonte: BCB.

Além do movimento observado em crédito pessoal, constatou-se também um significativo aumento do crédito a veículos, registrado tanto no financiamento à aquisição quanto no *leasing*; cresceu de 1,9 p.p. do PIB, em dezembro de 2003, para 4,7 p.p. do PIB, em dezembro de 2010 (gráfico 5).

GRÁFICO 5

Evolução do crédito para financiamento de veículos: pessoa física (*leasing*) e aquisição de veículos (dez./2002-dez./2010)

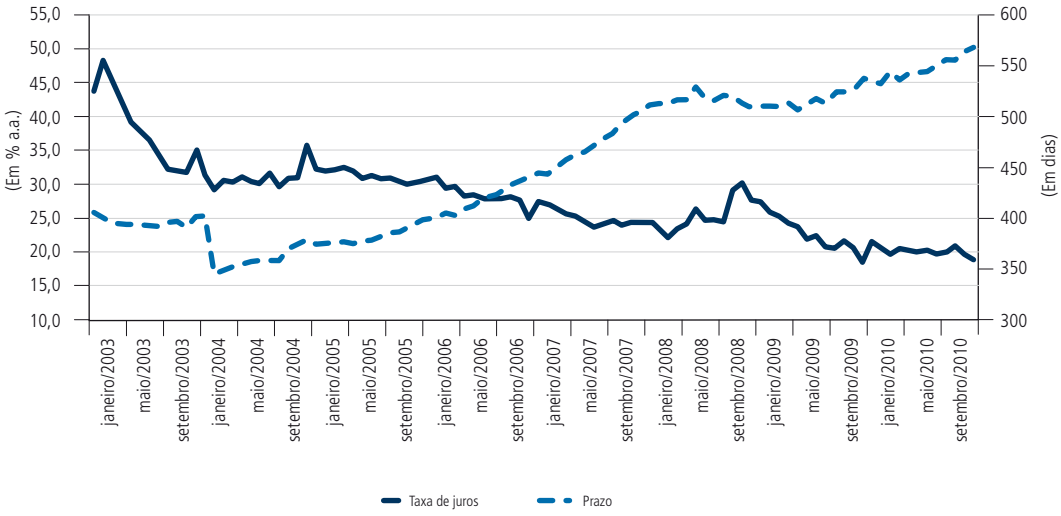


Fonte: BCB – séries temporais.

O aumento da venda de automóveis pode ser compreendido como um movimento similar ao observado no crédito pessoal. Observa-se, também, na modalidade de crédito relativa à taxa de juros referencial para a aquisição de veículos,[9] um aumento do prazo e, concomitantemente, uma redução das taxas de juros praticada (conforme observado no gráfico 6). O prazo médio das operações elevou-se de quatrocentos dias, em janeiro de 2003, para mais de 550 dias, em dezembro de 2010. Paralelamente, houve uma redução da taxa de juros de mais de 40% a.a., em janeiro de 2003, para menos de 20%, em dezembro de 2010.

9. No gráfico sobre volume de crédito para financiamento de veículos, além da aquisição de veículos com taxa referencial, considerou-se o financiamento via arrendamento mercantil. Entretanto, não há dados sobre prazo e taxas de juros para arrendamento mercantil e este representava, em dezembro de 2010, 25% do volume total de crédito para o financiamento de veículos. Optou-se por analisar a evolução das condições de financiamento somente com as informações de aquisição de veículos financiados com taxa de juros referencial (tabela 5 e gráfico 4).

GRÁFICO 6
Evolução das operações de crédito: aquisição de veículos – recursos livres-pessoa física (não inclui *leasing*) (2003-2010)
(Taxa de juros média a.a. e prazo médio em dias)

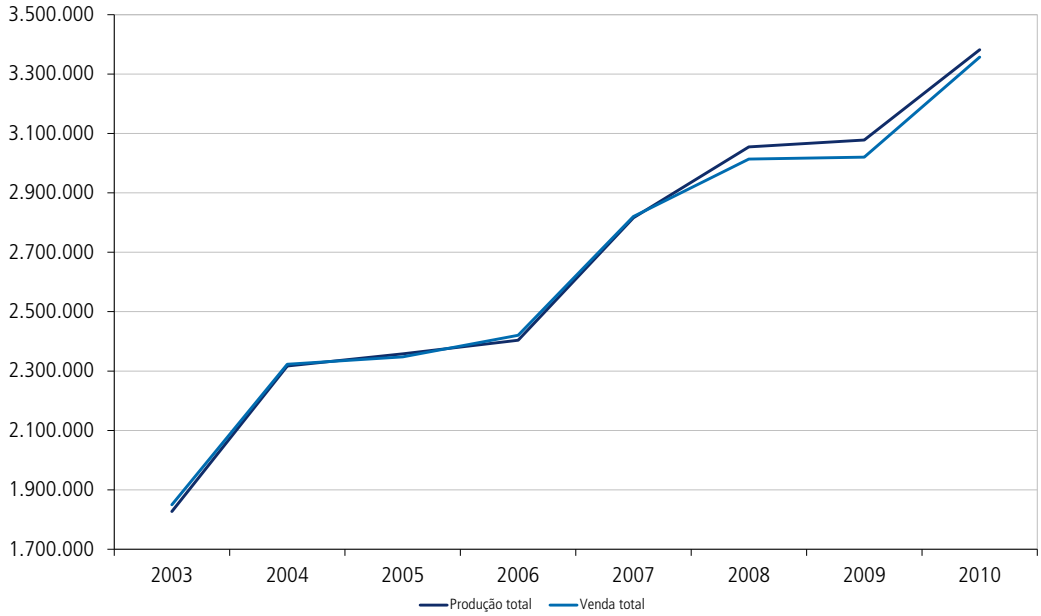


Fonte: BCB – séries temporais.

Paralelamente ao aumento de crédito, ocorreu uma elevação expressiva da produção e da venda de veículos no mercado doméstico, como evidencia o gráfico 7. Assim, pode-se supor que o aumento do crédito à pessoa física e à jurídica, em um contexto macroeconômico favorável, contribuiu para estimular a aquisição de veículos, especialmente a partir de 2004, repercutindo positivamente sobre a produção e venda de automóveis. Desta forma, o financiamento de veículos favoreceu o crescimento da frota doméstica em mais de 19 milhões de veículos somente entre 2004 e 2010 – segundo a Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea).

Mais uma vez, constata-se que este processo qualificou um universo maior de famílias a se candidatar à aquisição de um veículo, com a redução do comprometimento da renda necessário para efetuar a transação. Assim, esta combinação de fatores permitiu que consumidores, alijados do mercado, fossem incorporados.

GRÁFICO 7
Evolução da produção e da venda de veículos no Brasil (2003-2010)



Fonte: Anfavea. Disponível em: <www.bcb.gov.br>.

Argumenta-se que mudanças institucionais, mais especificamente o aprimoramento dos instrumentos de alienação fiduciária, contribuíram para este processo. As novas regras de alienação fiduciária facilitaram a compreensão do aumento do crédito para a venda de automóveis no Brasil. As alterações na legislação afetaram as operações do setor automotivo realizadas tanto no arrendamento mercantil (*leasing*) quanto em operações denominadas, nas estatísticas do Banco Central, "Pessoa física – referencial para taxa de juros – veículos". Segundo Assunção, Silva e Benmelech (2012, p.19): "Empréstimos para a aquisição de veículo podem ser denominados crédito direto ao consumidor ou arrendamento mercantil. Ambos os procedimentos são similares, e o comprador dispõe da posse do veículo somente após ter quitado integralmente o financiamento (tradução nossa)".

Assunção, Silva e Benmelech (2012) concluem que as mudanças nas regras de alienação fiduciária permitiram a expansão do crédito, com menores *spreads* e prazos mais longos. Este processo, segundo os autores, levou a uma democratização maior no acesso aos automóveis, o que foi corroborado pelos dados apresentados nesta seção. Assim, segundo estes autores:

> Nós identificamos evidências de que a reforma do crédito em 2004 simplificou a revenda de carros utilizados como colateral em empréstimos para o financiamento de veículos. Nossa evidência sugere que a mudança legal levou a maiores empréstimos, menores *spreads* e prazos mais longos. Isto levou a uma democratização do crédito, permitindo empréstimos para a população de baixa renda de modo a permitir aquisição de carros novos e mais dispendiosos (Assunção, Silva e Benmelech, 2012, p. 19, tradução nossa).

A análise da evolução do crédito pessoal e para a aquisição de veículos sugere que medidas institucionais desempenharam um papel essencial para o desenvolvimento destes segmentos.

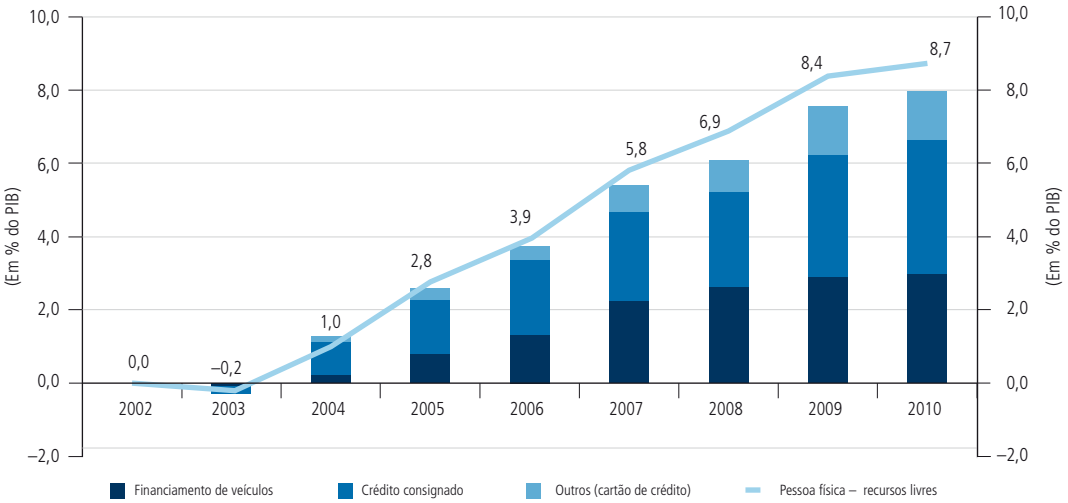
Estas medidas, ao diminuírem o risco para os bancos, contribuíram para a redução das taxas de juros, o alongamento do prazo de financiamento e o aumento do volume financiado. Assim, as operações relativas à pessoa física de curtíssimo e curto prazo, que respondiam por 62,9% do total em janeiro de 2004, caem para 38,1% em dezembro de 2010 em decorrência da mudança do perfil de financiamento. Neste mesmo período, as operações de longo prazo sobem de 13,2% para 22,0% do total.[10]

Ademais, o aumento do crédito concedido à pessoa física com recursos livres, de 6,1 p.p. do PIB, em dezembro de 2002, para 14,9 p.p. do PIB, em dezembro de 2010, pode ser atribuído, em grande medida, ao crédito consignado, ao financiamento de veículos e à venda à vista por meio de cartão de crédito (outros).[11] Estes três segmentos explicam o incremento de 8,2 p.p. do PIB de um total de 8,7 p.p. do PIB. O gráfico 8 mostra a contribuição destas modalidades de crédito ao crescimento do crédito à pessoa física com recursos livres.

10. Segundo definição do BCB, entende-se como: *i)* curtíssimo prazo: até 180 dias; *ii)* curto prazo: de 181 a 360 dias; *iii)* médio prazo: de 361 a 1.088 dias; e *iv)* longo prazo: acima de 1.088 dias (BCB, 2012).

11. O crédito com cartão de crédito em termos da taxa de juros referencial relativo à pessoa física se refere ao crédito rotativo e parcelado.

GRÁFICO 8
Contribuição ao crescimento do crédito em termos de percentual do PIB
(Base: dezembro de 2002)



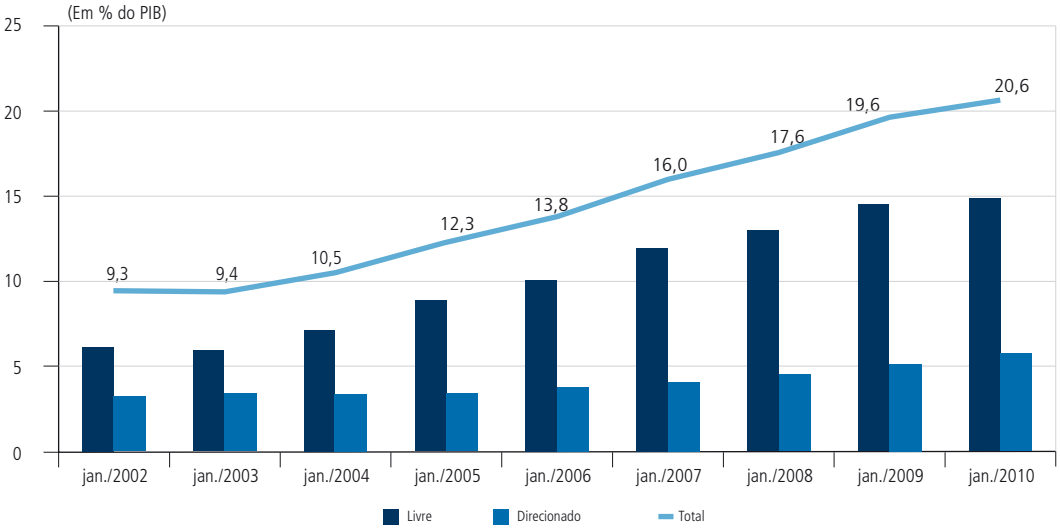
Fonte: BCB – séries temporais.

Não obstante o crescimento mais acentuado do crédito com recursos livres durante o governo Lula, o crédito direcionado, composto pelo crédito rural e pelo habitacional,[12] aumentou 2,6 p.p. do PIB, entre dezembro de 2002 e dezembro de 2010, tendo se expandido significativamente após 2008 (gráficos 9, 10 e 11). Resta identificar como se deu este crescimento.

12. Os dados do BCB referentes ao crédito direcionado à pessoa física relacionam-se ao crédito rural e ao habitacional. Entretanto, nem todo o crédito rural é destinado à pessoa física. Como não era possível desagregar pessoa física de jurídica, o BCB decidiu alocar todo o financiamento rural em pessoa física, ainda que reconheça que uma parcela seja destinada à pessoa jurídica. Manteve-se a mesma estrutura proposta pelo BCB na apresentação dos dados referentes a crédito.

GRÁFICO 9

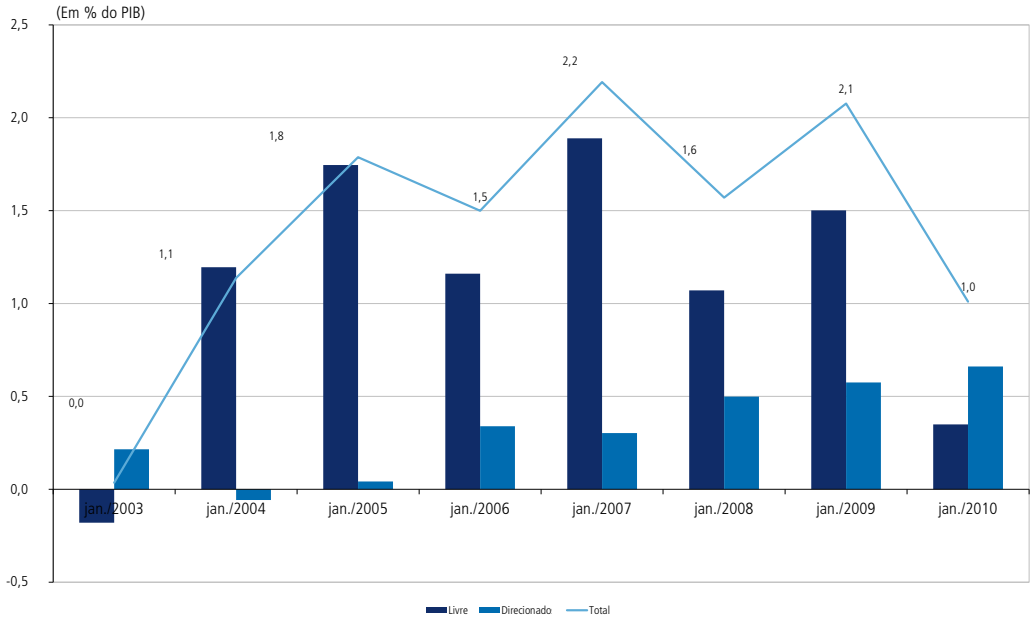
Evolução do crédito livre e direcionado à pessoa física (dez./2002-dez./2010)



Fonte: BCB – séries temporais.

GRÁFICO 10

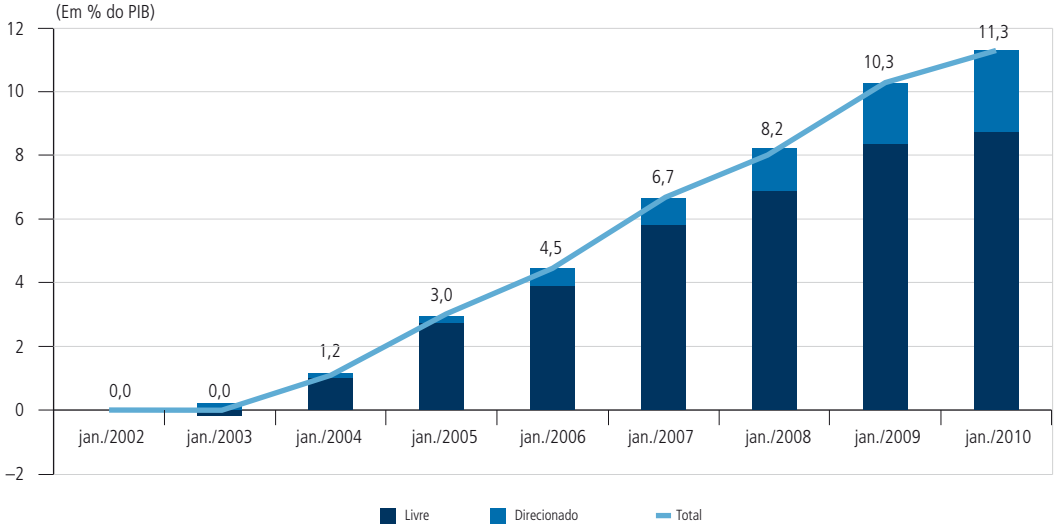
Crescimento em relação ao ano anterior do crédito à pessoa física com recursos livres, direcionados e total em termos de percentual do PIB (dez./2003-dez./2010)



Fonte: BCB – séries temporais.

GRÁFICO 11

Contribuição do crédito com recursos livres e direcionados ao crédito à pessoa física acumulado no período desde 2002-2003 a 2010



Fonte: BCB – séries temporais.

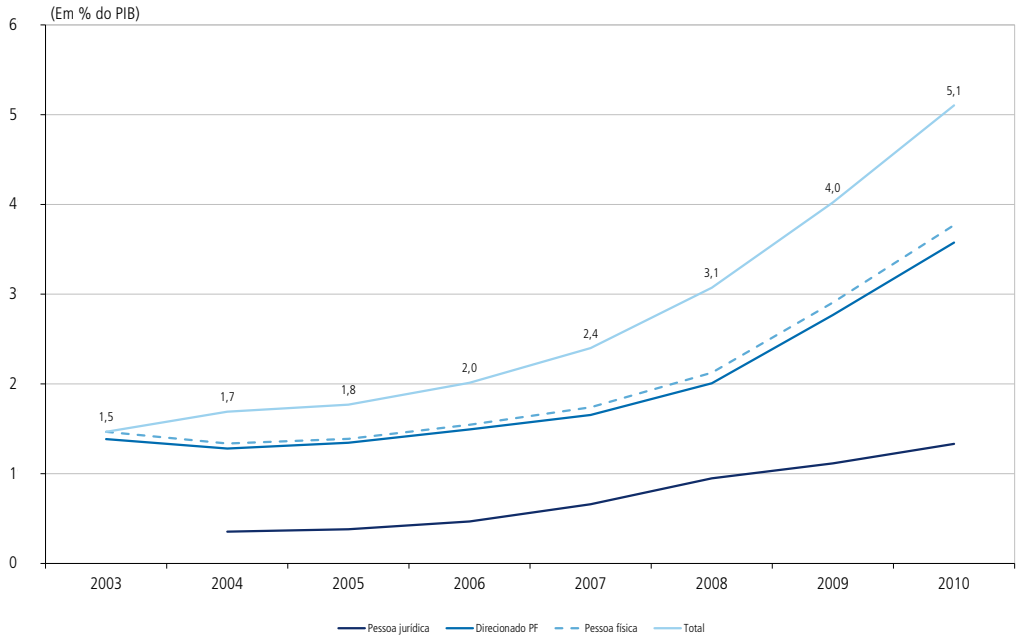
O crédito rural no Brasil dispõe como fonte de recursos 25% do recolhimento obrigatório previsto para os depósitos à vista e, durante o governo Lula, absorveu recursos da ordem de 2,0 p.p. do PIB.[13] Segundo Freitas e Aguiar (2009),

> (...) no Brasil, a legislação determina que os bancos apliquem 25% dos recursos de recolhimento obrigatório (exigibilidades sobre depósito à vista) ao crédito rural. Desse total, pelo menos 28% dos recursos devem ser aplicados em operações de crédito rural cujo valor não ultrapasse os R$ 130 mil; e no mínimo 8% devem ser mantidos aplicados em operações vinculadas ao PRONAF (Programa Nacional de Fortalecimento da Agricultura Familiar).

Enquanto o crédito direcionado ao setor rural manteve-se relativamente estável entre 2004 e 2010, o habitacional cresceu expressivamente a partir de 2007-2008 em termos de p.p. do PIB e explica o aumento do crédito direcionado à pessoa física, no segundo mandato do governo Lula (gráfico 12).

13. Em outubro de 2008, com a finalidade de evitar o empoçamento da liquidez, o governo brasileiro elevou a exigibilidade de aplicação de 25% para 30% do recolhimento compulsório sobre os depósitos à vista (Freitas e Aguiar, 2009).

GRÁFICO 12
Evolução do crédito imobiliário no Brasil (dez./2003-dez./2010)



Fonte: BCB – séries temporais.

Em decorrência da crescente importância do crédito habitacional, é relevante explicar, em linhas gerais, a estrutura do financiamento imobiliário no Brasil. O crédito imobiliário atualmente conta com três distintas linhas de financiamento. A primeira, constituída pelo Sistema Nacional de Habitação de Interesse Social (SNHIS) e subsidiada pelo governo, destina-se à população de baixa renda. A segunda linha de financiamento, no âmbito do Sistema Financeiro de Habitação (SFH), utiliza, primordialmente, recursos da poupança e do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS). Este está sujeito a regras, tais como limite máximo do valor do imóvel e percentual financiado. Por fim, as regras do Sistema Financeiro Imobiliário (SFI) regem as operações superiores àquelas permitidas pelo SFH.[14]

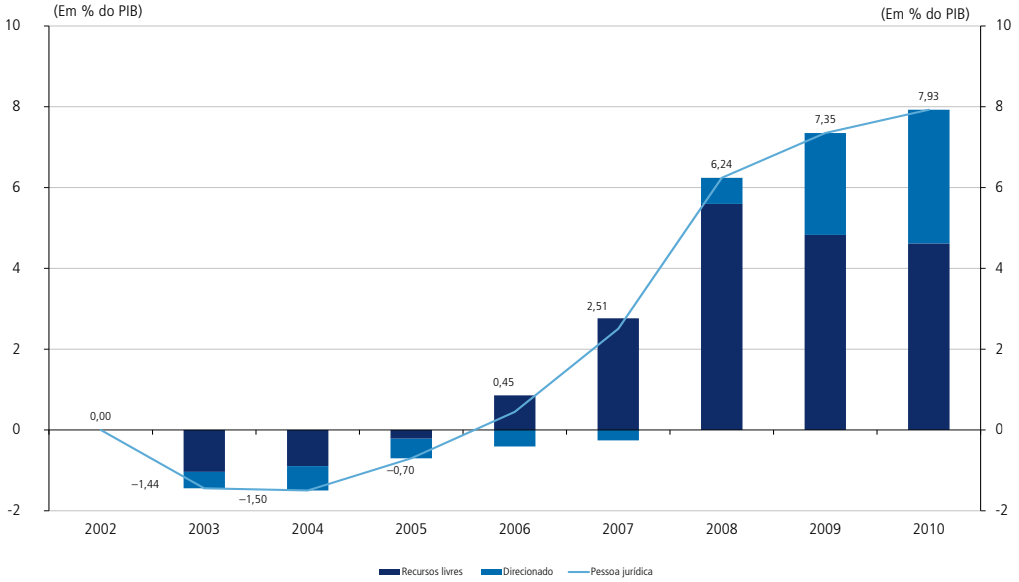
Conforme se observa no gráfico 13 e na tabela 6, a concessão de crédito imobiliário elevou-se significativamente no governo Lula. Em 2003, ainda não havia informações disponíveis para a pessoa jurídica, mas se identifica claramente uma elevação persistente entre 2004 e 2006. A partir de 2007, a expansão do crédito assume um ritmo mais

14. Cabe diferenciar aqui crédito imobiliário e habitacional. O primeiro abarca todas as operações com bens imóveis, seja destinada à moradia ou não. Já a definição de habitacional circunscreve-se à habitação.

intenso. Deste modo, em 2010, o crédito em percentual do PIB era três vezes maior do que aquele observado em 2003.

GRÁFICO 13

Contribuição do crédito com recursos livres e direcionados ao crédito à pessoa jurídica acumulado no período desde 2002-2003 a 2010



Fonte: BCB – séries temporais.

TABELA 6

Operações de crédito do sistema financeiro: setor imobiliário e habitacional (2002-2010)

(Em % do PIB)

Mês	Pessoa jurídica[1]					Pessoa física			**Total**
	Incorporação de imóveis	Construção de imóveis	Construção – outros	Administração de imóveis	Total	Direcionados	Referencial para taxa de juros	Total	
Dez./2002						1,51	0,12	1,63	**1,63**
Dez./2003						1,39	0,08	1,47	**1,47**
Dez./2004	0,10	0,16	0,03	0,07	0,35	1,28	0,06	1,34	**1,69**
Dez./2005	0,11	0,17	0,04	0,06	0,38	1,34	0,04	1,39	**1,77**
Dez./2006	0,14	0,21	0,06	0,07	0,47	1,49	0,05	1,54	**2,01**
Dez./2007	0,21	0,26	0,07	0,12	0,66	1,65	0,09	1,74	**2,40**
Dez./2008	0,40	0,33	0,08	0,14	0,95	2,01	0,12	2,12	**3,07**
Dez./2009	0,49	0,38	0,08	0,16	1,11	2,77	0,14	2,91	**4,02**
Dez./2010	0,56	0,47	0,10	0,20	1,33	3,58	0,20	3,77	**5,10**

Fonte: BCB.

Nota: [1] Os dados para pessoa jurídica estão disponíveis somente a partir de janeiro de 2004.

Constata-se, também, que, no financiamento imobiliário destinado às pessoas físicas, prevalecia o crédito direcionado por meio do SFH e do SNHIS. Ou seja, preponderavam os recursos associados ao crédito direcionado (tabela 6).

As mudanças na alienação fiduciária também afetaram positivamente o mercado imobiliário, na medida em que reduziu os riscos envolvidos nestas operações. Segundo Cagnin (2012, p. 20):

> (...) foi introduzida, em 1997, a alienação fiduciária que, *grosso modo*, separa os ativos que funcionam como lastro das operações com CRI do patrimônio de seus emissores, aumentando a segurança dos investimentos nesses instrumentos. Em 2001, a Medida Provisória n. 2.221 (incorporada na Lei n. 10.931 de 2004) reforçou novamente a segurança jurídica das operações do sistema ao instituir o patrimônio de afetação, prevendo, assim, a separação dos recursos captados para o financiamento de um determinado projeto imobiliário do patrimônio da incorporadora responsável.

A redução dos riscos, implícitos na nova lei de alienação fiduciária, contribuiu para o aumento do crédito habitacional. Assim,

> Fatores de ordem regulamentar parecem, entretanto, ter ocupado um papel central para a evolução do financiamento habitacional. (...) Alterações na regulamentação, como a criação da figura jurídica da alienação fiduciária (Leis n. 9.514/1997 e 10.406/2002), que conserva o imóvel financiado sob propriedade do credor até a liquidação do financiamento, também ocasionaram maior segurança jurídica e reduziram o custo de execução hipotecária. Em 2006,[15] a Lei n. 10.931 (...) definiu a obrigatoriedade de pagamento do principal durante ações judiciais de contestação de juros e outros encargos cobrados nesse tipo de financiamento (Cagnin, 2012, p. 23-24).

Concomitantemente, o cenário macroeconômico, com o aumento do emprego e da renda, contribuiu para criar um espaço favorável ao aumento do crédito, tendo em vista que um maior universo da população se qualificou para obter financiamento habitacional.

Ademais, a política macroeconômica do governo Lula para lidar com o aprofundamento da crise em 2008 levou ao uso dos bancos públicos e à expansão do crédito direcionado à pessoa física. Portanto, além das mudanças institucionais e do

15. A Lei nº 10.931 é de 2 de agosto de 2004.

ambiente macroeconômico favorável, a atuação do governo também explica o crescimento acelerado do crédito imobiliário, especialmente após 2008.

Paralelamente a essa expansão, observou-se o aumento dos preços dos imóveis. Portanto, a expansão do crédito habitacional reflete o aumento de transações, mas também a majoração do preço das unidades – especialmente no Rio de Janeiro e São Paulo, que, entre janeiro de 2008 e dezembro de 2010, cresceram, em média, respectivamente, 89% e 76% segundo o Índice Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (Fipe)/ZAP imóveis.

A possibilidade de consignar a folha de pagamento e as mudanças na legislação sobre alienação fiduciária criaram as condições necessárias para a expansão da oferta de crédito à pessoa física no Brasil. O cenário macroeconômico favorável, com o aumento do emprego e da renda, por sua vez, tornou um percentual expressivo da população qualificada para se candidatar ao crédito.

O crescimento do crédito à pessoa física permitiu a amplificação da capacidade de gasto e, consequentemente, tornou acessível o consumo de bens duráveis, assim como a aquisição de imóveis, por parcela da população até então alijada, com implicações sobre o bem-estar da sociedade e sobre a qualidade de vida.

Em suma, em termos macroeconômicos, as mudanças na legislação e a decisão do governo de utilizar bancos públicos federais de modo anticíclico oxigenaram um mercado ávido por crédito e criaram espaço adicional para a trajetória de crescimento da economia, puxada pela demanda agregada.

4 CRÉDITO À PESSOA JURÍDICA

O crédito à pessoa jurídica manteve-se estável, entre 2002 e 2005 (conforme tabela 1). A oferta de crédito no Brasil sempre concorreu com a aplicação em títulos do governo. Neste cenário, o financiamento das empresas ocorria preponderantemente via BNDES e por autofinanciamento (Torres Filho, Borça Júnior e Nascimento, 2008). Entretanto, a capacidade de financiamento do BNDES até 2008 crescia aproximadamente a 6% a.a. (Sant'Anna, 2008) e, em face do novo ciclo de crescimento, o banco de desenvolvimento encontrava dificuldades em acompanhar a demanda.

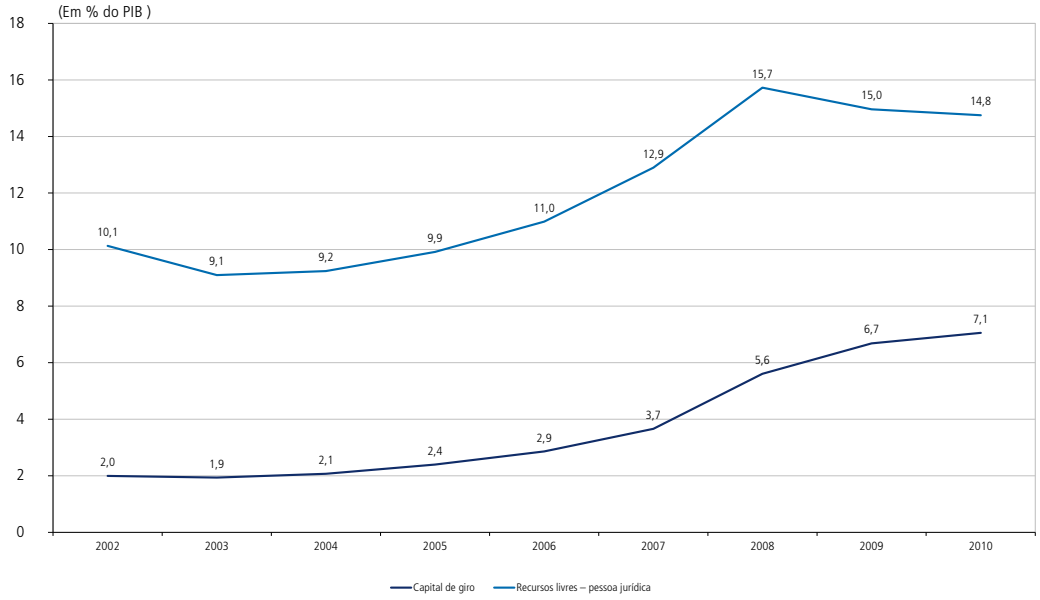
Neste contexto, a expansão do crédito, inicialmente, deu-se no âmbito da pessoa física, sendo, somente em 2006, acompanhado pela pessoa jurídica. E, tal como

na pessoa física, inicialmente houve um aumento do crédito com recursos livres. Este representava 90% da expansão do crédito observada entre dezembro de 2002 e dezembro de 2008 como visto no gráfico 13. Neste processo, os bancos privados desempenharam um papel relevante.

O crescimento observado no crédito com recursos livres (da ordem de 5 p.p. do PIB, no governo Lula) é explicado, em linhas gerais, pelas operações para o financiamento do capital de giro – que sobem de 2 p.p. do PIB, em dezembro de 2002, para 7 p.p. do PIB, em dezembro de 2010 (gráfico 14 e tabela 7).

O crédito para financiamento de capital de giro concentra-se nas modalidades de taxa de juros flutuante e prefixado, responsáveis, respectivamente, por 53,0% e 42,6% do crédito desta categoria em 2010.[16] Cabe ressaltar aqui que, durante o governo Lula, esta proporção manteve-se relativamente estável.[17]

GRÁFICO 14
Evolução do crédito com recursos livres à pessoa jurídica e do financiamento do capital de giro (dez./2003-dez./2010)



Fonte: BCB – séries temporais.

16. Ainda há operações de crédito vinculadas a taxas pós-fixadas e a índices de preços, mas estas representam conjuntamente não mais que 5% do total entre 2003 e 2010.

17. Por exemplo, em janeiro de 2003, o crédito com juros flutuantes representava 56,5% do total, enquanto o prefixado respondia por 40% da modalidade.

TABELA 7

Evolução do crédito com recursos livres-pessoa jurídica (dez./2002-dez./2010)

(Em % do PIB)

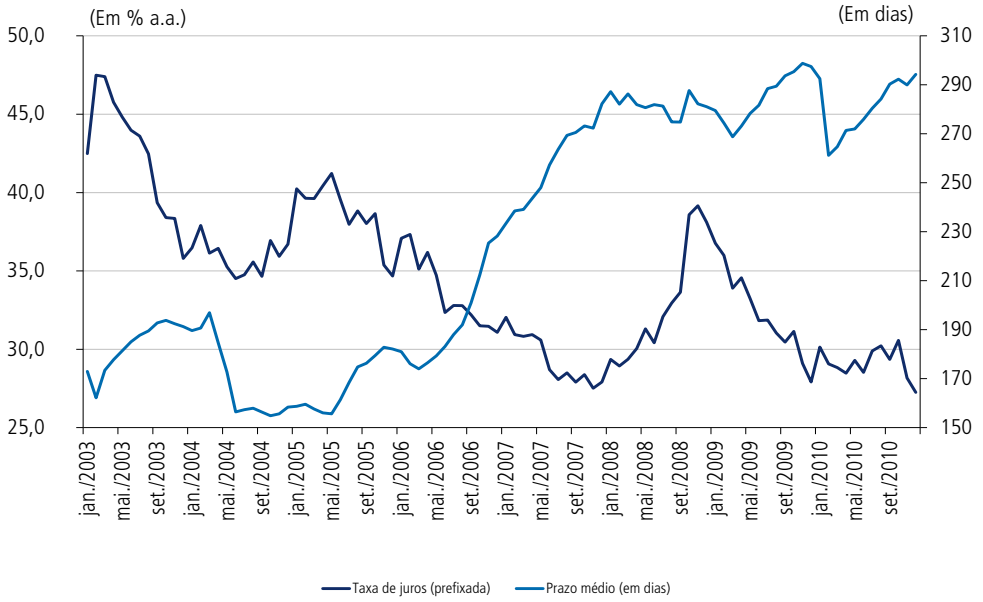
Data	Crédito referencial para a taxa de Juros – doméstico e externo								*Leasing*	Rural	Outros	**Total**
	Capital de giro	Financiamento imobiliário	Aquisição de bens	Adiantamento sobre contrato de câmbio (ACC)	Repasses externos	Outras operações – pessoa jurídica	Outros[1]	Total				
2002	1,99	0,05	0,29	1,69	1,35	0,64	2,40	9,22	0,53	0,05	0,33	**10,13**
2003	1,94	0,03	0,28	1,52	0,82	0,70	2,25	8,01	0,42	0,05	0,62	**9,10**
2004	2,07	0,02	0,41	1,24	0,71	0,87	2,40	8,14	0,46	0,08	0,56	**9,24**
2005	2,40	0,03	0,52	1,11	0,75	1,06	2,39	8,64	0,60	0,10	0,59	**9,92**
2006	2,86	0,03	0,57	1,06	0,80	1,15	2,35	9,18	0,87	0,06	0,87	**10,99**
2007	3,66	0,04	0,67	1,16	0,94	1,27	2,43	10,65	1,31	0,07	0,86	**12,90**
2008	5,61	0,06	0,52	1,43	0,94	1,28	2,45	12,91	1,82	0,12	0,87	**15,73**
2009	6,68	0,07	0,47	0,93	0,37	1,14	2,22	12,28	1,52	0,12	1,04	**14,96**
2010	7,06	0,10	0,50	0,78	0,21	1,16	2,16	12,27	1,10	0,08	1,30	**14,75**

Fonte: BCB.

Nota: [1] Foram incluídos em outras operações caracterizadas como *hot money*, desconto de duplicatas, descontos de notas promissórias, conta garantida, *vendor*, *export notes*, financiamento às importações. Estas rubricas são pouco significativas e permaneceram estáveis durante o governo Lula.

Os gráficos 15 e 16 mostram que as taxas de juros incidentes sobre as operações de crédito para o financiamento do capital de giro foram reduzidas, entre 2003 e 2010, tanto para operações negociadas com taxas de juros prefixados quanto com taxas de juros flutuantes. Paralelamente, constata-se também o aumento do prazo nas operações em ambos os casos. Ou seja, observa-se uma melhora nas condições de financiamento.

GRÁFICO 15
Evolução das operações de crédito: capital de giro, taxa de juros prefixada média (em % a.a.) e prazo médio (em dias) (2003-2010)



Fonte: BCB – séries temporais.

GRÁFICO 16

Evolução das operações de crédito: capital de giro, taxa de juros flutuante média (em % a.a.) e prazo médio (em dias) (2003-2010)

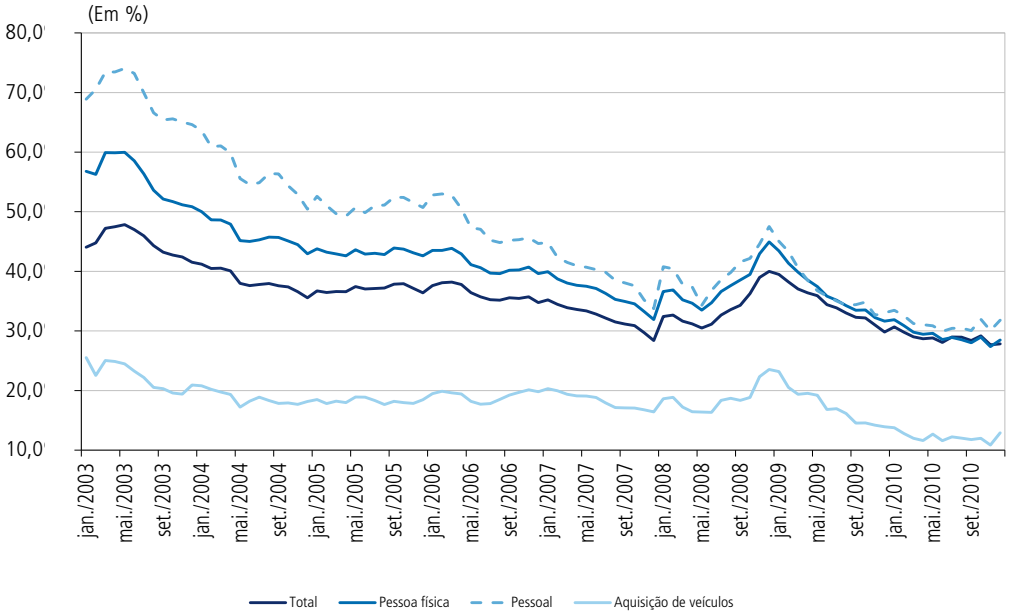
Fonte: BCB – séries temporais.

Entretanto, esta melhora nas condições de financiamento não é tão linear e inequívoca quanto à observada no crédito pessoal e no crédito para o financiamento de veículos. Não obstante, houve uma acentuada redução da taxa de juros e aumento do prazo em 2003 e este não coincidiu com o aumento expressivo do crédito (que, efetivamente, ocorreu após 2006). Cabe levantar aqui a hipótese de que as oscilações na taxa de juros incidente sobre as operações para financiamento do capital de giro estavam associadas à política monetária do governo e não a um movimento de redução estrutural da taxa de juros (como parece que ocorreu em alguns segmentos do crédito à pessoa física). Portanto, os gráficos 15 e 16 não elucidam a questão original, ou seja, os motivos que levaram o sistema financeiro privado a aumentar a oferta de crédito à pessoa jurídica, especificamente sob a forma de capital de giro.

Será analisada a evolução do *spread* das principais modalidades de crédito com recursos livres destinados à pessoa física (ou seja, crédito pessoal e veículos) e à pessoa jurídica. Diferença entre a taxa de aplicação e a taxa de captação, o *spread* poderia justificar o aumento da oferta de crédito.

O *spread* nas operações de capital de giro com taxas prefixadas, ainda que inferiores às do crédito pessoal, era próximo ao de financiamento de veículo até o final de 2008. Já o *spread* das operações de crédito para o financiamento de capital de giro com taxas flutuantes é inferior ao de todas as demais. Ambas permaneceram relativamente estáveis ao longo do tempo, diferentemente dos segmentos de crédito de pessoa física já mencionados. Portanto, o *spread* das operações de crédito referentes ao capital de giro não necessariamente era o motivo pelo qual esta modalidade não acompanhou a expansão do crédito observada no crédito pessoal e no financiamento de veículos e, tampouco, porque cresceu de modo significativo, posteriormente. Ou seja, o *spread* não justifica nem o fato de a expansão do crédito à pessoa física anteceder à pessoa jurídica, nem o posterior crescimento do crédito à pessoa jurídica na modalidade de crédito "capital de giro"(gráficos 17 e 18).

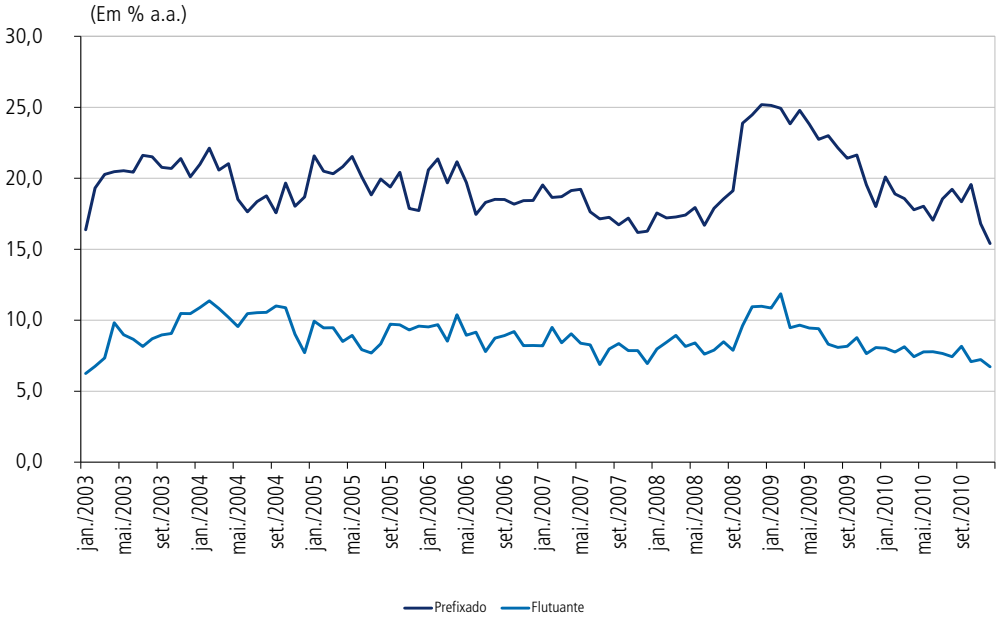
GRÁFICO 17
Evolução do *spread* das operações de crédito total, à pessoa física (total), pessoal e aquisição de veículos com taxas de juros prefixadas (2003-2010)



Fonte: BCB – séries temporais.

GRÁFICO 18

Evolução do *spread* das operações de financiamento de capital de giro com taxas de juros flutuantes e prefixadas (2003-2010)



Fonte: BCB – séries temporais.

Nesta direção, constata-se inicialmente certa resistência dos bancos a diversificar o portfólio de ativos em direção à pessoa jurídica, mesmo em um contexto de retorno consistente com outras modalidades de crédito e, posteriormente, uma mudança no comportamento do sistema financeiro.

Resta compreender o que ocorreu e explicar o aumento do crédito à pessoa jurídica. Argumenta-se que mudanças institucionais, como a aprovação da Lei de Falências, e a introdução de inovações financeiras, com operações de crédito para o financiamento de capital de giro atreladas a derivativos cambiais, reduziram o risco do emprestador e, em um contexto de expansão da economia, portanto, de ampliação da demanda por crédito, levando ao aumento das operações de crédito.

A antiga Lei de Falências (Decreto-Lei nº 7.661, de 21 de junho de 1945*)* priorizava o pagamento das dívidas trabalhistas e fiscais, sendo as demais dívidas relegadas a um terceiro plano. Portanto, o direito dos credores não era protegido. Além disso, a lei anterior, cujo núcleo foi aprovado em 1945, era incapaz de impedir a falência de empresas

economicamente viáveis, além de suscitar problemas na sucessão, que desvalorizavam a massa falida em termos de preços de mercado (Araujo e Funchal, 2009).

A nova Lei de Falências (Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005) busca equacionar estes problemas. O crédito trabalhista passa a se limitar a 150 salários mínimos (SMs), o crédito segurado[18] se sobrepõe ao crédito fiscal, e o não segurado, a algumas categorias de crédito fiscal. Estas medidas reduzem diretamente o risco do credor em caso de falências, enquanto os demais dispositivos estabelecem um ambiente propenso à recuperação de empresas viáveis economicamente (o que, em última instância, favorece os credores).

Deste modo, Araujo e Funchal (2009) concluem que, não obstante o *spread* médio das operações de crédito não tenha se reduzido, o volume de crédito cresceu expressivamente como resultado da implantação da nova Lei de Falências. Assim, estes autores afirmam que:

> Apesar da propagação dos efeitos da lei de falências sobre o mercado de crédito ser lenta, ela já começa a ser observada. Estima-se uma expansão do mercado de crédito a pessoas jurídicas devido à implementação da nova lei de falências, principalmente para os setores comercial, rural e de serviços. Apesar de tal expansão do mercado de crédito, não ficou evidente o efeito de uma redução nas taxas de juros médias cobradas às pessoas jurídicas, como era esperado de acordo com o modelo teórico. (Araujo e Funchal, 2009, p. 211).

Além da Lei de Falências, outro fator parece ter contribuído para o aumento de crédito à pessoa jurídica. Desde 2005-2006 empresas de diferentes portes defrontavam-se com a necessidade de ampliar a oferta em um contexto de crescente demanda interna. O BNDES, por exemplo, uma fonte tradicional de crédito à indústria, manteve seus desembolsos estáveis no período (Sant'Ana, 2008). Neste cenário, tanto as grandes companhias (mesmo dispondo de capacidade de financiamento junto ao exterior),[19] quanto as médias e pequenas empresas obtiveram financiamento pelo sistema financeiro doméstico (Prates e Biancareli, 2009).

18. Segundo definição de Araujo e Funchal (2006) créditos segurados são aqueles que dispõem de colateral.

19. A despeito de gradativamente ter se observado uma diminuição das fontes de financiamento externas entre 2007 e 2008. Com o agravamento da crise em setembro de 2008, estas fontes retraíram-se.

Os empréstimos à pessoa jurídica ativaram-se particularmente em 2007-2008. Já se vislumbravam, neste momento, os desequilíbrios na economia americana. Neste contexto, os bancos estrangeiros introduziram uma inovação financeira, prontamente mimetizada pelos bancos nacionais, com a finalidade de minimizar os riscos em um cenário de crescente incerteza (Prates e Biancareli, 2009). Esta inovação foi uma resposta do sistema financeiro a uma conjuntura macroeconômica caracterizada, por um lado, pela deterioração dos indicadores macroeconômicos na cena externa e, por outro, por câmbio depreciado, juros elevados, e crescimento econômico (e aumento da demanda por crédito) internamente (Prates e Biancareli, 2009). Neste contexto, os bancos atrelaram operações de crédito a derivativos cambiais.

Este processo coincidiu com o aumento das operações com derivativos cambiais no Balcão Organizado de Ativos e Derivativos (CETIP). A tabela 8 mostra que o mercado de derivativos cambiais no âmbito da CETIP[20] registrava um movimento da ordem de US$ 95 bilhões, em outubro de 2008. Como liquidações em mercados de balcão implicam, regularmente, a efetuação de uma operação idêntica à original, mas com os "sinais trocados", estas operações são contabilizadas duas vezes, uma referente à posição original e outra à sua liquidação adiantada, até o vencimento. Isto torna mais difícil definir o saldo destas operações com exatidão. Segundo estimativas de Mesquita e Toros (2010), a exposição a derivativos oficialmente registrados seria próxima a US$ 37 bilhões quando eclode a crise em 2008, o que supera em muito os valores atribuídos às grandes empresas que especulavam no mercado financeiro com derivativos cambiais – aproximadamente US$ 5 bilhões (Farhi e Borghi, 2009).

Os derivativos cambiais foram empregados em transações de naturezas distintas e com fins diversos. Empresas produtivas não financeiras atuaram especulativamente com o objetivo de complementar suas receitas com ganhos no mercado financeiro; agentes econômicos com negócios em divisas o utilizaram como *hedge* e também se revelou como um instrumento usado para reduzir os custos dos empréstimos de empresas junto a bancos.

20. A CETIP foi instituída em 1984 pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), e começou a operar efetivamente em 1986, com a finalidade de integrar o mercado financeiro e de ser um ambiente de registro, negociação e liquidação de ativos, títulos públicos e privados de renda fixa e derivativos de balcão.

TABELA 8
Contrato a termo de moeda sem entrega física: estoque – dólar dos Estados Unidos – mercado – cliente

Data	Contratos – volume financeiro (US$)
30/3/2005	11.920.546.922,39
30/6/2005	11.474.767.753,79
30/9/2005	12.906.739.323,58
30/12/2005	20.132.756.958,96
31/3/2006	23.474.088.026,69
30/6/2006	28.776.493.602,94
29/9/2006	32.176.836.912,64
29/12/2006	30.076.180.458,56
30/3/2007	30.020.028.968,60
29/6/2007	37.509.893.619,81
28/9/2007	42.983.701.780,35
28/12/2007	48.944.903.336,69
31/3/2008	57.392.717.048,35
30/6/2008	54.072.843.514,46
30/9/2008	86.132.477.590,63
29/10/2008	94.715.855.151,75

Fonte: CETIP extraído de Farhi e Borghi (2009, p. 175).

As empresas brasileiras, especialmente exportadoras, realizaram contratos de derivativos de balcão, tanto no mercado interno quanto no exterior. Estes contratos de altíssimo risco asseguravam ganhos se a taxa de câmbio se circunscrevesse a uma determinada faixa. Caso isto não ocorresse, as perdas seriam expressivas, pois os contratos eram assimétricos.[21] Este mecanismo assegurava ganhos de natureza especulativa e compensava, em alguma medida, a perda de competitividade em que estas empresas estavam incorrendo em decorrência da apreciação do real em relação ao dólar.

Além disso, alguns bancos, em linhas gerais, passaram a oferecer operações de crédito condicionadas a derivativos cambiais a empresas de diferentes portes (muitas vezes a natureza da operação não era especificada aos tomadores). Estas operações calcavam-se em uma

21. Segundo Prates e Biancareli (2009, p.9-10):
"Os contratos variavam de forma, mas sempre resultavam na seguinte assimetria: garantiam as empresas maiores lucros do que os contratos convencionais desde que o real continuasse se valorizando; em contrapartida, se o real se depreciasse (mais especificamente, se a sua cotação superasse o preço de exercício da opção de compra vendida pela empresa ou a taxa de câmbio a termo), as perdas se duplicavam. Já os bancos incorriam somente em risco de crédito (...), já que realizavam operações espelho na BM&F".

venda realizada às empresas pelos bancos de uma opção de compra de dólares. Enquanto a cotação do dólar em real se circunscrevesse a uma determinada faixa (geralmente, R$ 1,73 a R$ 1,90), haveria uma diminuição da taxa de juros incidente sobre os empréstimos da ordem de 25% a 50% dos juros do Certificado de Depósito Interfinanceiro (CDI). Se a depreciação cambial levasse a taxa de câmbio a um patamar superior a R$ 1,90, o ônus da depreciação seria assumido pela empresa. Esta inovação reduziu a exposição do sistema financeiro ao risco inerente de uma depreciação cambial para os bancos (e os transferiu para as empresas) e contribuiu para o crescimento da oferta de crédito em um contexto de degradação das expectativas. Este mecanismo foi fruto e consequência do ambiente macroeconômico em 2007-2008 (Prates e Biancareli, 2009).

Não era possível identificar facilmente a gravidade da situação internacional de antemão. Por exemplo, Torres Filho (2008, p. 9) cita, entre outras referências, o relatório *Global financial stability*, de setembro de 2007, e afirma que "os principais grupos de bancos comerciais e de investimento (envolvidos com a crise econômica internacional) estão suficientemente capitalizados, diversificados e lucrativos para absorver perdas diretas" para sustentar que "o impacto direto do subprime não parece ser muito relevante". Embora não antecipem a dimensão da crise em julho de 2008, Torres Filho e Borça Júnior (2008, p. 7) atentam que "apesar do otimismo de membros do governo americano e de importantes colunistas especializados, a crise do subprime continua em marcha". Assim, as empresas poderiam considerar implausível (e estatisticamente pouco relevante) a flutuação da taxa de câmbio além de uma certa banda. Ou seja, estatisticamente a análise do risco tornava vantajosa esta modalidade de operação, pois, caso não ocorresse uma depreciação do real com relação ao dólar, reduziam-se os custos da operação para as empresas e, concomitantemente, diminuíam-se os riscos para os bancos.

Deste modo, o crescimento ininterrupto do crédito à pessoa jurídica entre dezembro de 2002 e agosto de 2008 deu-se preponderantemente por intermédio de recursos livres enquanto não se observam grandes alterações no crédito com recursos direcionados (tabelas 1, 3 e 4).

Em suma, foi visto nas seções sobre o crédito concedido à pessoa física e à pessoa jurídica que o aumento da segurança jurídica desempenhou um papel relevante nesse processo e contribuiu para que o sistema financeiro aumentasse sua oferta de crédito. A existência de uma legislação que reduz os riscos intrínsecos à oferta de crédito pode ser

compreendida, à luz da teoria keynesiana, como um mecanismo de proteção quanto à incerteza. É interessante observar que as modalidades de crédito favorecidas pelas mudanças institucionais foram as que apresentaram maior crescimento. Assim, constata-se que a expansão das linhas de crédito consignado, de aquisição de veículos e habitacional (beneficiadas pelas mudanças nas regras de alienação fiduciária), e de capital de giro (afetado pela introdução de operações de crédito vinculadas a derivativos cambiais, assim como pelas mudanças na lei de falências) esteve associada a mudanças no aparato regulatório. Esta mudança consubstanciou-se em aumento do volume de crédito em decorrência do ambiente macroeconômico favorável. Portanto, a decisão dos bancos de alterar o perfil do seu portfólio, com o aumento da participação do crédito, pode ser atribuída a uma conjunção de fatores.

5 CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL, BANCOS PÚBLICOS E O CRÉDITO

A falência do Lehman Brothers levou a um aguçamento da crise já vislumbrada desde 2007 (Torres Filho, 2008). O contágio sobre a economia brasileira ocorreu por intermédio da contração do crédito doméstico e da deterioração das contas externas. A redução dos preços das *commodities*, a especulação contra a moeda (sofrida também pelos demais países emergentes) e o movimento de saída de dólares (em decorrência da necessidade de investidores cobrirem posições nos países de origem e a busca por segurança associada a comportamentos defensivos em ambientes caracterizados por elevado grau de incerteza) levaram a uma desvalorização súbita e acentuada do real perante o dólar, que não foi estancada sequer com o uso de parte das elevadas reservas (que haviam atingido US$ 210 bilhões em 2008) para atenuar as oscilações da moeda estrangeira.

Neste contexto, a brusca mudança de cenário provocou uma séria desestabilização daqueles que apostaram na estabilidade, ou mesmo na apreciação, da cotação do real/dólar, tendo, por consequência, perdas expressivas. Este quadro induziu a uma nova rodada de depreciação da moeda doméstica. A crise de 2008 revelou as consequências macroeconômicas decorrentes da repercussão da depreciação cambial sobre as empresas envolvidas, direta ou indiretamente, com operações no mercado de derivativos de câmbio.

Esta situação aumentou o risco de uma crise sistêmica em consequência da importância destas empresas na estrutura produtiva doméstica e de suas relações com bancos. Como os contratos de derivativos assinados no âmbito da CETIP são sigilosos, não havia informações sobre quais eram os bancos envolvidos na oferta de crédito lastreada por operações com derivativos e qual era o grau de exposição destes bancos. Neste contexto, houve uma retração da oferta de recursos no mercado interbancário em decorrência da percepção de maior risco e do aumento da preferência pela liquidez.

Em face do clima de acentuada incerteza, foi adotada uma série de medidas com a finalidade de aumentar a liquidez, tais como redução do compulsório dos pequenos e médios bancos, redução da alíquota adicional cobrada sobre o compulsório sobre depósitos à vista, liberação do compulsório para a compra de carteiras de bancos menores (Ipea, 2008). Estas mudanças evitaram, parcialmente, o contágio no mercado interbancário, mas, isoladamente, não foram suficientes para estimular o aumento do crédito nos bancos privados.

O Estado, nessas circunstâncias, estruturou sua estratégia para lidar com a crise no âmbito do crédito, conforme colocado por Almeida (2010) e fundamentado por Afonso (2012). Os bancos públicos, presentes em algumas das maiores economias, inclusive entre as economias emergentes (Afonso, 2012), participaram da estratégia em diferentes países para minimizar os efeitos da crise sobre a estrutura produtiva e financeira. No caso brasileiro, o BNDES e os bancos comerciais do governo (BB e CAIXA) foram utilizados de modo articulado neste processo.

A estratégia do governo federal foi traçada tendo como parâmetros a gravidade da crise e as repercussões sobre o sistema financeiro e sobre o lado real da economia. A decisão do uso dos bancos públicos como parte integrante de uma política anticíclica decorreu de uma decisão política. Buscava-se atenuar os efeitos da crise sobre as empresas, efeitos que foram amplificados pelas operações envolvendo derivativos. Não se podia ser excessivamente permissivo, pois se estaria incentivando o comportamento irresponsável, mas era necessário encontrar uma solução com algum tipo de ônus para atenuar as perdas decorrentes da crise econômica internacional e para abrandar o impacto do contágio da crise financeira sobre as empresas não financeiras.

> (...) Em suma, viabilizar ao Banco [BNDES] exercer uma atuação anticíclica muito forte ao longo de 2009. Portanto, houve decisão política e houve uma atuação deliberadamente anticíclica de nossa parte. E houve, além disso, uma atuação qualitativa, de coordenação da banca, sobre a qual devo ser cauteloso em falar, porque é algo delicado. Com efeito, busquei articular o BNDES com a banca privada, para evitar que ela entregasse à própria sorte empresas que ficaram seriamente avariadas com perdas de derivativos de câmbio (...) (Coutinho, 2011, p. 413).

O BNDES, neste cenário, atuou não somente por intermédio de suas linhas de crédito, mas também articulando a coordenação dos agentes econômicos para minimizar os efeitos da crise sobre a economia brasileira. Assim, foi realizado, no início de 2009, um primeiro empréstimo do Tesouro Nacional de R$ 100 bilhões para o BNDES, com a finalidade de capitalizá-lo e instrumentá-lo para fazer face à necessidade de recursos por empresas de diferentes portes (Coutinho, 2011). A ação do BNDES não se restringiu às suas linhas tradicionais de financiamento, mas também expandiu sua área de atuação oferecendo inclusive financiamento de capital de giro, cujas empresas contempladas estão explicitadas na tabela 9. A ampliação da alavancagem do BNDES se fez necessária pela gravidade da situação e assegurava os instrumentos necessários para lidar com a situação, pois, conforme colocado por Coutinho, já presidente do banco na época do agravamento da crise econômica internacional:

> (...) Esse processo afetou seriamente cerca de 200 empresas, sendo umas 60 a 70 em estado dramático no último trimestre de 2008. A solução para isso consumiu todo o ano de 2009. Foi um longo trabalho de reestruturação, em que tecemos uma cooperação não visível com o mercado de crédito. Ou seja, houve uma função qualitativa na nossa atuação em 2009. Em alguns casos o BNDES não precisou aportar recursos, mas foi essencial como coordenador das soluções. (...) (Coutinho, 2011, p. 413).

Assim, as implicações macroeconômicas dos prejuízos decorrentes do uso de derivativos cambiais especulativamente tenderiam a agravar a crise se o BNDES não houvesse atuado e coordenado as ações da iniciativa privada. A oferta de crédito permitiu minimizar os efeitos da crise. Como afirma Farhi e Borghi (2009, p.182)

> (...) ressurge o Estado em uma de suas principais atribuições, qual seja, manter a liquidez do sistema, evitando sua ruptura. Embora o socorro destine-se majoritariamente às instituições financeiras, as debilidades financeiras das empresas aqui expostas exigem a intervenção estatal, no sentido de mantê-las aptas produtivamente e, por conseguinte, evitar cortes ainda mais profundos em termos de emprego e renda.

TABELA 9
Ativo total: bancos federais
(Em % do PIB e em % do total)

	Dez./2002	Dez./2003	Dez./2004	Dez./2005	Dez./2006	Dez./2007	Set./2008	Dez./2008	Dez./2009	Dez./2010
BB	13,8	13,5	12,3	11,8	12,5	13,4	15,1	16,7	21,4	20,7
BNDES	10,2	8,9	8,3	8,0	7,8	7,5	8,0	9,0	11,7	13,8
CAIXA	8,7	8,9	7,6	8,8	8,8	9,4	9,4	9,8	10,6	10,6
BNB[1]	0,7	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6
Basa[2]	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Total de bancos em % do PIB[3]	**71,2**	**66,5**	**63,0**	**66,6**	**72,9**	**84,4**	**93,0**	**95,1**	**94,6**	**97,2**
BB	19,4	20,4	19,5	17,7	17,2	15,9	16,2	17,6	22,6	21,3
CAIXA	12,2	13,3	12,1	13,2	12,1	11,1	10,1	10,3	11,2	10,9
BNB	1,0	1,1	1,1	0,9	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Basa	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,2
Total de bancos federais em %[4]	**33,1**	**35,2**	**33,0**	**32,1**	**30,3**	**28,0**	**27,1**	**28,7**	**34,6**	**33,1**

Fonte: BCB – séries temporais.

Notas: [1] Banco do Nordeste do Brasil.

[2] Banco da Amazônia S/A.

[3] Definição extensa de total de bancos (exceto BNDES).

[4] Bancos federais (exceto BNDES) como participação do total de bancos.

A análise dos instrumentos utilizados pelo governo federal para enfrentar a crise de 2008 sugere que a ação do governo privilegiou o crédito, pois as medidas anticíclicas *stricto sensu* fiscais foram tímidas, supostamente absorvendo recursos modestos (da ordem de 1% do PIB), e o uso da política monetária ocorreu *a posteriori* (Almeida, 2010; Afonso, 2012). A política creditícia interagiu tanto com a política monetária quanto com a fiscal, na medida em que o empréstimo realizado pelo Tesouro Nacional ao BNDES repercutiu sobre as contas públicas com um evidente ônus fiscal.[22]

22. Afonso (2012) aborda a relação entre a política fiscal e a expansão de crédito via bancos públicos, especialmente as operações realizadas entre o Tesouro e o BNDES. A capitalização do BNDES ocorreu através da concessão de crédito e foi financiada pela colocação de papéis de curtíssimo prazo através de operações compromissadas. Houve um aumento da dívida federal em poder do público. Esta operação não repercutiu sobre a dívida líquida, pois, como contrapartida ao aumento da dívida bruta, criou-se paralelamente um crédito a favor da União. Como a ampliação de crédito do BNDES ocorreu, sobretudo, por intermédio do Tesouro Nacional, Afonso (2012) argumenta que esta, em última instância, foi financiada com recursos fiscais. A política fiscal, portanto, foi mais custosa do que o 1% que transparece na redução do primário, pois o descasamento de prazos implica um subsídio a estas operações (a ser contabilizado como a diferença entre juros pagos e recebidos).

A injeção de crédito, concebida com a finalidade de sustentar processo já em curso e consistente com a tentativa de evitar o contágio para o restante da economia, acrescentou, segundo Afonso (2012), ao tripé original do regime de metas de inflação – baseado em política monetária, Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) e câmbio flutuante –, o crédito como um quarto elemento, formando o que ele denominou quatrilho.

O papel de destaque desempenhado pelos bancos públicos antecedeu a crise. Percebe-se, já em 2007, o aumento do crédito concedido pelo BB e a função assumida pelo BNDES no desenho do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) (o principal programa de governo no segundo mandato do governo).

O crescimento do ativo total entre janeiro e setembro de 2008 e a expansão da oferta de crédito concedido pelo BB entre dezembro de 2002 e setembro de 2008 (de 3,5 p.p. do PIB para 6,0 p.p. do PIB) são vislumbrados nas tabelas 9 e 10. No caso específico do BB, é importante observar que a participação deste banco no total se manteve relativamente estável no período, o que pode sugerir que este processo também esteve atrelado a uma estratégia do banco de se manter na liderança do sistema financeiro em uma fase de expansão do crédito bancário.

TABELA 10
Operações de crédito e arrendamento mercantil líquido de provisões: bancos federais
(Em % do PIB e em % do total)

	Dez./2002	Dez./2003	Dez./2004	Dez./2005	Dez./2006	Dez./2007	Set./2008	Dez./2008	Dez./2009	Dez./2010
BB	3,5	3,9	3,9	4,0	4,8	5,2	6,0	6,3	8,6	8,9
BNDES	3,0	3,1	2,8	2,8	2,8	2,8	3,0	3,5	4,8	4,7
CAIXA	1,3	1,3	1,3	1,6	1,7	1,9	2,1	2,4	3,8	4,7
BNB	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3
Basa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0
Total de bancos em % do PIB[1]	**18,8**	**17,7**	**18,3**	**20,1**	**22,6**	**25,8**	**28,3**	**28,5**	**33,2**	**36,4**
BB	18,5	21,8	21,1	19,9	21,3	20,2	21,0	22,1	26,0	24,4
CAIXA	7,1	7,3	7,2	7,7	7,7	7,4	7,6	8,5	11,5	12,8
BNB	1,3	1,0	1,0	0,8	0,7	0,6	0,6	0,7	0,9	0,8
Basa	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
Total de bancos federais em %[2]	**27,0**	**30,2**	**29,4**	**28,7**	**29,9**	**28,3**	**29,4**	**31,4**	**38,6**	**38,1**

Fonte: BCB – séries temporais.

Notas: [1] Definição extensa de total de bancos (exceto BNDES).

[2] Bancos federais (exceto BNDES) como participação do total dos bancos.

A eclosão da crise de 2008 intensificou o processo, já em curso, de expansão do crédito ofertado pelos bancos públicos e levou ao aumento da sua participação no crédito com recursos livres e à liderança no segmento de crédito direcionado à pessoa jurídica. Ainda assim, não foi possível evitar a queda do crédito com recursos livres total em termos de percentual do PIB. O governo federal privilegiou o uso do BB, da CAIXA e do BNDES, conforme está evidenciado nas tabelas 9 e 10.

Vale mencionar aqui o papel de destaque desempenhado pelo BNDES no PAC ao financiar empreendimentos voltados para a infraestrutura e ao diminuir os *spreads* básicos das linhas de financiamento para os setores considerados estratégicos para o crescimento, tais como energia elétrica, logística e desenvolvimento urbano. Já aí se antevê uma nova função a ser executada pelos bancos públicos. Esta atuação intensificou-se em resposta à crise de 2008.

O BNDES protagonizou a atuação do governo Lula no mercado de crédito diante da crise internacional. A capitalização do banco, que se inicia em 2009, assegurou recursos para coordenar as ações anticíclicas e, consequentemente, financiar o setor produtivo – R$ 127 bilhões, desagregados em sete contratos distintos (CGU, 2009).[23] A atuação do BNDES não se restringiu às operações tradicionais,[24] com a criação, por exemplo, de uma nova linha de crédito para o financiamento capital de giro (tabela 11). Assim, segundo Afonso (2012, p. 11):

> (...) a primeira reação dos bancos públicos (em particular, do BNDES) foi ajudar na intensa reestruturação empresarial e patrimonial que se deu no ápice da crise – ora para equacionar ou atenuar as perdas com derivativos cambiais, ora para adquirir carteiras de crédito de outros bancos privados, ora para dar saída a bancos privados ou aplicadores de empreendimentos abalados pela crise, ora para dar saída de capitais externos repatriados por matrizes mais abaladas pela crise.

23. Depois estes recursos foram ampliados.

24. Além disso, Afonso (2012) enfatiza que uma mudança na legislação permitiu que, em vez de emprestar para grandes grupos, o financiamento transcorresse por Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (CNPJ). Esta alteração teria favorecido a Petrobras.

TABELA 11
Financiamento de capital de giro: BNDES (2009 e 2010)
(Em R$)

Empresa	Data	Valor
Schahin Engenharia S/A	29/9/2010	113.450.000
Companhia Energética do Maranhão (Cemar)	9/12/2010	100.000.000
Marfrig Alimentos S/A	29/6/2010	200.000.000
JBS S/A	17/3/2010	200.000.000
Seara Alimentos S/A	29/6/2010	200.000.000
B2W Companhia Global do Varejo	26/4/2010	150.000.000
Usina Batatais S/A Açúcar e Álcool	8/2/2010	60.000.000
Gran Sapore Br Brasil S/A	28/5/2010	43.000.000
BF Utilidades Domésticas Ltda.	11/6/2010	40.000.000
Ceu Azul Alimentos Ltda.	16/7/2010	35.000.000
Tecnosolo Engenharia S/A	5/7/2010	32.522.000
ASA Alimentos Ltda.	25/3/2010	30.000.000
C Vale Cooperativa Agroindustrial	13/5/2010	15.000.000
Nutrimental S/A Indústria e Comércio de Alimentos	22/9/2010	10.000.000
Cia. Brasileira de Petróleo Ipiranga	13/8/2009	200.000.000
Ultrabras	13/11/2009	200.000.000
Votoratim Metal Zinco	30/6/2009	200.000.000
Votoratim Metal Niquel	30/6/2009	200.000.000
Cia. Brasileira de Alumínio	30/6/2009	200.000.000
Siderurgia Barra Mansa	30/6/2009	200.000.000
Camargo Correa	10/11/2009	200.000.000
Oxiteno Indústria e Comércio	13/11/2009	182.000.000
Jari Celular	4/6/2009	92.934.000
Terminal Químico Aratu	13/11/2009	30.000.000
Solvay Indupa	11/12/2009	40.000.000
Implac Indústria de Plásticos	2/4/2009	12.000.000
Tim Celular	6/10/2009	200.000.000
Tim Nordeste	6/10/2009	200.000.000
Bertim	10/11/2009	200.000.000
Construção e Comércio Camargo Correa	14/12/2009	200.000.000
Positivo Informática		200.000.000
Fábrica de Alimentos Vigor	10/12/2009	180.545.000
Lojas Americanas	1/12/2009	150.000.000
Lojas Riachuelo	29/10/2009	100.000.000
Cia. de Locação da Américas	14/10/2009	38.400.000

(Continua)

(Continuação)

União das Lojas Leader		51.000.000
Nadir Figueirero	14/10/2009	12.000.000
Vulcabras	9/12/2009	70.000.000
Santana Textil		40.000.000
Blamer Farmoquímica	15/12/2009	15.000.000
Copa Fruit	19/11/2009	6.974.000
GOC Alimentos		6.950.000
Total		**4.656.775.000**

Fonte: BNDES.

Com a finalidade de complementar as medidas adotadas pelo BCB e a atuação do BNDES, observou-se a ação do governo federal por intermédio dos bancos públicos, especialmente do BB e da CAIXA, o que levou a uma aceleração da oferta de crédito pelos bancos públicos, enquanto os bancos privados se retraíram logo após o aprofundamento da crise econômica internacional em setembro de 2008. Este processo está presente na evolução do crédito público e privado entre 2003 e 2010 (gráfico 1) e explicitado na análise da taxa de crescimento perante o ano anterior do volume de crédito, segundo controle do capital (gráfico 2).

Ainda que claramente identificadas com uma cultura empresarial, na qual as instituições são avaliadas pelo seu desempenho e, consequentemente, pelos resultados apresentados, essas instituições financeiras passaram a operar como instrumento de uma política anticíclica com a finalidade de atenuar os efeitos da crise financeira internacional sobre a economia brasileira.

Assim, houve oferta de linhas de financiamento pela CAIXA e pelo BB, em 2009, a setores especialmente sensíveis à crise (como agropecuária, construção civil, produção de insumos básicos e produção e venda de bens duráveis), além de concessão de crédito e de autorização para que instituições financeiras públicas adquirissem carteiras de crédito de outros bancos.

Nesta direção, o BB, por exemplo, expandiu expressivamente sua carteira de crédito consignado, de financiamento de automóveis e de capital de giro. Esse processo ocorreu entre setembro de 2008 e dezembro de 2009 e permitiu que o BB aumentasse a sua participação na oferta de crédito doméstica (tabelas 12 e 13). A análise de risco sugere

a elevação da participação, na carteira do banco, de operações menos arriscadas – seja o critério de risco A-C (com mais de 90% da carteira do banco em 2011) ou considerando somente as operações classificadas como A ou AA (mais de 50% da carteira do banco em 2011). Portanto, o resultado da operação foi positivo para o BB.

TABELA 12
Concessão de crédito: BB
(Em % do PIB)

	Dez./2007	Set./2008	Dez./2008	Dez./2009	Dez./2010	Dez./2011
Carteira total	6,04	6,86	7,41	9,29	9,51	10,21
País	**5,61**	**6,42**	**6,92**	**8,75**	**8,96**	**9,43**
Pessoa física	**1,20**	**1,47**	**1,61**	**2,83**	**3,00**	**3,15**
CDC consignado	0,45	0,49	0,58	1,13	1,19	1,24
Financiamento de veículos	0,11	0,19	0,22	0,64	0,73	0,76
CDC salário	0,10	0,14	0,13	0,28	0,34	0,37
Financiamento imobiliário	0,00	0,00	0,00	0,05	0,08	0,15
Cartão de crédito	0,14	0,22	0,25	0,29	0,31	0,32
Cheque especial	0,09	0,09	0,08	0,08	0,07	0,06
Demais	0,31	0,34	0,34	0,37	0,28	0,26
Pessoa jurídica	**2,46**	**2,89**	**3,21**	**3,87**	**3,97**	**4,13**
Capital de giro	0,98	1,37	1,46	1,95	2,01	2,05
Investimento	0,50	0,58	0,63	0,78	0,88	0,94
Recebíveis	0,42	0,40	0,43	0,45	0,43	0,43
Conta garantida	0,06	0,08	0,08	0,12	0,08	0,07
ACC/ACE	0,28	0,27	0,37	0,25	0,24	0,23
BNDES Exim	0,12	0,10	0,15	0,14	0,14	0,12
Cartão de crédito	0,02	0,03	0,03	0,06	0,11	0,18
Cheque especial	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
Demais	0,06	0,05	0,06	0,12	0,09	0,11
Agronegócio	1,95	2,05	2,10	2,05	1,99	2,14
Exterior	0,43	0,44	0,50	0,53	0,54	0,78

Fonte: BB.

TABELA 13
Participação do BB nas principais categorias de crédito no Brasil
(Em % do PIB)

	Dez./2007	Set./2008	Dez./2008	Dez./2009	Dez./2010	Dez./2011
País	**15,96**	**16,42**	**17,09**	**20,05**	**19,81**	**19,24**
Pessoa física	**7,52**	**8,43**	**9,17**	**14,43**	**14,53**	**13,88**
CDC consignado	18,36	19,10	22,34	33,85	32,53	32,31
Pessoa jurídica	**12,83**	**13,38**	**13,98**	**16,10**	**16,15**	**15,76**
Capital de giro	26,74	26,65	25,98	29,16	28,42	27,02

Fonte: BB e BCB.

A CAIXA manteve a proeminente posição no crédito habitacional, que tradicionalmente sempre ocupou. Contudo, no decorrer do segundo mandato, houve uma mudança, com a melhora nas condições de financiamento e uma agilidade maior na sua concessão. Torna-se possível, com a redução da burocracia, a contratação de financiamentos de longo prazo em períodos de tempo relativamente curtos. Adicionalmente, o uso da relação estabelecida por meio de financiamentos imobiliários para fidelizar os clientes ao banco (com a oferta de juros contratuais menores para os clientes), denotando uma estratégia agressiva de aumentar a sua carteira de correntistas.

A revitalização da CAIXA como agente financiador, processo que se principia no início da década de 2000, permitiu que esta desempenhasse um papel fundamental na estratégia do governo para debelar a crise de 2008, contribuindo para a estruturação de linhas de financiamento destinadas a diferentes segmentos, o que culminou, por exemplo, com o lançamento do Programa Minha Casa, Minha Vida (PMCMV),[25] dedicado ao público de baixa renda em 2009.

Assim, a atuação da CAIXA, em termos de oferta de crédito, privilegiou, no âmbito da pessoa física, o crédito habitacional, em consonância com o papel usualmente desempenhado por este banco na estratégia do governo federal. Nota-se, contudo, o crescimento acentuado, após 2008, dos empréstimos consignados à folha de pagamento. Estes mais do que dobraram em termos nominais entre 2008 e 2010 (tabela 14). Em

25. O PMCMV, destinado à classe de renda baixa e média baixa e gerenciado pela CAIXA, previa a construção de 400 mil residências destinadas a famílias de baixa renda (com renda de um a três SMs) tendo como contrapartida prestações simbólicas e 600 mil residências a serem financiadas a juros subsidiados e a serem negociadas entre as famílias (com renda até dez SMs) e os bancos (com destaque para a CAIXA).

2010, a soma do financiamento habitacional e do crédito consignado representava, respectivamente, 94% do crédito à pessoa física e 70% do crédito total oferecido.

TABELA 14
Evolução do crédito à pessoa física na CAIXA (2008-2010)
(Em R$ milhões)

Crédito à pessoa física (R$ milhões)	2008	Set./2009	2009	2010
Crédito pessoal	12.493	18.183	19.115	24.207
Consignações	9.168	13.970	15.008	19.000
Rotativo	1.258	1.588	1.494	1.695
Crédito pessoal outros	2.067	2.625	2.613	3.512
Financiamento de bens	133	579	650	830
Cartão de crédito	878	1.146	1.157	1.453
Outros	243	304	478	418
Financiamento habitacional	44.235	61.135	68.395	104.752
Total	**57.982**	**81.347**	**89.796**	**131.660**

Fonte: CAIXA – diversos anuários para a imprensa.

Os empréstimos à pessoa jurídica cresceram bastante após 2008 (tabela 15). Cabe aqui destacar a elevação do crédito destinado ao financiamento de capital de giro. Este mais do que dobra em termos nominais. Além do financiamento de capital de giro, a CAIXA desempenhou um papel relevante no financiamento de ações voltadas para o saneamento. Em 2010, o saneamento e o capital de giro representavam 77% daquele destinado ao crédito da pessoa jurídica.

TABELA 15
Evolução do crédito à pessoa jurídica na CAIXA (2008-2010)
(Em R$ milhões)

Crédito à pessoa jurídica (R$ milhões)	2008	set./2009	2009	2010
Crédito comercial	15.107	20.890	23.533	28.533
Desconto de títulos	1.159	1.077	1.479	1.432
Desconto de títulos			1.031	944
Outros			448	488
Rotativo	1.140	1.302	1.218	1.305
Capital de giro	9.770	15.085	17.497	21.913
Financiamento de bens	3.038	3.426	3.339	3.883
Financiamento habitacional	364	911	2.133	3.579
Subtotal	15.471	21.801	25.666	32.112
Saneamento			8.917	12.013
Total			**34.583**	**44.125**

Fonte: CAIXA – diversos anuários para a imprensa.

A importância estratégica da CAIXA como instrumento anticíclico está explicitada nas tabelas 16 e 17. O crédito consignado passa de 0,30 p.p. do PIB, em 2008, para 0,50 p.p. do PIB, em 2010. O financiamento habitacional cresceu 1,3 p.p. do PIB (ou seja, de 1,5 p.p. do PIB, em dezembro de 2008, para 2,8 p.p. do PIB, em dezembro de 2010). Já o capital de giro sobe de 0,3 p.p. do PIB, em 2008, para 0,6 p.p. do PIB, em 2010.

TABELA 16
Evolução do crédito à pessoa física na CAIXA (2008-2010)
(Em % do PIB)

Crédito à pessoa física (R$ milhões)	2008	2009	2010
Crédito pessoal	0,41	0,56	0,64
Consignações	0,30	0,43	0,50
Rotativo	0,04	0,05	0,04
Crédito pessoal outros	0,07	0,08	0,09
Financiamento de bens	0,00	0,02	0,02
Cartão de crédito	0,03	0,04	0,04
Outros	0,01	0,01	0,01
Financiamento habitacional	1,46	1,89	2,78
Total	**1,91**	**2,51**	**3,49**

Fonte: CAIXA – diversos anuários para a imprensa.

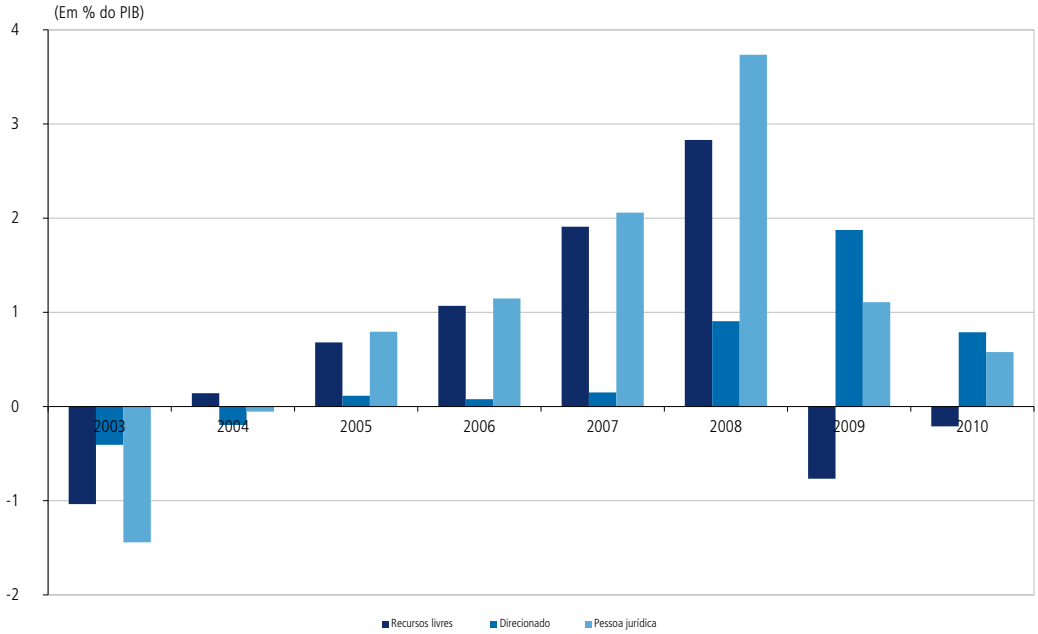
TABELA 17
Evolução do crédito à pessoa jurídica na CAIXA (2008-2010)
(Em % do PIB)

Crédito à pessoa jurídica (R$ milhões)	2008	2009	2010
Crédito comercial	0,50	0,64	0,76
Desconto de títulos	0,04	0,03	0,04
Desconto de títulos	0,00	0,00	0,03
Outros	0,00	0,00	0,01
Rotativo	0,04	0,04	0,03
Capital de giro	0,32	0,47	0,58
Financiamento de bens	0,10	0,11	0,10
Financiamento habitacional	0,01	0,03	0,09
Subtotal	0,51	0,67	0,85
Saneamento	0,00	0,00	0,32
Total	**0,00**	**0,00**	**1,17**

Fonte: CAIXA – diversos anuários para a imprensa.

Após 2008, com o aprofundamento da crise internacional e a despeito dos esforços realizados pela CAIXA e pelo BB, o crédito direcionado passou a sustentar o crescimento do crédito à pessoa jurídica. O BNDES foi utilizado como um instrumento anticíclico. Empréstimos realizados pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN) ao banco de fomento alavancaram sua capacidade de emprestar para as empresas e levaram a que o crédito direcionado à pessoa jurídica crescesse expressivamente entre 2009 e 2010. Assim, os desembolsos do BNDES cresceram de 1,6 p.p. do PIB, em dezembro de 2008, para 3,5 p.p. do PIB, em dezembro de 2010 (gráfico 19). Desse modo, a atuação do banco federal levou a que o crescimento do crédito direcionado à pessoa jurídica, de 2,7 p.p. do PIB, entre 2008 e 2010, mais que compensasse a retração do crédito com recursos livres, de 1,0 p.p. do PIB (gráficos 20, 21 e 22). Como resultado, o crédito à pessoa jurídica cresceu 1,7 p.p. do PIB entre dezembro de 2008 e dezembro de 2010 (gráfico 14).

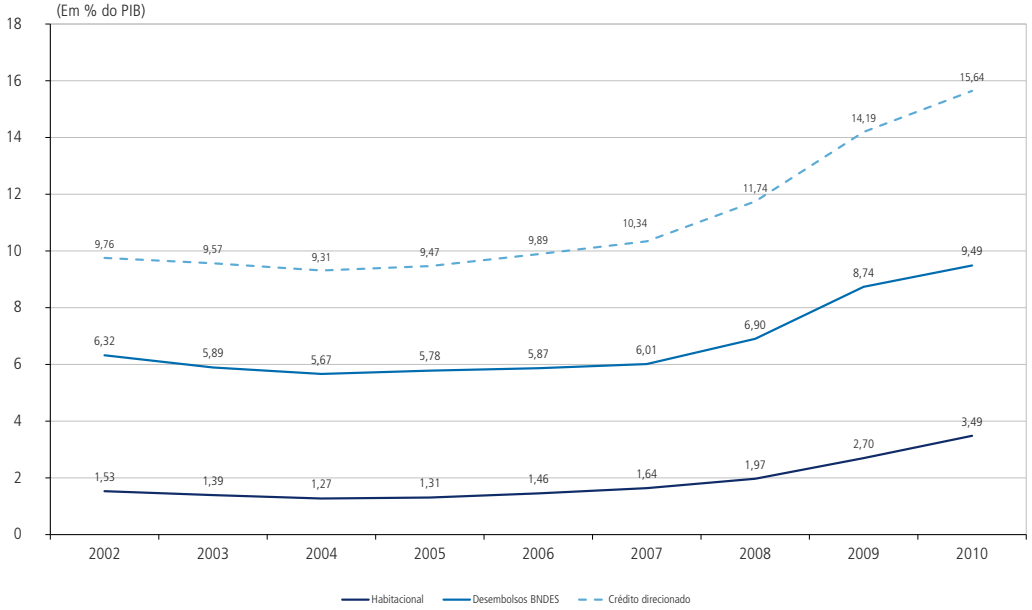
GRÁFICO 19
Crescimento em relação ao ano anterior do crédito com recursos livres e direcionados para o crescimento do crédito às pessoas jurídicas (2002-2010)



Fonte: BCB – séries temporais.

GRÁFICO 20

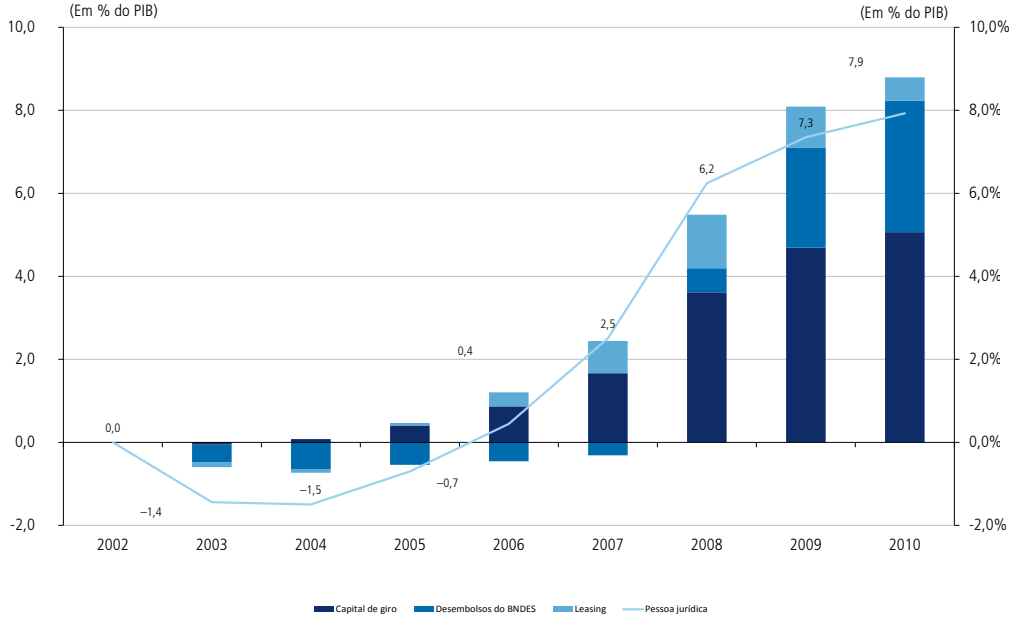
Evolução do crédito direcionado, do habitacional e dos desembolsos do BNDES (dez./2003-dez./2010)



Fonte: BCB.

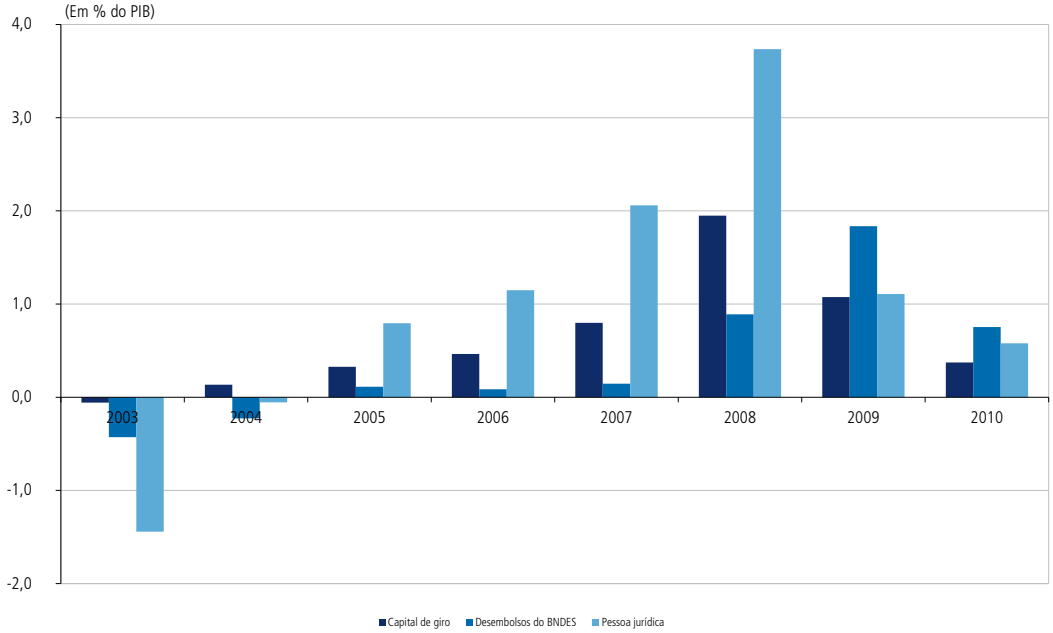
GRÁFICO 21

Contribuição do financiamento do capital de giro e com recursos do BNDES para o crescimento do crédito às pessoas jurídicas (2002-2010)



Fonte: BCB – séries temporais.

GRÁFICO 22
Crescimento em relação ao ano anterior dos desembolsos do BNDES, do financiamento do capital de giro e do crédito à pessoa jurídica (2003-2010)



Fonte: BCB – séries temporais.

A tabela 18 sintetiza a ação anticíclica dos principais bancos federais, explicitando o aumento da participação destes bancos, tanto em termos relativos, quanto absolutos, nos segmentos mais dinâmicos do crédito. A atuação do BB, da CAIXA e do BNDES evitou uma queda acentuada na oferta de crédito nos segmentos de crédito consignado, aquisição de bens e capital de giro. O governo federal, deste modo, interveio no mercado e sustentou um processo em curso, atenuando os efeitos da crise financeira sobre a economia real e, assim, amainando o processo natural de deterioração das expectativas. Ou seja, ao atuar concretamente por intermédio dos bancos federais, o governo evitou uma desaceleração do crescimento da economia mais intensa.

TABELA 18
Participação da CAIXA, do BB e do BNDES nos segmentos mais dinâmicos do crédito
(Em % do PIB)

	2008	2009	2010
Crédito consignado	2,60	3,33	3,67
BB	0,58	1,13	1,19
CAIXA	0,30	0,43	0,50
Bancos federais	0,88	1,56	1,70
Participação dos bancos federais	34,0	46,8	46,2
Aquisição de veículos	2,72	2,91	3,72
BB	0,22	0,64	0,73
CAIXA	0,00	0,02	0,02
Bancos federais	0,23	0,66	0,75
Participação dos bancos federais	8,3	22,6	20,1
Capital de giro	5,61	6,68	7,06
BB	1,46	1,95	2,01
CAIXA	0,32	0,47	0,58
BNDES			
Bancos federais	1,78	2,41	2,59
Participação dos bancos federais	31,7	36,1	36,7
Habitacional	1,97	2,70	3,49
BB	0,00	0,05	0,08
CAIXA	1,46	1,89	2,78
Bancos federais	1,46	1,93	2,86
Participação dos bancos federais	74,2	71,7	82,0
Desembolsos do BNDES (capital de giro)	6,90	8,74	9,49

Fonte: BCB – séries temporais - BNDES e CAIXA.

Dessa forma, o BNDES, o BB e a CAIXA atuaram estrategicamente como agentes do Estado brasileiro, contribuindo para rechaçar a tão temida crise sistêmica, e, simultaneamente, os elevados *spreads* cobrados pelo sistema financeiro, inclusive o público, na concessão de crédito preservaram a natureza privada (especialmente no caso dos bancos comerciais), com a manutenção de uma elevada rentabilidade.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Houve um expressivo aumento do crédito no governo Lula, com um aumento de 26 p.p. do PIB, em dezembro de 2002, para 45 p.p. do PIB, em dezembro de 2010. A elevação das operações de crédito implicou a amplificação da capacidade de gasto tanto das pessoas físicas quanto das jurídicas.

O crescimento do crédito, inicialmente, foi liderado pelo setor privado e com recursos livres e, em um segundo momento, foi capitaneado pelo crédito direcionado. As pessoas físicas foram as primeiras contempladas nesse processo, ou seja, ainda em 2004, enquanto, somente em 2006-2007, o ritmo de concessão de crédito à pessoa jurídica se acelerou. O sistema financeiro privado iniciou o processo de aumento de concessão de crédito, mas, em um segundo momento, a atuação dos bancos federais – especificamente, o BB, a CAIXA e o BNDES – foi fundamental ao atenuar a tendência à queda na oferta de crédito com recursos livres e aumentar o direcionado.

A análise da oferta de crédito revelou que o crescimento do crédito à pessoa física deu-se, primeiramente, nos segmentos de compras de cartão de crédito à vista, crédito pessoal, mais especificamente nos empréstimos com consignação da folha de pagamentos, e financiamento de veículos. O aumento do crédito com recursos livres à pessoa física coincidiu com a melhora das condições de financiamento (ampliação do prazo e redução da taxa de juros incidentes sobre estes segmentos). Já o crescimento do crédito à pessoa jurídica com recursos livres é explicado pelo aumento das operações para financiamento de capital de giro, concentradas em operações com taxas de juros prefixados e flutuantes.

Uma questão essencial era compreender por que houve uma diversificação do portfólio do sistema financeiro nacional, ou seja, o que motivou o aumento da oferta de crédito em termos de percentual do PIB. Vale ressaltar que a economia brasileira tradicionalmente apresentava um baixo patamar de crédito em termos de percentual do PIB quando comparada a outros países. Portanto, havia espaço para elevar a oferta de crédito.

Mudanças na legislação, com repercussões sobre o crédito pessoal, a aquisição de bens e sobre o financiamento de empresas, assim como inovações financeiras introduzidas nos contratos de financiamento à pessoa jurídica, permitem explicar o aumento da oferta

de crédito com recursos livres. Mais especificamente, a possibilidade de consignar a folha de pagamento, alterações importantes nas regras de alienação fiduciária e a aprovação de uma nova lei de falência, além do uso de derivativos cambiais atrelados a operações de crédito à pessoa jurídica, reduziram os riscos dos bancos, ou seja, diminuíram a incerteza, e contribuíram para o processo de aumento de oferta de crédito.

Paralelamente, o ambiente macroeconômico favorável, com aumento da renda e do emprego, contribuía para elevar a demanda por crédito. Dessa forma, o aumento do crédito permitia ampliar a capacidade de gasto, ratificando as decisões de consumo e investimento. Logo, a expansão do crédito contribuiu para instauração de um ciclo virtuoso na economia brasileira, em que o crescimento, impulsionado pela demanda agregada e em um contexto de políticas sociais de natureza redistributiva, deu-se com a redução da desigualdade social.

Neste cenário, a eclosão da crise em setembro de 2008 não alterou a rota já identificada, mas tão somente requereu um emprego mais intenso do instrumental que já estava em uso. O crédito foi parte essencial da estruturação da resposta bem-sucedida do governo Lula aos efeitos da crise econômica internacional. Tendo em vista a importância assumida pelo crédito entre 2003 e 2008, o governo articulou seus esforços por meio do setor público financeiro com a intenção de afastar a possibilidade de uma crise sistêmica e minimizar a contaminação da economia real.

A política creditícia, em decorrência do agravamento da crise econômica internacional, com a falência de Lehman Brothers, desempenhou, então, um papel fundamental, ao injetar liquidez discricionariamente na economia. A decisão deliberada do governo de aumentar os financiamentos com recursos direcionados e com recursos livres, com a finalidade de sustentar a oferta de crédito (ou ao menos atenuar a sua queda), possibilitou compreender o comportamento do crédito após setembro de 2008. Assim, o governo brasileiro, em resposta ao aumento da preferência pela liquidez dos bancos privados em um contexto de maior aversão ao risco, utilizou os bancos públicos com a finalidade de diminuir o risco de uma crise sistêmica e, mais do que isto, de modo a contribuir para sustentar a demanda agregada. O uso do BNDES, do BB e da CAIXA para coordenar os esforços e afastar a tão temida crise sistêmica foi bem-sucedido, na medida em que efetivamente o volume de crédito aumentou em percentual do PIB entre setembro de 2008 e dezembro de 2010, sem que estes bancos tenham elevado a sua exposição a operações arriscadas.

Em suma, a expansão do crédito deveu-se a uma série de fatores, tanto de ordem institucional quanto associados a questões conjunturais. Em um primeiro momento, estes fatores afetaram a oferta de crédito pelos bancos e criaram as condições necessárias para que o sistema financeiro respondesse à crescente demanda por crédito. Em um segundo momento, os bancos públicos sustentaram o processo de expansão do crédito em curso e participaram ativamente do esforço federal para debelar os efeitos do agravamento à crise econômica internacional sobre a economia brasileira.

REFERÊNCIAS

AFONSO, J. R. R. Fiscalidade, crédito e crise no Brasil: diagnóstico e proposições. **Estudos FUNDAP**, n. 4, jan. 2012.

ALMEIDA, J. S. G. Como o Brasil superou a crise. *In*: AKB – ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA DO BRASIL. **Dossiê da Crise II**. Porto Alegre: Associação Keynesiana do Brasil, 2010. p. 57-62. Disponível em: <http://bit.ly/hdHQv9>. Acesso em: 1 mar. 2012.

ARAUJO, A.; FUNCHAL, B. A nova Lei de Falências e seus efeitos sobre o desenvolvimento do mercado de crédito. **Pesquisa e planejamento econômico**, Rio de Janeiro, v. 36, n. 2, 2006.

_____. A nova Lei de Falências brasileira: primeiros impactos. **Revista de economia política**, v. 29, n. 3, 2009.

ASSUNÇÃO, J. J.; SILVA, F. S. S.; BENMELECH, E. **Repossession and the democratization of credit**. 2012. (NBER Working Paper, n. 17.858).

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Séries temporais,** vários anos.

CARVALHO, F. A. **Investimento, poupança e financiamento**: financiando o crescimento com inclusão social. Rio de Janeiro: IE/UFRJ, 2005. (Texto para Discussão). Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/investimento_poupanca_e_financiamento.pdf>. Acesso em: 26 abr. 2012.

CAGNIN, R. F. A evolução do financiamento habitacional no Brasil entre 2005 e 2011 e o desempenho dos novos instrumentos financeiros. **Boletim de economia da FUNDAP**, n. 11, jan. 2012.

CGU – CONTROLADORIA-GERALDA UNIÃO. **Prestação de contas do presidente da República 2009**.

COUTINHO, L. Entrevista. **Cadernos do desenvolvimento**, Rio de Janeiro, v. 6, n. 9, p. 406-419, jul./dez. 2011. Disponível em: <http://bit.ly/w524fi>. Acesso em: 1 mar. 2012.

FARHI, M.; BORGHI, R. A. Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergentes. **Estudos avançados**, São Paulo, v. 23, n. 66, 2009.

FREITAS, M. C. P.; AGUIAR, L. **Financiamento ao setor rural relatório produzido no âmbito do convênio**. BNDES/UNICAMP/UFRJ, 2009.

IPEA – INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. **Carta de conjuntura**, Rio de Janeiro, n. 5, dez. 2008.

LUNDBERG, W. L. **Bancos oficiais e crédito direcionado**: o que diferencia o mercado brasileiro? Brasília: Banco Central do Brasil, 2011. (Texto para Discussão, n. 258).

MESQUITA, M.; TOROS, M. **Considerações sobre a atuação do Banco Central na crise de 2008**. Brasília, DF: BCB, Mar. 2010. (Working Paper, n. 202).

PRATES, D. M.; BIANCARELI, A. M. **Panorama do ciclo de crédito recente**: condicionantes e características gerais. Campinas: BNDES; FECAMP; Cecon IE UNICAMP; IE UFRJ, 2009. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/empresa/pesquisa/SubprojetoII.2_PIF.pdf>. Acesso em: 29 ago. 2012.

SANT'ANNA, A. A. Crédito do BNDES avança 6% a.a., mas mercado cresce mais rápido. **Visão do desenvolvimento**, n. 46, maio 2008.

SANT'ANNA, A. A.; BORÇA JÚNIOR, G. R.; ARAUJO, P. Q. Mercado de crédito no Brasil: evolução recente e o papel do BNDES (2004-2008). **Revista do BNDES**, v. 16, n. 31, p. 41-60, jun. 2009.

TORRES FILHO, E. T. Entendendo a crise do *subprime*. **Visão do desenvolvimento**, n. 44, jan. 2008.

TORRES FILHO, E. T.; BORÇA JÚNIOR, G. R. A crise do *subprime* ainda não acabou. **Visão do desenvolvimento**, n. 50, jul. 2008.

TORRES FILHO, E. T.; BORÇA JÚNIOR, G. R.; NASCIMENTO, M. M. Autofinanciamento e BNDES sustentam o atual ciclo de investimentos no Brasil. **Visão do desenvolvimento**, n. 51, ago. 2008.

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

BARBOSA FILHO, N.; SOUZA, J. A. P. **A inflexão do governo Lula**: política econômica, crescimento e distribuição de renda. 2010. Mimeografado.

BB – BANCO DO BRASIL. **Análise de desempenho 4º trimestre 2008**. Brasília, 2009.

_____. **Análise de desempenho 4º trimestre 2009**. Brasília, 2010.

_____. **Análise de desempenho 4º trimestre 2011**. Brasília, 2012.

CAIXA – CAIXA ECONÔMICA FEDERAL. **Demonstrativo das contas 2008**. Brasília, 2009.

_____. **Demonstrativo das contas 2009**. Brasília, 2010.

MORA, M. **Políticas macroeconômicas no governo Lula**: ambivalência e insubordinação. 2012. Tese (Doutorado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2012.

Ipea – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

EDITORIAL

Coordenação
Cláudio Passos de Oliveira

Supervisão
Andrea Bossle de Abreu

Revisão
Carlos Eduardo Gonçalves de Melo
Cristina Celia Alcantara Possidente
Edylene Daniel Severiano (estagiária)
Elaine Oliveira Couto
Elisabete de Carvalho Soares
Lucia Duarte Moreira
Luciana Bastos Dias
Luciana Nogueira Duarte
Míriam Nunes da Fonseca

Editoração eletrônica
Roberto das Chagas Campos
Aeromilson Mesquita
Aline Cristine Torres da Silva Martins
Carlos Henrique Santos Vianna
Nathália de Andrade Dias Gonçalves (estagiária)

Capa
Luís Cláudio Cardoso da Silva

Projeto Gráfico
Renato Rodrigues Bueno

The manuscripts in languages other than Portuguese published herein have not been proofread.

Livraria do Ipea

SBS – Quadra 1 – Bloco J – Ed. BNDES, Térreo.
70076-900 – Brasília – DF
Fone: (61) 3315-5336

Correio eletrônico: livraria@ipea.gov.br

Composto em Adobe Garamond Pro 12/16 (texto)
Frutiger 67 Bold Condensed (títulos, gráficos e tabelas)
Impresso em offset 90g/m²
Cartão supremo 250g/m² (capa)
Rio de Janeiro-RJ

Missão do Ipea
Aprimorar as políticas públicas essenciais ao desenvolvimento brasileiro por meio da produção e disseminação de conhecimentos e da assessoria ao Estado nas suas decisões estratégicas.

ISSN 1415-4765
9 771415 476001

ipea Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

Secretaria de
Assuntos Estratégicos

GOVERNO FEDERAL
BRASIL
PÁTRIA EDUCADORA