

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE  
JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

UMA ANÁLISE DO JURO E *SPREAD* BANCÁRIO  
BRASILEIRO

ANDRÉ GIUDICE DE OLIVEIRA  
Nº de matrícula: 0610832-4

Orientador: Márcio Garcia

12/2009

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE  
JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

UMA ANÁLISE DO JURO E *SPREAD* BANCÁRIO  
BRASILEIRO

ANDRÉ GIUDICE DE OLIVEIRA

Nº de matrícula: 0610832-4

Orientador: Márcio Garcia

12/2009

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”

---

André G. de Oliveira

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusivamente do autor”

A monografia representa a conclusão de um percurso, trilhado ao longo dos últimos quatro anos graças à dedicação e qualidade dos professores do departamento de economia. Sendo resultado direto da graduação, agradeço, portanto, a eles, por tornarem factível sua realização bem como o que ela representa. Em especial agradeço aos valiosos ensinamentos de meu orientador, Prof. Márcio Garcia, de quem obtive inspiração pela carreira e a sempre disposição em me atender, não apenas durante o desenvolvimento deste projeto, mas também ao longo de todo meu percurso nesta faculdade, palavras não medem tamanha gratidão.

## Sumário:

1 – Introdução.....	7
2 - O Comportamento dos Juros no Brasil.....	9
3 - O Comportamento do Crédito no Brasil: Plano Real ao Lula.....	14
4 - A Economia na Campanha Lula.....	17
5 - A Economia e o Crédito no Governo Lula.....	21
6 - Revisão de Literatura.....	30
7 – Os <i>Spreads</i> no Brasil.....	32
7.1 - O Comportamento Hoje.....	39
8 – Conclusão.....	45
9 – Anexo.....	47
10 – Bibliografia .....	49

## Gráficos:

Gráfico 1: Desvio Esperado da Meta vs. Surpresa Inflacionária (2001-2003).....	11
Gráfico 2: Desvio Esperado da Meta vs. Surpresa Inflacionária (2003-2006).....	11
Gráfico 3: Desvio Esperado da Meta vs. Surpresa Inflacionária (2006-2008).....	11
Gráfico 4: Expectativa do Mercado para o IPCA em 2003.....	18
Gráfico 5: Investimento Estrangeiro Direto.....	20
Gráfico 6: Operações de Crédito do Sistema Financeiro/PIB.....	32
Gráfico 7: Evolução do <i>Spread</i> e CDI no Brasil.....	33
Gráfico 8: <i>Spread</i> Bancário Absoluto e Selic.....	34
Gráfico 9: <i>Spread</i> Bancário Proporcional.....	35
Gráfico 10: Evolução do Spread x Inadimplência.....	38
Gráfico 11: Operações de Crédito do Sistema Financeiro 2000-2009.....	39
Gráfico 12: Operações com Juros Pré Fixados.....	41
Gráfico 13: Evolução CDI e Selic.....	41
Gráfico 14: Taxas de Aplicação, Captação e <i>Spread</i> .....	42
Gráfico 15: Inadimplência.....	43

## Tabelas:

Tabela 1: Taxa de Crescimento Real do Gasto Primário do Governo Federal.....	25
Tabela 2: Composição das “demais despesas”.....	25
Tabela 3: Evolução do Crédito Total.....	37

#### Resumo:

O presente trabalho procura fazer uma análise do juro brasileiro da década de 90 para cá, de forma a compreender o elevado patamar em que se situa atualmente e nos inserir na discussão a respeito dos elevados *spreads* bancários praticados internamente. Para tal, trataremos da questão do comportamento do crédito ao longo do período. Entraremos, portanto, no governo Lula, onde analisaremos o comportamento da economia brasileira, em especial o impacto da política monetária e o ônus da fiscal sobre o nível dos juros e a consequência sobre o crédito, bem como a evolução deste. Neste ponto, apresentamos uma revisão bibliográfica específica sobre a questão dos *spreads* bancários. Feito isso, adentraremos na questão nacional especificamente, nos baseando nos relatórios oficiais e trabalhos publicados pelo BC, com uma análise da evolução desta margem de intermediação até 2007, período, portanto, pré-crise. Por fim, faremos uma análise do comportamento atual de variáveis apontadas como relevantes para a determinação dos *spreads* bancários brasileiros à luz do visto até aqui, bem como sugestões de propostas para sua redução.

Palavras-chave: SPREAD BANCÁRIO, JUROS

## 1 - Introdução

Publicado recentemente pelo Fórum Econômico Mundial, o Relatório de Competitividade Global 2009 – 2010 aponta significativa melhora na posição brasileira com relação à última publicação, tendo subido 8 posições, para o 56º lugar, superando pela primeira vez a Rússia e reduzindo a diferença em relação a seu pares dos BRICs. Dentre os pilares considerados na construção do ranking estão itens como a estabilidade financeira, sob o qual entram variáveis como o *spread* das taxas de juros, que, apesar da melhora da posição geral, deixa muito a desejar, haja vista o fato de ainda amargamos a 128ª posição entre os 133 países pesquisados. Uma das explicações: o ainda elevado *spread* bancário brasileiro.

Dentre os fatores cruciais para a compreensão da evolução deste *spread* está o comportamento do crédito bancário. Em uma contextualização atual, na esteira do cenário internacional, a virada econômica, fruto da crise do *subprime*, tem pegado de surpresa os financiadores, que se viram obrigados a retrain o farto crédito oferecido e elevar suas taxas de juros. Com a crise veio a redução no nível de atividade, o desemprego aumentou, fazendo do financiamento já tomado um incremento aos índices de inadimplência. Seja no contexto de crise, seja no de estabilidade, o que não podemos deixar de observar é o papel dos bancos, tanto públicos quanto privados. A inadimplência é apenas um dos fatores levados em consideração no momento da determinação do crédito oferecido e o quanto será cobrado por ele. Vimos acima que os *spreads* bancários brasileiros estão entre os mais elevados do mundo, justificando a importância dada ao juro bancário, principalmente após 1999, com o relatório publicado pelo Banco Central sobre o comportamento, composição e medidas propostas para sua redução. De lá para cá, sucessivos relatórios que tratam a economia bancária brasileira e nosso sistema de crédito vem sendo publicados, sendo a última atualização do ano de 2007, não englobando, portanto, os desmembramentos da crise financeira posterior.

Como isso tem evoluído antes, durante e após a crise, bem como seu impacto sobre o crédito será abordado neste trabalho. O objetivo é apresentar os principais determinantes do *spread* definidos pela literatura, tanto nacional quanto internacional, bem como a evolução dos principais ao longo dos últimos anos. A idéia é apresentar os dados necessários para tentarmos avaliar se há ou não margem para a redução deste diferencial, tão atacado na mídia.

Assim sendo, faremos, inicialmente, uma análise do juro brasileiro da década de 90 para cá, de forma a compreender o elevado patamar em que se situa atualmente. Paralelamente, trataremos da questão do comportamento do crédito ao longo do período. Entraremos, portanto, no governo Lula, onde analisaremos o comportamento da economia brasileira, em especial o impacto da política monetária e o ônus da fiscal sobre o nível dos juros e a consequência sobre o crédito, bem como a evolução deste. Neste ponto, apresentamos uma revisão bibliográfica específica sobre a questão dos *spreads* bancários. Feito isso, adentraremos na questão nacional especificamente, nos baseando nos relatórios oficiais e trabalhos publicados pelo Banco Central (BC), com uma análise da evolução desta margem de intermediação até 2007, período, portanto, pré-crise. Por fim, faremos uma análise do comportamento atual de variáveis apontadas como relevantes para a determinação dos *spreads* bancários brasileiros à luz do visto até aqui, bem como sugestões de propostas para sua redução.

## 2 - O Comportamento dos Juros no Brasil

Após sucessivos anos de elevado crescimento, a década de 80 brasileira se caracterizou pela interrupção desta seqüência e pela elevada inflação, esta tendo se estendido até o início de 1994. Desde então o cenário econômico brasileiro vem sendo marcado por um combate inflacionário constante. Neste sentido, instituímos a âncora cambial e, a partir de 1999, o regime de metas para a inflação em que passamos a ter uma política monetária cada vez mais ativa e preocupada com estabilidade dos preços. É sabido que, no médio e longo prazo, maior inflação não levará a maior crescimento, teríamos um ambiente desfavorável aos investimentos e penalizaríamos as camadas mais pobres da sociedade, o que levaria, inclusive, à concentração de renda, motivos estes que levam à elevada preocupação com a inflação no Brasil.

Na véspera da implantação do Plano Real, em junho de 1994 a inflação chegou a 47,43 % ao mês, tendo se reduzido para aproximadamente 1,7% ao longo de 1995, sendo este o comprometimento que se buscou nos anos seguintes através dos regimes de controle inflacionário. Temos, hoje, um consenso sobre as vantagens da estabilidade de preços, dita condição necessária para o crescimento auto-sustentado. Implementado no Plano Real, o instrumento de política monetária chamado âncora cambial funcionava através do sistema de bandas cambiais, em que se estabelece uma faixa de flutuação do câmbio, impedindo-o de ultrapassar seus limites. No entanto, o câmbio fixo elimina a possibilidade de manipulação da taxa de juros e, conseqüentemente, a política monetária perde poder. Tais características se mostraram presentes em um momento de extrema desconfiança dos investidores estrangeiros nos mercados emergentes, em função da crise do México (1995) e Ásia (1997), o que tornou mais difícil, insegura e dispendiosa a política econômica baseada na âncora do câmbio valorizado. Em janeiro de 1999, as altas taxas de juros brasileiras já não eram mais suficientes para atrair capital, sendo assim, a flutuação do cambio se tornou inevitável. Desta forma, em março de 1999, em um ambiente ainda caracterizado pela incerteza quanto ao impacto da desvalorização cambial sobre a inflação, passamos a conduzir a política monetária baseando-nos no regime de metas para a inflação. Este consiste, basicamente, em perseguir uma meta para a variação de um índice de preços pré estabelecida e anunciada publicamente pelo Comitê de Política Economia (COPOM) em suas oito reuniões anuais. Conhecido como o ‘tripé’ que sustentaria a economia; o equilíbrio fiscal, o controle inflacionário e câmbio flutuante, formam a base do regime de metas e da política econômica que vigora

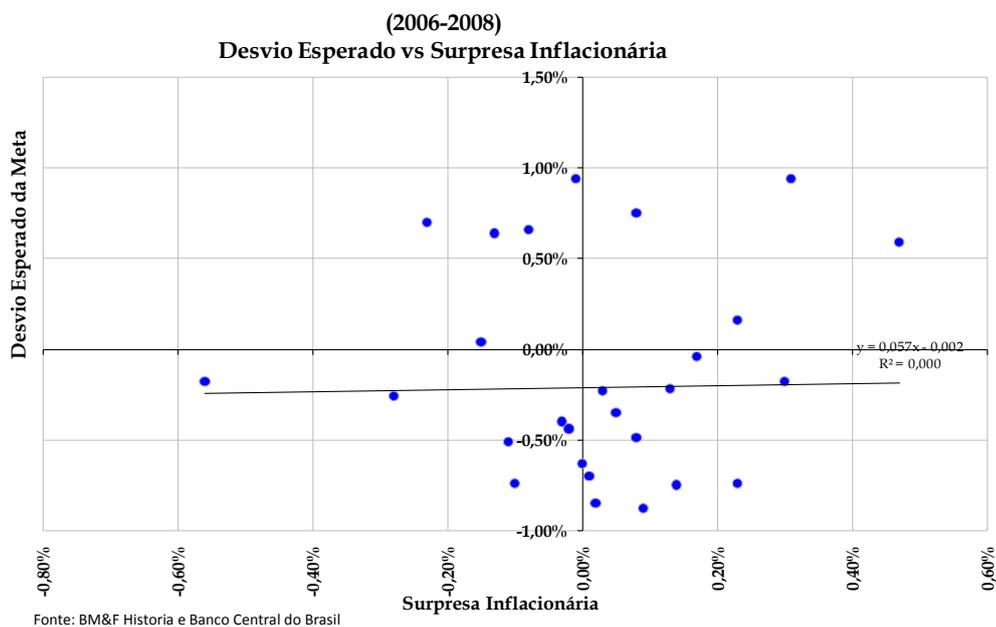
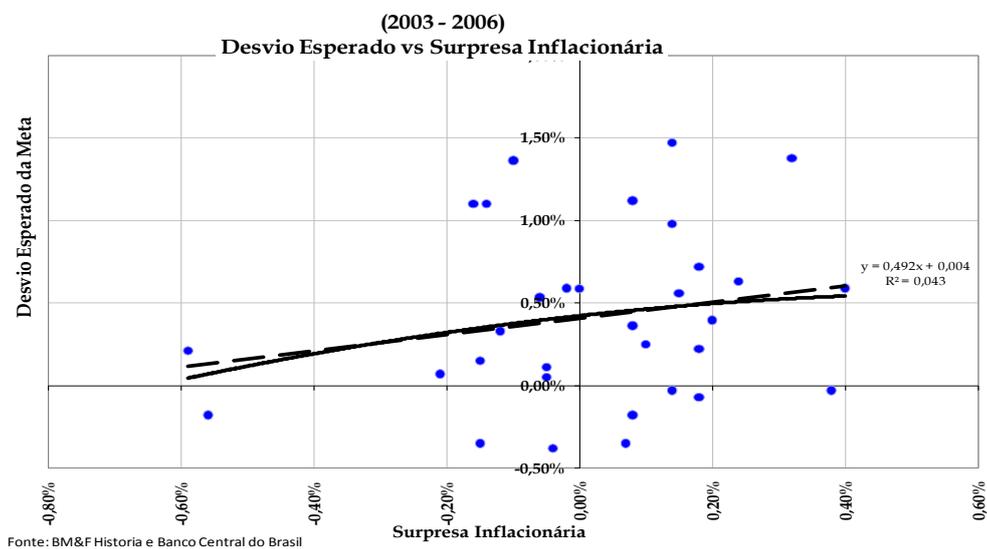
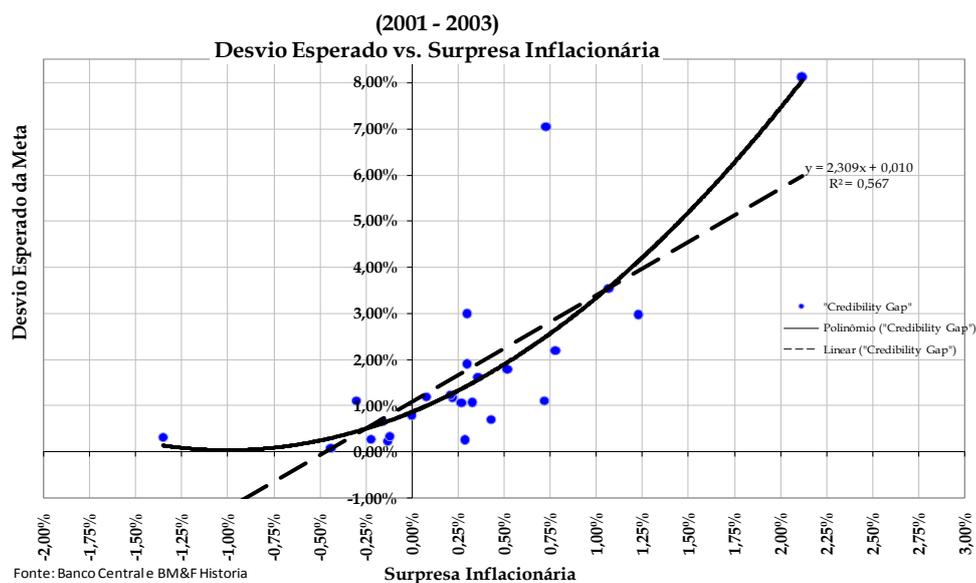
desde então. Neste regime, aspectos como a transparência do Banco Central e sua autonomia operacional são de fundamental importância para o funcionamento eficiente. Evidências mostram que há uma relação negativa entre a independência da autoridade monetária e a taxa de inflação anual média. A autonomia do Banco Central é imprescindível para que este possa assegurar o cumprimento das metas. O resultado é o controle inflacionário, a estabilidade e a previsibilidade econômica.

No que diz respeito a previsibilidade da economia, observa-se relação importante entre esta e a eficiência da política de juros do BC no país. A previsibilidade, por sua vez, está relacionada à crença por parte dos agentes do mercado naquilo que a autoridade monetária anuncia como sendo a política econômica. A importância da possibilidade de previsão também se estende a outros campos da economia, como a garantia de propriedade privada e questões de infra-estrutura, mas cabe aqui analisar a possibilidade de traçar diretrizes financeiras baseadas em um cenário econômico estável, quadro que possibilitaria não só o desenvolvimento, mas também garantiria maior eficácia na política de juros no país.

A ideia é que a credibilidade da autoridade monetária também é um fator importante que pode congestionar ou desobstruir os canais através dos quais atua a transmissão de sua política. Argumenta-se que ela é um componente adicional que ajuda a explicar o porquê de o Brasil ser tão resistente às altas taxas de juros. De forma mais clara, temos: se há falta de credibilidade, haverá um aumento na incerteza a cerca do futuro da taxa de inflação, o que leva a uma incerteza maior também na própria taxa de inflação, sendo capturada pelo prêmio de risco inflacionário. Este, por sua vez, reflete a incerteza inflacionária, e mudanças no tamanho do prêmio de risco podem revelar aos *policymakers* (fazedores de política monetária) quão crível são as ações do BC entre os agentes do mercado. Cabe notar que outros fatores também podem afetar o tamanho do prêmio de risco: como a incerteza inflacionária normalmente cresce de acordo com a maturidade de um título nominal, o tamanho do prêmio de risco também deve aumentar conforme cresce a maturidade.

Em Garcia e Lowenkron (2007), apresenta-se uma metodologia que captura o comportamento desta credibilidade ao longo dos anos 2000. Ao observar os gráficos 1, 2 e 3 podemos observar esta evolução. Nestes gráficos de dispersão, checka-se a existência de relação entre duas das variáveis utilizadas, a surpresa inflacionária e o desvio esperado da meta de 12 meses. A primeira está no eixo das abscissas (x) e a segunda está no eixo das ordenadas (y).

Gráficos 1, 2 e 3:



Pelas equações dos gráficos podemos ver que a credibilidade da autoridade monetária no Brasil vem aumentando a cada período. Isso pode ser visto, já que, à medida que o tempo passa, a reta de regressão (reta descontínua) vai ficando mais plana devido à diminuição do valor dos coeficientes angulares das equações, significando mais credibilidade. No primeiro período, o coeficiente tem valor igual a 2,309, no segundo tem valor igual a 0,492, já no terceiro período tem um valor menor ainda, igual a 0,057. Podemos dizer que quanto mais plana a reta de regressão, mais credibilidade o Banco Central possui, porque menor é o impacto que as surpresas inflacionárias vão ter nas expectativas de inflação de médio prazo, já que os agentes acreditarão que a autoridade monetária vai combater as surpresas inflacionárias que surgirem.

Outra evidência disso é a diminuição do valor do R-quadrado ( $R^2$ ), que significa o quanto, em porcentagem, variações na variável dependente podem ser explicadas por variações nas variáveis independentes. Um dos motivos pode ser a diminuição do efeito das surpresas inflacionárias de curto prazo sobre as expectativas de inflação de médio prazo.

É compreensível, portanto, que, entre os principais assuntos em pauta no debate econômico brasileiro, a alta taxa de juros é tema de especial relevância e recorrente na literatura, bem como nossa resistência aos seus níveis elevados. A taxa de juros é o principal mecanismo pelo qual o Banco Central transmite sua política monetária, isto na medida em que sua manipulação afeta o comportamento de outras variáveis econômicas, principalmente preços e produto.

Muitos motivos são levantados para os altos juros e a resistência de nossa economia a esses patamares elevados. Dado nosso turbulento histórico financeiro até a década de 90, sem levar em consideração o elevado peso dos gastos públicos na demanda nacional, a manutenção de um juro baixo era inviável na medida em que inviabilizaria a atração do capital estrangeiro. Não havia a confiança e credibilidade de hoje, não havia a garantia e segurança contratual e muito menos a estabilidade atual para uma eficiente sustentação de investimento estrangeiro. Ademais, nosso passado hiperinflacionário nos legou alguns instrumentos de convívio com a alta dos preços, como, por exemplo, a indexação. Tais instrumentos, a pretexto de nos permitir conviver com a inflação, a fortalecia, alimentando o processo cujos juros, já elevados, não pareciam resolver.

Não podemos esquecer, porém, da questão dita dominância fiscal. A elevação dos juros, principal instrumento utilizado pelo Banco Central como medida de controle

da atividade econômica e da inflação, enquanto que a diminui via contração da demanda, também afeta a sustentabilidade fiscal na medida em que aumenta a dívida pública em função da rentabilidade pautada pela SELIC, referência de alguns títulos que a compõe. Ademais, caso os agentes não acreditassem em sua solvência e achassem que só haveria solução via emissão de moeda, levaria a uma escalada inflacionária e ao comprometimento da credibilidade do Banco Central.

Outro motivo é a falta de sensibilidade dos empréstimos do BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) em relação à taxa de curto prazo determinada pela autoridade monetária (SELIC), ou seja, a elevação dos juros não estaria cumprindo seu objetivo de desestimular a demanda na medida em que os empréstimos não estariam sendo impactados suficientemente pela alteração da taxa curta que continuariam a estimular a atividade em certos níveis de atuação, dentre os quais se encontram grandes empreendimentos como os associados a obras de infraestrutura, relevantes no que tange ao aquecimento econômico cujo juro básico procurava reduzir.

No âmbito fiscal, o Programa de Estabilidade Fiscal, em curso desde 1998, havia estabelecido as condições para um regime fiscal consistente. No entanto, constata-se o fato da política fiscal não ser contracionista o suficiente, tal aspecto é entendido também à luz da gestão da dívida pública e contração da demanda. O elevado gasto público representa, ainda hoje, um fardo que promete por em risco o crescimento sustentado do país (veremos mais a frente como isso tem se colocado na gestão do governo Lula).

No que diz respeito aos *spreads* bancários, é notório o peso que os juros básicos da economia representam nos balanços dos bancos em termos de custo de captação de cada um, dando a entender que há sentido em, dado um elevado juro, manter determinado patamar de margem de intermediação. Porém, o que se tem constatado é que os juros elevados explicariam somente em parte o alto custo imputado aos tomadores finais dos empréstimos. A margem estaria elevada demais.

### 3 - O Comportamento do Crédito no Brasil: do Plano Real ao Lula

Na esteira do comportamento dos juros, o crédito bancário tem oscilado nas últimas décadas em resposta às características econômicas do momento, de forma que, para entender sua evolução, é preciso ater a conjuntura vivenciada.

Com o advento do plano real, tendo sido iniciado um controle mais efetivo da inflação, torna-se viável um mercado de crédito desenvolvido no país, vindo a impactar toda a atividade econômica e possibilitando um crescimento mais sustentável internamente. No período inflacionário, os bancos comerciais não eram atraídos para o mercado de concessão de crédito. As taxas eram substancialmente altas e mais valia o financiamento da dívida interna, por exemplo. O pequeno mercado de crédito existente era facilmente perturbado pela correção monetária, cujos reajustes se encarregavam de mascarar a inadimplência. A implantação do Real forçou os agentes do mercado a aprenderem a conviver com a estabilidade sem os freqüentes reajustes.

Dada a estabilização, esperava-se que os bancos comerciais expandissem as operações de crédito. A explicação seria a tentativa das instituições financeiras de compensarem a queda de uma importante fonte de receita, o *float* inflacionário. A redução das taxas de inflação desarrumou completamente o balanço de lucros e perdas dos bancos, levando a uma busca por novos produtos financeiros e fontes alternativas de receita. A participação do *float* caiu significativamente, ao passo em que se observou o incremento das receitas de serviços e do resultado de intermediação financeira.

Imaginava-se então uma expansão desenfreada de novas atividades, como a concessão do crédito, levando o BC a implementar algumas medidas visando o equilíbrio do sistema financeiro, contendo, inclusive, possíveis pressões inflacionárias por vir, fruto do estímulo de demanda que o crédito poderia implicar. Desta forma, elevou a alíquota do depósito compulsório dos bancos e a imposição de normas de restrição à concessão do crédito. Mesmo assim, os empréstimos aumentaram significativamente. À época do plano Real, analistas atribuíam a elevação do crédito apesar da tentativa de contenção do Banco Central à tentativa, por parte dos bancos, de compensarem a perda de receita fruto da queda do *float* e também ao quadro de otimismo que se instaurava no cenário macroeconômico fruto da conquistada estabilidade monetária.

Nota-se, portanto, que o mercado por si só ainda mostrava-se incapaz de lidar com o novo cenário econômico. Tal cenário impôs enorme esforço de adaptação ao sistema

nacional, e nem todos foram capazes de acompanhar. Como se não bastasse, em pouco tempo o setor internacional levou preocupação aos bancários. Na esteira da moratória mexicana, observou-se uma elevação das taxas de juros, que junto com uma concessão de empréstimos de baixa qualidade, contribuiu para o aumento da inadimplência na atividade. Tudo somado levou o governo à criação do PROER (Programa de Estímulo à Reestruturação e o Fortalecimento do Sistema Financeiro). Seu objetivo era assegurar liquidez e solvência ao sistema financeiro nacional e resguardar os interesses dos depositantes e dos investidores.

Segundo estudos econômicos da OCDE para o Brasil, o PROER estabeleceu um sistema de incentivos tributários e de dispositivos de crédito para estimular a rápida consolidação do sistema bancário, por meio de fusões e aquisições. A solidez dos bancos adquirentes era condição básica, estes assumiam todos os depósitos dos insolventes, bem como os ativos que desejassem. Os bancos adquiridos foram liquidados e seus balanços incluíram os créditos do programa como um passivo. Além de receber crédito das agências oficiais a taxas de juros subsidiadas, os bancos adquirentes podiam absorver as perdas financeiras do banco adquirido em seu balanço por meio de créditos tributários. Exemplos da implementação do programa são a compra do Banco Nacional pelo Unibanco, então sexto maior banco brasileiro e a compra do Banco Econômico pelo Excel, ambos em 1995. Apesar de extinto em 2001, o PROER deixou como legado o Fundo Garantidor de Crédito (FGC), um mecanismo de proteção aos correntistas, poupadores e investidores, que permite recuperar os depósitos ou créditos mantidos em instituição financeira, em caso de falência ou de sua liquidação, sendo as próprias instituições financeiras que contribuem com uma porcentagem dos depósitos para a manutenção do FGC.

Em paralelo com a atualidade, está em discussão no Banco Central um projeto que pretende modificar a forma como se lida com sinais de fragilidade do sistema bancário brasileiro<sup>1</sup>. A idéia é não mais esperar que um banco fique insolvente para decretar intervenção. As mudanças fazem parte do projeto de lei encaminhado pelo BC em outubro passado propondo a criação de um novo sistema de solução de crises bancárias, visando substituir o antigo PROER. Um dos problemas que ainda persiste é que quando um banco sofre intervenção ele continua aberto ao público, captando recursos e fazendo suas operações normais, o que leva a drenagem de seus ativos, já que o público correria

---

<sup>1</sup> Veja a íntegra em: [http://www.fgc.org.br/libs/download\\_arquivo.php?ci\\_arquivo=130#search='proer'](http://www.fgc.org.br/libs/download_arquivo.php?ci_arquivo=130#search='proer')

para sacar seus depósitos e receber por serviços e produtos vendidos, piorando a situação da instituição. Com o projeto, é como se o banco tivesse sua situação congelada, não podendo fazer qualquer pagamento antecipado, sendo o único a ser autorizado depois da intervenção o dos depósitos até R\$60 mil, realizado pelo Fundo Garantidor de Créditos.

Ainda na década de 90, outra questão importante para a compreensão do comportamento do crédito no Brasil se dá em torno da oscilação cambial de 1999, que marcou a implementação do regime de metas inflacionárias. Esperava-se uma forte desvalorização com a mudança da política cambial, aumentando as expectativas inflacionárias do momento. Apesar das crenças pelos agentes, e da turbulências vivida, a estabilidade conquistada a duras penas ao longo da década não foi colocada em jogo, tendo as aflições do momento, no entanto, repercutido no mercado de crédito. A instabilidade estimulou a cautela na concessão de crédito, tendo o pequeno aumento da taxa de empréstimo do sistema financeiro no período sido consequência mais do impacto cambial do que propriamente de uma elevação do crédito oferecido. Com a estabilização do cambio em 2000 observa-se a redução volátil das expectativas bem como da pressão inflacionária, permitindo o aumento da participação do setor privado bem como a dinamização no mercado de crédito. O resultado foi uma escalada na demanda por recursos, aumentando a oferta de crédito e a liquidez do sistema, estimulando a demanda interna. Segundo levantamento da Veja SP, de dezembro de 2000 até dezembro de 2004, o crédito a pessoas físicas cresceu 120%. Ao mesmo tempo, o número de cartões de crédito passou de 28 milhões para 52,5.

No entanto, cabe notar que neste meio tempo, apesar de o quadro econômico ter adquirido bases mais sólidas, propiciando, dentre outros, o referido aumento na concessão de crédito, o país passou por uma série de turbulências, fruto de questões tanto internas quanto externas, haja visto o apagão em 2001, as agitações internacionais e as instabilidades no cenário político em 2003, tópicos debatido na próxima seção.

#### 4 – A Economia na Campanha de Lula

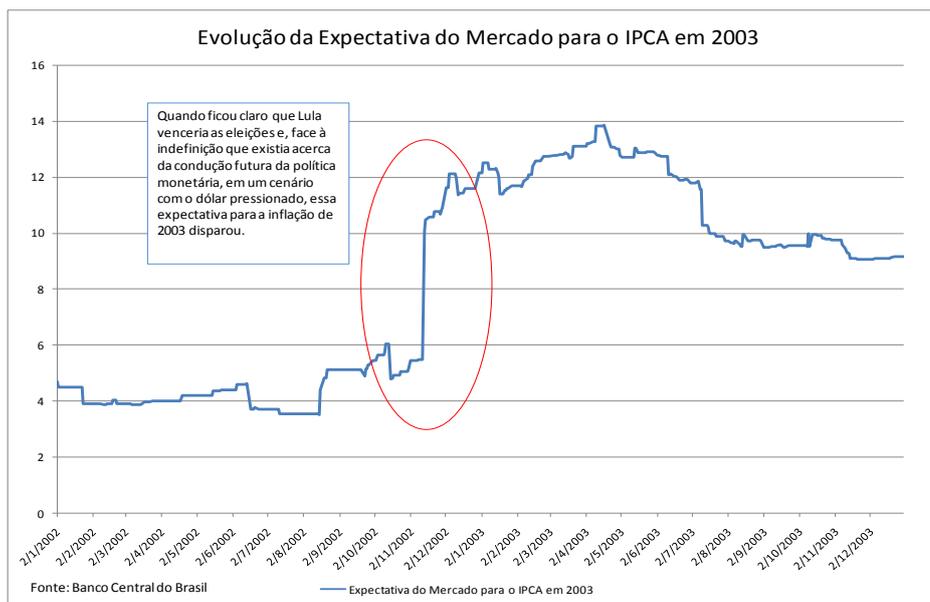
Entre o ano de 1999 e 2002 o país se deparou com uma grave crise econômica na Argentina sendo indiretamente afetado devido ao aumento do risco (também se fala no risco-contágio) na região do cone sul, os efeitos dos atentados ao World Trade Center sobre os mercados mundiais, a desvalorização do Euro, a contração do crédito nos mercados internacionais e a queda expressiva do preço médio das exportações brasileiras. Tendo em mente o ajuste externo implementado à luz da forte desvalorização cambial entende-se o descontentamento da população com as medidas de política econômica do fim deste governo.

O resultado não se pode deixar de mencionar, destaca-se a herança de política econômica que se deixou para o país, a exemplo do “tripé” já mencionado, combinado com outras medidas estruturais importantes, como a Lei de Responsabilidade Fiscal, seriam responsáveis por criar as condições para o desenvolvimento.

O processo de retomada do crescimento iniciado em 1999 sofreria seus principais obstáculos com as crises que viriam a partir de 2001 com a problemática da energia que se estruturou no Brasil. O temor do “apagão” se entende na esteira das privatizações das usinas hidroelétricas que, no entanto, não ocorreram. Tendo o governo deixado de investir acreditando que estas seriam em breve incumbência do setor privado, o que se viu foi uma crescente demanda que, somada a um baixo regime pluviométrico em 2001, levou a uma incapacidade do sistema existente de atendê-la por completo. A solução foi a imposição de um corte de demanda da ordem de 20% com relação ao ano anterior. Como resultado, tivemos 3 semestres consecutivos de queda da atividade e uma complicação ainda maior com relação ao futuro das elétricas no país.

Passado os efeitos da crise de energia, temos em 2002 um ano de eleição. Na disputa, o candidato da oposição (Lula) conquista cada dia mais a simpatia do eleitorado e começa a ser visto como ameaça ao investidor. Historicamente, em sua campanha pelo PT, Lula havia defendido bandeiras que iriam contra todos os alicerces estabelecidos nos governos anteriores. O mercado, ao perceber as reais possibilidades de vitória eleitoral de Lula, imediatamente manifestou sua preocupação, indicadores como o risco país e expectativas de inflação disparavam com a proximidade das eleições, como pode ser visto no gráfico 4 a seguir:

Gráfico 4:



No mercado de capitais o impacto foi nítido, assim como na crise de 2001 a atividade na bolsa paulista caiu significativamente, atingindo o menor nível em 16 de outubro de 2002, fechando a 8.370 pontos. Temores de que ocorresse uma rápida deterioração dos fundamentos do país levam a tais situações, conhecidas como *sudden stops*.

Explicado por paradas bruscas de financiamento externo, ataques especulativos e crises cambiais, os *sudden stops* tipicamente se originam a partir de motivações econômicas e políticas. A literatura fornece uma vasta gama de publicações que indicam a relação entre regimes político ideológicos e a ocorrência de *sudden stops*. Para o caso brasileiro ver Fraga, Goldfajn e Minella (2003). Ademais, trabalhos como o de Barbosa (2004) tentam, inclusive, quantificar o suposto custo que uma parada brusca pode representar ao país. Nele, obtêm-se um expressivo impacto sobre o bem-estar social como resultado da interrupção dos fluxos de capitais, uma redução de 1,25 p.p. da relação Consumo/PIB. Ao ter em mente que variáveis políticas de fato são relevantes para a determinação da probabilidade do evento (*sudden stop*) entendemos o comportamento do mercado diante da iminente eleição da oposição.

Desde o início da década, não eram raras as declarações de Lula e representantes de seu partido (Partido dos Trabalhadores, PT) que traziam temor aos mercados. Colocava-se em cheque a credibilidade conquistada nos anos anteriores, se propôs um plebiscito questionando a conveniência do pagamento da dívida externa bem como a

meta do superávit primário, elo fundamental da política de ajustamento implementada em 1999 com o governo FHC.

Apesar de Lula e seus correligionários defenderem a ideologia do partido por anos (a mais comentada sendo a moratória da dívida externa), com a virada do ano, tendo em mente a grave situação econômica que havia se instalado, pode-se notar uma guinada nos pronunciamentos e nas palavras do futuro presidente. Era nítido o contraste entre as propostas anunciadas em campanha e o que de fato se realizou em seu primeiro ano de governo, abandonando posturas radicais em prol da governabilidade.

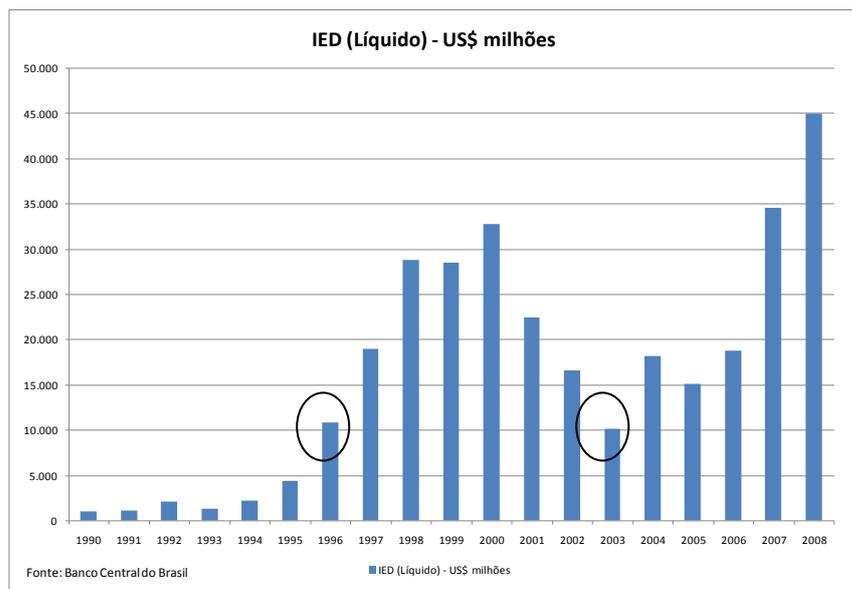
Alguns documentos são fundamentais para analisarmos essa mudança de postura. O próprio “Programa de Governo”, a “Carta ao Povo Brasileiro”, as “Notas sobre o Acordo com o FMI” e a “Política Econômica e Reformas Estruturais” já em 2003. Tais documentos foram fundamentais para acalmar os ânimos do mercado, preocupados com os rumos que a economia tomaria dali em diante. Neles, confirmava-se a disposição do partido em manter as bases necessárias para o desenvolvimento futuro, abandonava-se a anunciada ruptura e trabalhar-se-ia em coerência com os fundamentos. Destaque para a manutenção do superávit primário, que seria preservado “o quanto for necessário para impedir que a dívida interna aumente e destrua a confiança na capacidade do governo de honrar os seus compromissos”. No que se refere ao acordo com o FMI, Lula reconhece a necessidade e afirma em nota: “tornou-se inevitável recorrer outra vez ao FMI”.

Abaixo, trecho do item 6 das Notas sobre o acordo com o FMI:

“Na “Carta ao Povo Brasileiro” assumimos dois compromissos para nossa estratégia de transição rumo a um novo modelo: o de honrar todos os contratos, internos e externos, e o de preservar o superávit primário o quanto for necessário para impedir que a dívida interna aumente e destrua a confiança na capacidade de o governo honrar seus compromissos. Para o próximo ano, o Congresso Nacional já estabeleceu a meta de 3,75% do PIB. O acordo com o FMI estende essa meta para os anos de 2004 e 2005, o que restringe a liberdade de política econômica do próximo governo. Nosso governo se empenhará em criar condições para superar essa restrição, agindo no sentido de estimular o crescimento e de reduzir, de modo sustentável, a taxa de juros.”

É com esta atitude que Lula inicia seu mandato, tentando tranquilizar o mercado e atrair novamente o capital estrangeiro para o país. Computa-se que a parada brusca levou a uma queda nos fluxos de capital da ordem de 6% do PIB estando o nível de investimento estrangeiro direto (IED) próximo a patamares de 1996, como vemos abaixo.

Gráfico 5:



A nomeação de Antonio Palocci para o Ministério da Fazenda e Henrique Meirelles para a presidência do Banco Central, bem como a manutenção do restante da Diretoria (um sinal de continuidade) além de se reafirmar o compromisso com a política de combate à inflação ao anunciar as metas para os anos seguintes, elevar-se a taxa básica (Selic), a meta do superávit primário e a viabilização do ajuste fiscal com o ordenamento de corte de gastos ajudaram na distensão do mercado financeiro.

## 5 - A Economia e o Crédito no Governo Lula.

A parada brusca de 2002, com a interrupção do fluxo de capital e forte depreciação cambial, deixou uma tarefa difícil para a política econômica do novo governo, especialmente para a política monetária. Dentre os desafios estava a inflação, que despontava como umas das principais preocupações, questão agravada ainda mais devido a credibilidade limitada de que gozava a autoridade monetária à época. A atuação da política monetária começou antes mesmo da transição de governo ter sido finalizada; convocou-se uma reunião extraordinária e elevou-se a taxa básica de juros em 300 pontos base, para 21% a.a..

Dado o histórico brasileiro de elevada inflação, os *policymakers* possuem uma natural resistência a uma atuação muito gradual da política de combate ao aumento dos preços, mesmo em se considerando a redução da volatilidade do PIB. A estratégia adotada, portanto, foi uma rápida desinflação, as expensas de elevado juro básico. Com papel crucial na atuação da política monetária, as expectativas a época estavam elevadíssimas tendo se acalmado apenas com a decisão do Copom de 2003 de manter inalterada a taxa básica em 26,5% ao ano, sinalizando o efetivo comprometimento das autoridades com a estabilidade de preços. Outra sinalização importante do compromisso com a baixa inflação da autoridade monetária foi dado em junho de 2003 quando se fixou a meta oficial para o ano de 2004 em 5,5% e 4,5% para 2005.

Após um breve momento de aparente calma, as expectativas para 2004 estavam estáveis (pouco acima de 6% comparada a uma meta de 5,5%) sendo as previsões inflacionárias feitas no início do ano fruto de surpresas de curto prazo, não impactando, portanto, os cenários de médio e longo prazo elaborados pelo mercado. Tendo sido afetadas por diversas influências negativas como, por exemplo, a rápida depreciação do real frente ao início do ciclo de aperto monetário iniciado nos Estados Unidos, esta suposta tranquilidade muda a partir de maio/04. A taxa cambial que oscilava em torno de 2,90 R\$/US\$ desde fevereiro sobe para 3,90 R\$/US\$ dentro de poucas semanas. Tais pressões depreciativas, no entanto, foram revertidas com a melhoria da posição do balanço de pagamentos. Porém, atentos ao cenário em questão, o BC não tardaria em responder as variações nas expectativas dos agentes e, prevendo que os efeitos inflacionários ainda não estavam sob controle, a SELIC voltaria a subir no último trimestre do ano.

Vale destacar que questões relacionadas a depreciação cambial não eram as únicas que preocupavam. Em meados de 2004 a economia crescia a cerca de 5% ao ano, após ter crescido perto de 7% nos dois últimos trimestres, sinalizando que o hiato do produto estava se reduzindo. Índices de utilização da capacidade instalada estavam acima da média histórica, atingindo, inclusive, patamares inéditos em alguns setores. Era claro que esses sinais sugeriam que a depreciação cambial e o aumento dos preços das *commodities* atingiram a economia, levando às firmas as condições favoráveis ao aumento de seus preços.

A deterioração das expectativas de mercado indicava que sem a intervenção das autoridades monetárias a inflação não iria se reduzir por si só e, muito menos, convergir para a meta, fazendo com que, em setembro deste ano a taxa básica fosse elevada para 16,25%, dando início ao primeiro ciclo de aperto monetário sob o regime de metas para a inflação que não fosse resultado de tensões financeiras. Já o primeiro trimestre de 2005 finalmente trouxe algum alívio ao *front* inflacionário, o mercado pode presenciar projeções de horizontes maiores feitas tanto pelo próprio BC quanto pelos agentes do mercado, apontando para um ritmo menor do aumento de preços.

Durante o processo de desinflação, quando a credibilidade do BC ainda está sendo estabelecida, as expectativas inflacionárias tendem a exagerar em suas avaliações. Isso reforça a necessidade de compromisso por parte dos *policymakers* em permitir que surpresas positivas sejam incorporadas pelas firmas em suas determinações de preços enquanto que se reage às surpresas negativas. É neste cenário que entendemos a importância da credibilidade da política monetária. Cabe destacar que os aumentos dos juros básicos da economia entre setembro de 2004 e maio de 2005 em nada respondiam a temores de fuga de capitais e excesso de depreciação cambial, os sucessivos aumentos ocorreram na tentativa de mitigar os efeitos inflacionários, é esta mais uma das explicações para os elevados juros brasileiros, assim mantidos dado o compromisso da autoridade monetária em combater a instabilidade de preços, medida pela qual vem conquistando a confiança dos agentes do mercado como veremos abaixo.

Pelo que já constatamos do trabalho de Garcia e Lowenkron (2007), nota-se que se há falta de credibilidade, haverá um aumento na incerteza a cerca do futuro da taxa de inflação, o que leva a uma incerteza maior também na própria taxa de inflação, esta sendo capturada pelo prêmio de risco inflacionário. Ele reflete a incerteza inflacionária, mudanças no tamanho do prêmio de risco podem revelar aos *policymakers* quão crível são as ações do BC dentre os agentes do mercado. A evidência empírica mostra que de

2001 a 2008 a equipe econômica tem sido feliz em suas ações e vem conseguindo conquistar a credibilidade necessária para o correto e eficiente funcionamento de seus mecanismos de transmissão, como já vimos nos gráficos 1, 2 e 3.

Se por um lado, observamos uma evolução da credibilidade política monetária como resposta às preocupações internas como inflação e o nível de atividade, por outro, o cenário internacional proporcionou oportunidade impar para o BC colocar em prática sua estratégia de acúmulo de reservas. Com ela aumenta-se a proteção do país em tempos difíceis, período em que se procuram mercados considerados mais seguros.

Entre 2003 e 2006, estudo do FMI mostra que a Rússia foi o país emergente que apresentou as maiores taxas de crescimento proporcional das reservas, puxada, principalmente, pela alta nos preços do petróleo que reforçou o saldo comercial daquele país. Em 2007, no entanto, utilizando-se das receitas comerciais, o Brasil assume a liderança, desbancando a Rússia no que se refere ao maior crescimento proporcional. Em entrevista ao Estado de São Paulo de 18/03/2008, o professor da USP Fabio Kanczuk diz: “O Brasil foi beneficiado por uma conjunção como há muito tempo não víamos. Na balança, a disparada das *commodities* aumentou fortemente o saldo. No investimento, o Brasil voltou a atrair empresas interessadas principalmente no mercado interno”.

Entendemos que o crescimento real das exportações indica, *ceteris paribus*, uma menor necessidade de financiamento externo, enquanto que uma queda na capacidade das reservas de cobrir os gastos com importações pode indicar uma tendência de piora em termos de sustentabilidade de absorção externa. Entende-se que o país soube aproveitar o efeito do cenário externo favorável de liquidez internacional sobre as contas externas. Ademais, tendo sido vítima de duras críticas, a política de acúmulo de reservas recebeu um aliado com o surgimento da crise do *subprime* americano, o que reduziu os argumentos contrários a sua manutenção quando comparado com os aspectos favoráveis proporcionados pela proteção proporcionada. Porém, para o futuro próximo, Fabio Kanczuk diz esperar uma redução desse ritmo de acúmulo em função da expectativa de menor crescimento mundial e elevado aumento das importações, reduzindo a disponibilidade de dólares.

Com o fim da crise política em 2003, os mercados se acalmaram e, na esteira desse quadro de aparente melhoria, as expectativas positivas coincidiam com o incremento à conta corrente e balança comercial, à luz do aumento na demanda pelos produtos brasileiros. Esta melhoria levou a apreciação da taxa de câmbio, contribuindo

também ao controle inflacionário. O fim da crise em 2003 também abriu caminho para uma outra medida importante de nossa política monetária. No decorrer da crise fez-se o uso da emissão de títulos públicos indexados ao dólar, bem como a venda de *swaps* de dólar para tentar mitigar os efeitos negativos da crise em 2002. Assim, no final de 2002 apenas cerca de 40% da dívida estava vinculada ao Real. Visto como fator de vulnerabilidade, o BC começou, já em 2003, a mudar este quadro. Para tanto, fez-se uso de instrumentos como, por exemplo, o aumento das reservas internacionais por meio de intervenções esterilizadas, recompra da dívida externa brasileira e venda de futuro de dólar, conhecido como *swap* reverso. Como resultado, chegamos à posição de credor em moeda estrangeira e, desta forma, depreciações do Real geram, hoje, uma redução da dívida pública líquida.

Fazendo proveito da expansão da liquidez internacional, a economia brasileira vem conseguindo progressos na diminuição da sua vulnerabilidade externa. O crescente acúmulo de reservas internacionais, bem como seu efeito sobre a dinâmica da dívida brasileira, saindo da posição de devedor para credor em moeda estrangeira, levou a contínua melhora da avaliação do país feita pelas principais agências de risco, culminando com o anúncio por parte da Standard & Poor's elevando o Brasil ao grau de investimento no que se refere à sua capacidade de cumprir compromissos.

Já no lado fiscal, os anos após a mudança de governo em 2003 apresentaram algumas melhorias, mas que, no entanto, ainda se mostram insuficientes para uma política econômica sustentável de longo prazo. Dentre as melhorias temos um relativo controle e redução do endividamento público. Resultado que não chega a eliminar os efeitos perversos da expansão do gasto público, demasiadamente elevado no país. Em artigo ao jornal Valor Econômico, Fabio Giambiagi afirma que: “O Brasil está melhor do que em 2003. Entretanto, os dados fiscais deixam no ar uma sensação desconfortável: a de que as oportunidades propiciadas pelo crescimento mundial observado até 2008 não foram devidamente aproveitadas”. Podemos analisar pela tabela abaixo, retirada da Revista de Economia Aplicada da USP que o gasto primário tem sido bastante elevado, impedindo a expansão de investimentos, redução de impostos e do déficit nominal do setor público. De um modo geral, observamos um aumento significativo das despesas consideradas “sociais”, leiam-se, programas de assistência social como, por exemplo, a massificação do Bolsa-Família, bem como pagamento de aposentadorias e salários do funcionalismo público, isto é, gastos permanentes. Ao olhar para estatísticas mais desagregadas da tabela 2, retirada do mesmo trabalho, vemos que,

do crescimento do gasto público, da ordem de 1% entre 2003 e 2008, cerca de 60% corresponde ao aumento do investimento, fruto, no entanto da retomada após crise em 2003. Os 40% restantes explicam a despesa com o desenvolvimento dos programas sociais.

Tabela 1:

Taxas de crescimento real do gasto primário do Governo Central (%)									
Composição	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Gasto primário total	3,3	16,8	9,4	2,1	0,8	8,0	7,8	-0,8	6,6
Transf.Est./Municíp.	0,3	12,5	-6,4	6,1	-0,3	8,5	9,6	12,7	8,7
Pessoal		2,9	20,4	19,7	4,1	-3,7	-8,8	6,8	-1,7
Benefícios INSS		25,9	21,7	3,4	-0,8	8,3	5,9	8,8	1,1
Outras despesas		-13,5	9,6	17,5	0,6	-1,4	32,5	6,4	-9,9
PIB		-0,5	4,7	5,3	4,2	2,2	3,4	0,0	0,3
Composição	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
Gasto primário total	6,6	4,9	-3,2	8,0	9,7	8,4	9,0	6,3	
Transf.Est./Municíp.	4,8	10,3	-5,7	3,8	15,9	5,6	9,4	15,5	
Pessoal	6,5	2,9	-6,2	2,1	2,8	9,2	6,0	6,0	
Benefícios INSS	5,1	5,7	7,0	8,6	8,3	8,3	7,5	3,8	
Outras despesas	9,9	1,9	-10,8	16,4	13,4	10,1	13,0	3,4	
PIB	1,3	2,7	1,2	5,7	3,2	3,8	5,4	4,8	

OBS: Deflator: Deflator implícito do PIB.

Fontes: Secretaria de Política Econômica/Secretaria do Tesouro Nacional. Para 2008, estimativa

Tabela 2:

Composição das "demais despesas" (% PIB)							
Composição	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
Investimento /a	0,30	0,46	0,47	0,75	0,86	0,90	
Custeio Executivo	2,55	2,70	2,89	2,77	2,82	2,72	
Saúde	1,32	1,38	1,45	1,39	1,34	1,30	
Educação	0,36	0,29	0,31	0,27	0,28	0,30	
Desenv.Social	0,10	0,29	0,29	0,40	0,43	0,45	
Outros órgãos	0,77	0,74	0,84	0,71	0,77	0,67	
Diversos	0,30	0,34	0,35	0,41	0,57	0,53	
Créditos extraordinários	n.d.	n.d.	0,10	0,23	0,33	0,30	
Legislativo/Judiciário	n.d.	n.d.	0,18	0,19	0,19	0,18	
Sentenças judiciais	n.d.	n.d.	0,03	0,04	0,05	0,05	
Demais /b	n.d.	n.d.	0,04	-0,05	0,00	0,00	
Total	3,15	3,50	3,71	3,93	4,25	4,15	

/a Até 2005, exclui os investimentos do Legislativo e do Judiciário. /b Inclui ajustes contábeis. n.d. Não disponível.

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Para 2008, estimativa do autor.

No que se refere a dívida pública, três são os elementos que merecem destaque. Primeiramente temos a redução gradual da dívida indexada ao câmbio, como já comentado anteriormente, assim como a parcela vinculada a SELIC. Outra questão é a participação de títulos pré-fixados longos nesta parcela da dívida. Trata-se dos NTN-Fs de até 10 anos que vem recebendo participação crescente frente aos títulos de curto prazo, LTN. A participação dos NTN-Fs saiu de 1% do estoque pré-fixado em 2003

para 28% em 2008. Como consequência, viu-se um alongamento do prazo médio da dívida prefixada, saindo de três meses em 2002 para aproximadamente um ano e meio. O terceiro ponto importante a respeito da dívida brasileira refere-se aos rendimentos dos títulos de longo prazo. A redução das taxas a eles associados denota um menor risco de carregamento destes títulos em carteira, implicando maior confiança no futuro.

Outra questão importante a respeito do setor fiscal brasileiro é a vinculação dos recursos. O orçamento brasileiro está cheio de transferências previamente determinadas, reduzindo o espaço para a prática de políticas contra cíclicas dado que se impede a redução dos gastos em tempos de *boom*. Este é um ponto importante para entender a crítica que se faz hoje em dia à política fiscal brasileira, sendo ainda mais notório após a deterioração do cenário internacional como consequência da crise americana. O elevado gasto público persistiu aos anos de bonança e, novamente diante de tempo difíceis, não dá sinais de que irá ser reduzido. Muito se discute, por exemplo, a respeito da reforma da previdência, é sabido que defendê-la é penoso politicamente, pois mexe em uma área sensível ao clamor popular, contrário aos cortes de suas despesas. Para levá-la a cabo é preciso engajamento e vontade política por parte dos líderes, caso contrário jamais sairá do papel, assim como todos os demais cortes de gasto público, necessário ao desenvolvimento do país. A reforma de 2003 seria a sequência daquela iniciada ainda no Governo FHC, esta, no entanto, trataria principalmente do funcionalismo público. A questão é que teria sido mais fácil pôr em práticas tais reduções quando estávamos em cenário de crescente liquidez e crédito farto, não ter aproveitado da melhor maneira possível os anos de prosperidade mundial certamente atuará como empecilho ao nosso crescimento futuro.

Ainda na questão acerca do ônus da política fiscal e o desempenho da monetária podemos refletir em paralelo a um antigo debate no meio acadêmico, o da ortodoxia política e o da heterodoxia. Muitos são os pontos díspares entre as duas vertentes, cabe aqui analisar apenas as características que nos permitirão ampliar nosso espectro condizente ao nível do juro brasileiro, muito alegado pelos bancos como um dos principais fatores que determinam os elevados *spreads* nacionais. Neste quesito, a primeira das vertentes, dita ortodoxa, tem caráter mais conservador (na perspectiva do liberalismo econômico), usualmente atribuindo ao nível e ao crescimento das despesas do governo federal a causa central dos problemas que travam o desenvolvimento sustentado do país. Prega, por conta disso, o que se convencionou chamar de Estado mínimo, para sobrar mais recursos para o setor privado, que deve ter suas regras

pautadas fundamentalmente pelo mercado. Suas análises tendem a concluir pela elevação do superávit primário, para garantir (aos investidores e aos mercados em geral) a capacidade de pagamento dos juros da dívida pública. Assim, para poder sobrar recursos para investimentos, prega a redução das despesas do governo federal. Nessa linha, defende as privatizações de empresas e serviços públicos como forma de reduzir as despesas públicas para atingir o ajuste fiscal e aumentar os investimentos, que na sua avaliação estão em níveis baixos pelo excesso de gastos do governo federal com despesas de custeio. Em sua essência, tais análises consideram que os juros são consequência e não causa do desequilíbrio fiscal, subordinando a política fiscal à monetária, que na sua avaliação deve ter total liberdade para definir o nível de taxas de juros que mantenha a inflação dentro da meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).

A segunda vertente da análise macroeconômica, também dita desenvolvimentista, tende a atribuir aos juros elevados a causa central do desequilíbrio fiscal das contas públicas e do baixo investimento em infra-estrutura e outros fatores que possam facilitar ou mesmo induzir o crescimento econômico. Os desenvolvimentistas destacam também o forte peso que a SELIC possui na dívida mobiliária interna, fazendo com que sua redução implique em uma enorme economia aos cofres públicos.

O história economia recente, no entanto, se mostrou favorável aos ensinamentos conservadores, principalmente diante da estabilidade e contribuição favorável que advém da implementação do regime de metas no final da década de 90. Importante notar, porém, que a manutenção de elevados juros no país tende a fortalecer a vertente desenvolvimentista. Critica-se uma suposta baixa eficácia da política monetária na sua função tradicional de controle da demanda via taxa básica de juros (SELIC), mesmo porque as taxas praticadas na ponta do tomador são muito superiores à taxa SELIC, devido aos elevados *spreads* bancários e à, apesar de crescente, baixa relação crédito/PIB comparativamente aos padrões internacionais. Nesse sentido, a introdução do crédito consignado a partir do final de 2003, com desconto em folha de pagamento, que apresentou uma expressiva demanda e criou uma forte concorrência aos empréstimos tradicionais do sistema financeiro nacional às pessoas físicas, em certa medida reduziu ainda mais a importância da SELIC como inibidora do consumo.

Nota-se, portanto, que apesar de divergências no que tange às causas dos elevados juros no país, converge-se quando o assunto são as consequências. De 2003 para cá, após as instabilidades políticas das eleições presidenciais, apesar de uma elevadíssima

taxa nominal básica, fomos contemplados com um incrível cenário internacional, favorecendo enormemente a pauta de exportações brasileira. Na esteira do já referido *boom*, elevaram-se as taxas de investimento e, paralelamente, a consolidação de fundamentos econômicos internamente, sendo observada uma retomada significativa do crédito.

Como vimos, os primeiros anos do novo governo ficaram marcados pela instabilidade e pelo esforço da equipe econômica de estabilizar o país. A escalada inflacionária dos anos 2001, 2002 e 2003 explicam a atuação restritiva da política econômica deste período, refletindo-se sobre o mercado de crédito, levando-o a pouco evoluir no período. Ao final do mesmo ano, refletindo a melhora na evolução das expectativas inflacionárias dos agentes, o BC alivia a restrição antes imposta, reduzindo a taxa Selic e a alíquota de recolhimentos compulsórios.

Tais aspectos, combinados a uma estabilidade do mercado de capital, a uma tendência de convergência da inflação para as metas estabelecidas e a maior confiança dos agentes econômicos nos fundamentos econômicos da autoridade monetária, acabaram por reduzir o custo das operações bancárias, assim como o nível da margem de intermediação cobrado no segmento de recurso livre. O resultado foi uma elevação na demanda por crédito já no segundo semestre de 2003. Assim, aliado a manutenção da boa conjuntura econômica, vimos uma significativa evolução neste mercado a partir de 2004.

Características marcantes eram as inúmeras possibilidades de financiamentos de bens, duráveis e não duráveis, por todo o país. A esta situação, porém, cabe ressalvas. Apesar do crescimento do crédito, não menos oneroso ficaram as taxas cobradas pelos bancos. Em determinados financiamentos é compreensível a cobrança ligeiramente elevada, tipicamente em casos nos quais se reserva poucas garantias ao prestador, é o exemplo de empréstimos a pessoas físicas cujos recursos não se destinam a compra de um bem específico, como um carro ou uma casa, passíveis de serem tomados de volta no caso de inadimplência. O cheque especial e taxas dos cartões de crédito, por exemplo, se encaixam nessas categorias<sup>2</sup>. O nível, porém, nos quais essas taxas têm permanecidos são inaceitáveis, levando o país a possuir as mais elevadas do mundo. Ademais, as evidências não apontam o juro básico como o componente determinante para taxas tão altas e para a manutenção desses *spreads* tão elevados.

---

<sup>2</sup> Veremos mais adiante, no gráfico 12, esta discrepância entre as operações de juros pré fixados no cheque especial e em outras modalidades.

Na próxima seção abordaremos um conjunto de trabalhos internacionais que são hoje referência na literatura quando se trata da margem de intermediação bancária.

## 6 - Revisão de Literatura

O interesse pela compreensão e decomposição do *spread* bancário tem adquirido importante relevância e marcado a literatura acadêmica desde meados dos anos 70 com a consagração do trabalho de Ho e Saunders (81), que, por sua vez, tem sido utilizado como base para quase todos os trabalhos relacionados subsequentes. Replicando, complementando, e estendendo este trabalho, diversos outros autores nos fornecem hoje um vasto material no que se refere às margens dos juros bancários. Temos, já em 1985, McShane e Sharpe, alterando a fonte de incerteza do modelo de Ho e Saunders, antes fruto das taxas de retorno sobre empréstimos e depósitos, e agora do mercado de dinheiro. Três anos mais tarde, Allen (88) acrescenta distintos tipos de depósitos e empréstimos ao modelo, antes não contemplados por Ho e Saunders. Já no modelo de Zarruk (89), atribui-se a fonte de incerteza integralmente ao risco de financiamento. Outras variáveis são também adicionadas ao modelo como o risco de crédito, em Angbazo (97) e a consideração dos custos operacionais da atividade de intermediação, em Maudos e Guevara (2004). Ademais, temos trabalhos que se concentram na margem de intermediação ótima na medida em que esta se relaciona a diversas formas de incerteza, aspecto comum ao meio bancário. Wong (97), por exemplo, encontra uma relação positiva entre os *spreads* e o poder de mercado, custos operacionais e aversão ao risco, contrastando, portanto, com o modelo de Zarruk, cuja fonte de incerteza era única. Em trabalho ao *Jornal of Banking & Finance*, Stanhouse e Stock (2004) mostram que apesar de muitos estudos terem sido publicados até o momento, eles ignoram componentes importantes que podem ajudar a entender os *spreads* dos bancos. Abordam, portanto, o impacto da possibilidade de o consumidor pré pagar um empréstimo e do risco de saque sobre as margens de intermediação praticadas pelos bancos.

No que se refere à literatura nacional recente, vale destacar o trabalho de Nakane, Afanasieff e Lhacer no texto para discussão de número 46 do BC. Apesar de concluído em 2002, as conclusões ainda oferecem valioso ensinamento para o quadro atual brasileiro. Mostra-se que as reduções nos níveis de *spread* são em grande parte explicadas pela estabilidade no ambiente macroeconômico e pelo compromisso da redução dessas margens. Assim, os resultados da análise econométrica de fato mostraram a relevância das condições macroeconômicas na determinação desses *spreads*. Ademais, caracteriza-se o mercado brasileiro como possuidor de ineficiências

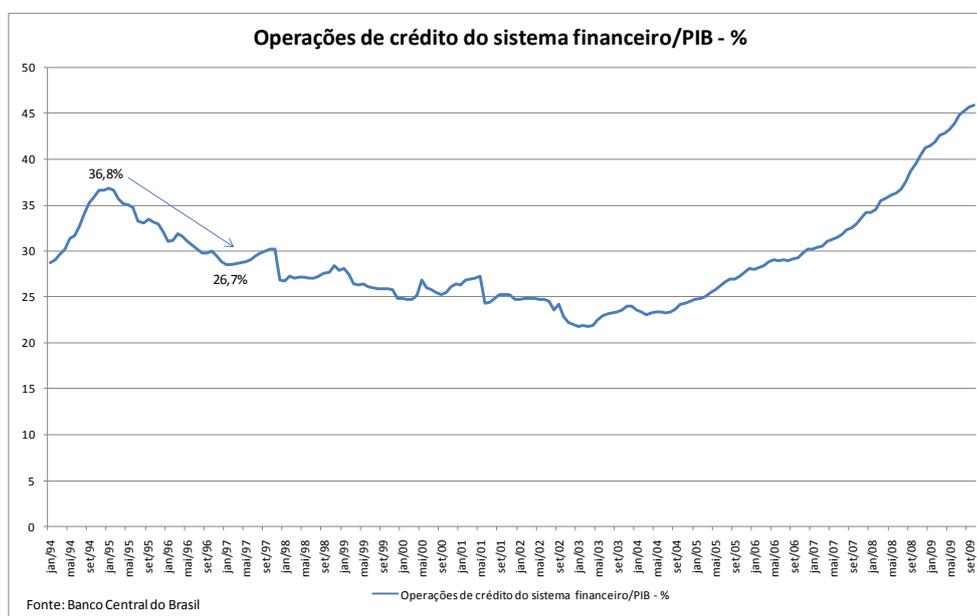
produtivas e de regulação, que permitiam aos bancos sua operação com taxas elevadas a despeito da concorrência. Por fim, os autores alegam não ser claro se reduções nessas margens podem advir de melhoras nas condições macroeconômicas. Cabe lembrar que à época, o país ainda não havia adentrado o ciclo de crescimento e estabilidade iniciado após 2003. Malgrado a crise financeira recente, o país apresenta hoje fundamentos macroeconômicos bem mais sólidos do que à época do trabalho. Assim, dado a manutenção dos elevados *spreads*, fica claro que reduções futuras não necessariamente dependerão de tais condições. Desta forma, se prevê que as taxas sejam cada vez mais afetadas por fundamentos microeconômicos que venham a afetar a indústria e o comportamento bancário.

Cabe também destacar os principais determinantes deste *spread* levantados pelos Relatórios de Economia Bancária e Crédito do BC a serem analisados com mais detalhes na última seção. São eles os custos administrativos, a inadimplência das operações de crédito, a cunha fiscal (impostos diretos e indiretos) e os recolhimentos compulsórios.

## 7 - Os Spreads no Brasil

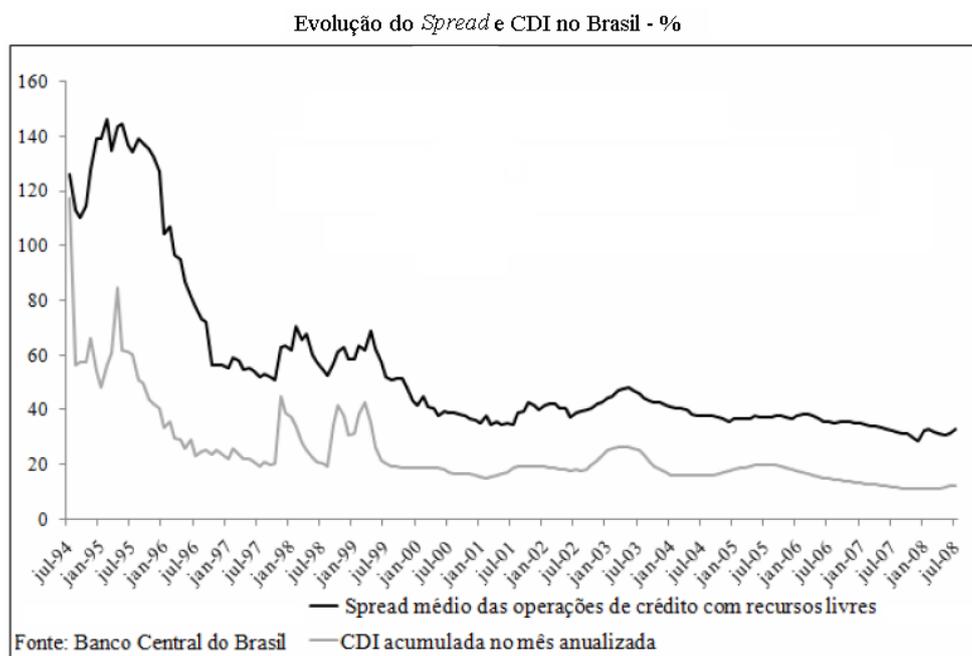
Conforme vimos na seção onde analisamos o comportamento do crédito a época do Plano Real, o ambiente de baixa inflação trazido pelo plano criou expectativas de que os bancos atuariam fortemente no mercado de crédito, inclusive competitivamente, com taxas menores de *spread*, uma vez que as receitas obtidas com o *float* inflacionário foram reduzidas. Apesar de o esperado ter sido realizado inicialmente, as crises internacionais nos anos seguintes puseram em risco a saúde do mercado interno de crédito, reduzindo a liquidez nos mercado internacionais. Isto pode ser evidenciado pela diminuição acentuada do volume de crédito já no início de 1995, como pode ser visto abaixo, caindo de 36,8% em janeiro de 1995 para cerca de 26,7% final de 2007.

Gráfico 6:



Já na segunda metade dos anos 90, as taxas de *spreads* sofreram uma forte queda. No próximo gráfico observa-se que sua trajetória acompanha a evolução do CDI, Certificados de Depósito Interbancário, títulos que permitem a transferência de recursos de uma instituição financeira para outra, ou seja, taxa a qual o banco se financia, usualmente computada na taxa de captação dos bancos, sendo considerada, portanto, no computo do *spread*.

Gráfico 7:

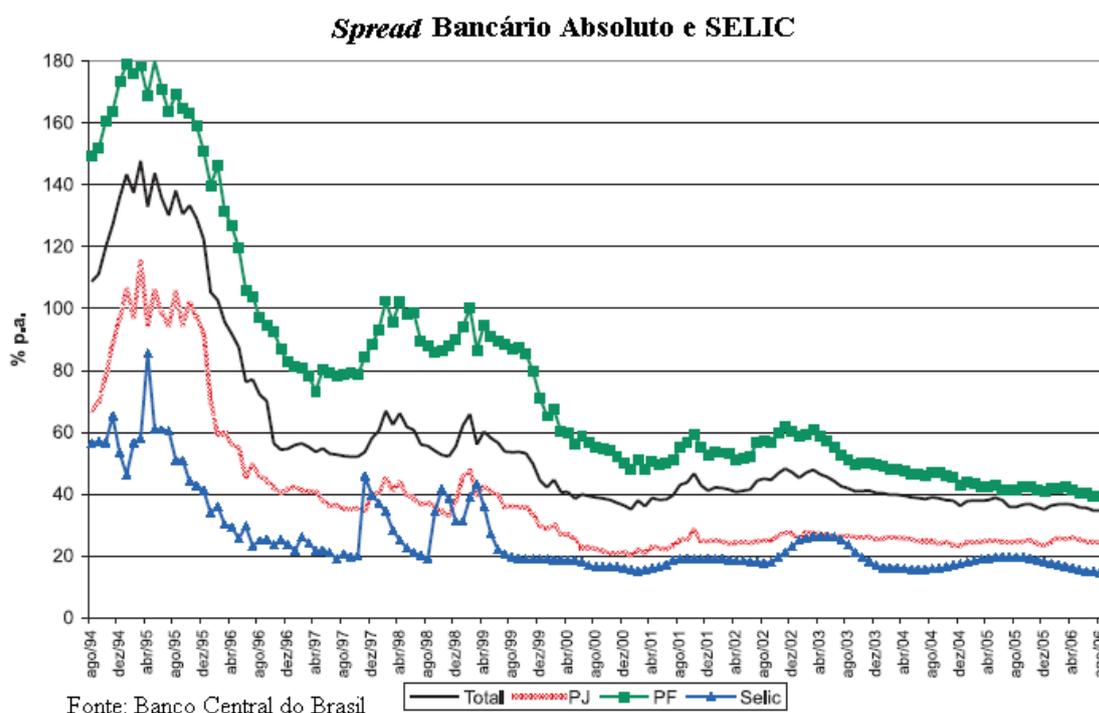


Em se tratando de sua mensuração, de acordo com estudo realizado e apresentado pelo Banco Central no Relatório de Economia Bancária e Crédito de 2006, apesar de o *spread* bancário ser usualmente mensurado como a diferença entre uma taxa de empréstimos e uma taxa de captação (ou o custo de oportunidade dos fundos) do banco, a indústria bancária no país frequentemente faz menção a taxas de empréstimos como um fator multiplicativo aplicado a alguma taxa básica, tipicamente a do referido CDI. Esse comportamento sugere que talvez uma medida mais apropriada para o *spread* bancário fosse a razão entre uma taxa de empréstimos e uma taxa de captação para o banco, o que se denomina *spread* proporcional. De fato, o estudo apresentado mostra resultados que suportam o modelo proporcional, rejeitando o absoluto (caracterizado pela diferença nas taxas, e não pela razão). Isto significa que a prática do setor de precificar as operações de crédito como um múltiplo da taxa do CDI fornece uma descrição mais precisa dos dados, implicando que análises tradicionais do *pass-through* da taxa de juros para as de empréstimos possam levar a resultados imprecisos, como se não estivéssemos avaliando corretamente o impacto que uma redução da taxa Selic pode vir a ter sobre os juros cobrados do tomador, e, por conseguinte, sobre os *spreads* das instituições. O detalhamento do resultado apresentado foge do escopo deste trabalho, importando aqui atentarmos para a evolução da margem de intermediação que vem sendo computada oficialmente.

Voltando a análise do gráfico 7, uma vez que a taxa do CDI se assemelha a da Selic, pode-se notar a influência da trajetória de alta nas taxas de juros no nível do *spread*. Analistas esperavam que, dado o avanço nos fundamentos econômicos do final da década de 90, se obtivesse uma queda mais significativa no nível do *spread* bancário, uma vez frustradas tais expectativas, o Brasil garantiu uma infeliz posição dentre os países com os mais altos *spreads* do mundo<sup>3</sup>.

Em se tratando dos *spreads* absolutos, o gráfico 8 abaixo, mostra o comportamento no período de 94 a finais de 2006. Estamos aqui analisando o comportamento pré-crise, para, posteriormente acompanhar a evolução das variáveis determinantes no período de crise e subseqüentes. O gráfico mostra o *spread* médio para as operações prefixadas para pessoas físicas, jurídicas e agregado, bem como sua relação com a Selic.

Gráfico 8:



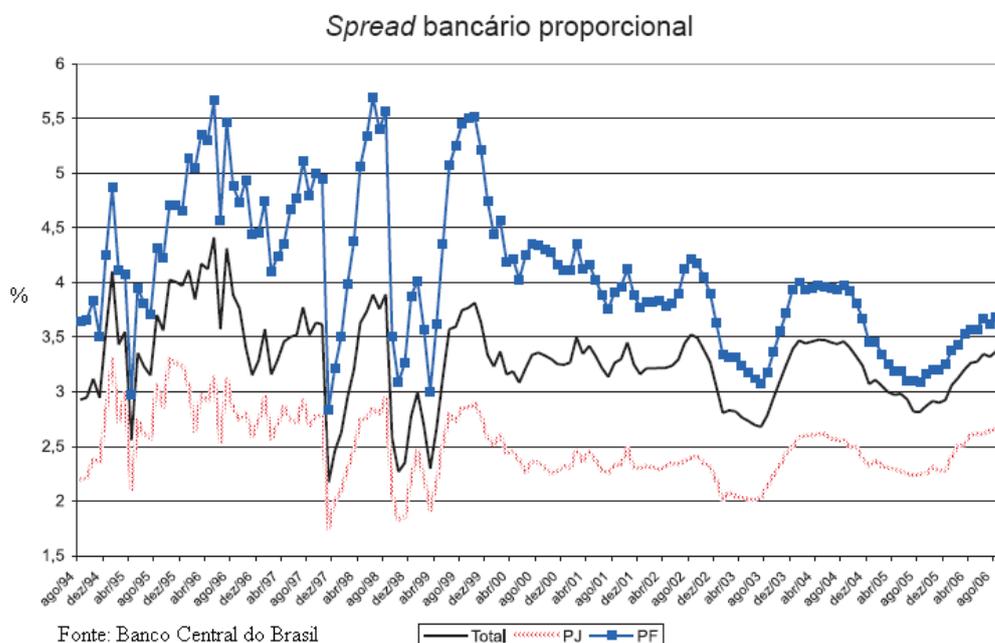
O início da análise reflete o lançamento do Plano Real e retrata, em paralelo, a queda do crédito do período já analisada nesta seção, na figura 6. Ao longo de toda a amostra, observamos uma redução significativa, mas o patamar de 2006, aproximadamente 40% p.a ainda se apresenta demasiadamente elevado para padrões internacionais. Podemos perceber a marcante associação entre a taxa básica (Selic) e o

<sup>3</sup> Mais adiante veremos, em Nakane e Costa (2005), uma possível crítica à metodologia utilizada, que contesta a posição brasileira no *ranking* dos maiores *spreads* no mundo.

*spread* absoluto, apresentando coeficientes de correlação superiores a 87% para as categorias de empréstimos.

O próximo gráfico desta seção plota os *spreads* proporcionais, isto é, a razão entre as taxas de empréstimos e a Selic. Acompanhando sua evolução, observamos que estes se apresentam muito mais estáveis ao longo do período como um todo. O estudo realizado apresenta também uma menor correlação entre as eles e a taxa Selic, não ultrapassando os 16%, em módulo.

Gráfico 9:



No que diz respeito a correlação entre as taxas básicas de juros e o *spread* bancário calculado, Nakane e Costa (2005) levantam um importante ponto a se atentar. Trata-se de uma crítica de fundamental relevância para a questão dos elevados *spreads* nacionais. A idéia é que enquanto o nível da taxa de juros reflete a política monetária desenvolvida, o *spread* bancário deveria, em princípio, fornecer informações sobre o mercado bancário de cada país. É de se destacar, portanto, a extrema importância que tal ponto assume quando da comparação internacional entre países. Desta forma, procura-se chegar a medidas de *spread* bancário que fossem menos contaminadas pelo nível da taxa de juros, alegando-se que, assim sendo, seriam mais informativas da atividade bancária.

A prática de se utilizar a diferença entre as taxas de empréstimo e o custo de oportunidade da captação, apesar de amplamente utilizada, não apresenta precisão

fundamentada teoricamente, comprometendo a validade das comparações internacionais nela baseada.

A idéia é que a medida divulgada oficialmente pelo Banco Central leva em conta em seu cálculo apenas um subconjunto das operações de crédito, aquelas referentes às operações com recursos livres, ou seja, em que os bancos possuem liberdade de preço. Ademais, uma vez dentro deste grupo de operações livres, são computadas todas as operações pertencentes, não se ponderando o grau de risco de cada uma. Desta forma, entram para o cálculo desde as taxas das operações consideradas de baixo risco quanto taxas elevadíssimas, como as do cheque especial e a do cartão de crédito, tipicamente tomadas como de alto risco<sup>4</sup>. O problema é que tal agregação não é feita em grande parte dos países, que se limitam a divulgar os *spreads* de apenas um segmento do mercado, tipicamente o das operações de menor risco, ditas *prime*.

Ainda de acordo com Nakane e Costa (2005), tanto a comparação direta entre os *spreads* divulgados como a indireta, fruto do cálculo feito para cada país, tomando como base a diferença entre taxas de aplicação e captação, apresentam suas imprecisões. O problema está no fato de que as próprias taxas que compõe o diferencial são computadas de maneiras diferentes entre os países, são dados individuais específicos, sendo difícil, portanto, garantir a homogeneidade. Assim, entende-se que eventuais diferenças no nível da margem de intermediação de cada país pode se dever mais à metodologia utilizada do que às características do mercado bancário de cada país propriamente dito.

A compreensão da metodologia alternativa proposta passa pela compreensão dos conceitos de organização industrial, baseada no comportamento esperado da firma bancária, condizente com o problema de otimização de um banco. Trata-se de utilizar o índice de Lerner para o cálculo do *spread*. Dentre suas vantagens, evita-se a forte influência da taxa de empréstimo no método tradicional, dando margem a que, por uma questão de mensuração, estas venham a necessariamente acarretar em *spreads* elevados para aqueles que possuam taxas de empréstimos elevadas. Para uma exposição mais detalhada da metodologia proposta, veja o anexo.

Apesar de controvérsias acerca da metodologia implementada, é preciso atentar para as características internas de nosso país. Ao se considerar em seu cálculo um segmento restrito das operações bancárias, que por sua vez computam tanto atividades

---

<sup>4</sup> Tais modalidades são tipicamente possuidoras de taxas mais elevadas também pelas questões das garantias, como já discutido. A discrepância poderá ser observada mais a frente no gráfico 12.

de risco elevado quanto de maiores garantias, deveríamos tomar esta mensuração como indicativa da elevada margem cobrada internamente. Uma coisa é não podermos comparar com a de outros países, mas, independente disso, dados os custos de captação praticados no Brasil, ainda se cobra acima do compreensível em suas aplicações, e esta conclusão está dissociada da suposta posição do Brasil em *ranking* internacional. Como afirmam os autores, as incoerências quando da comparação do *spread* brasileiro com outros não isentam o país da acusação de tê-lo muito elevado. Mesmo em termos absolutos o nível ainda surpreende, merecendo todos os esforços que visam sua redução.

Dando continuidade ao estudo de sua evolução e vendo o comportamento de variáveis chave, como o crédito, acompanhamos o *spread* até o período pré-crise, para, na próxima seção, estudá-lo durante e depois da turbulência internacional, à luz, principalmente, do *credit crunch*<sup>5</sup> dos mercados.

Pode-se dizer que o final de 2007 é um divisor de águas na evolução do *spread* bancário. Na esteira do quadro econômico favorável, até o referido ano, as operações de crédito registradas no sistema apresentaram evolução positiva, compreendida dado o alongamento dos prazos de financiamento, declínio das taxas ativas e redução da inadimplência. Seja no segmento de recursos livres ou direcionados, a evolução apresentou números expressivos, tendo crescido 32,7% e 17,1% com relação ao ano anterior, para recursos livres e direcionados, respectivamente, como vemos na tabela 3 abaixo.

Tabela 3:

## Evolução do crédito total

Discriminação	R\$ bilhões				
	2005	2006	2007	Variação (%)	
				t-1	t-2
Total	607,0	732,6	936,0	27,8	54,2
Recursos livres	403,7	498,4	661,6	32,7	63,9
Recursos direcionados	203,3	234,3	274,4	17,1	35,0
Participação %:					
Total/PIB	28,1	30,7	34,7		
Recursos livres/PIB	18,7	20,9	24,5		
Recursos direcionados/PIB	9,4	9,8	10,2		

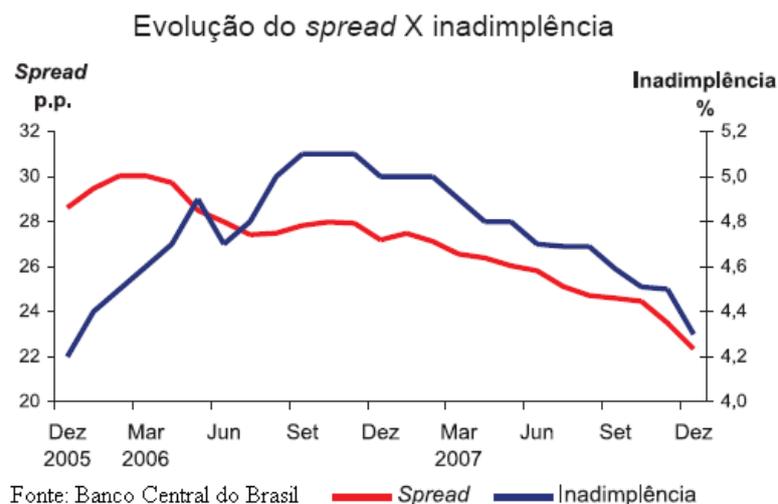
Fonte: Banco Central do Brasil

O volume das operações do crédito referencial, por exemplo, aquele utilizado para o cálculo das taxas médias de juros das modalidades de crédito livre, assim como dos segmentos de pessoa física e de pessoa jurídica, apresentou aumento de 28%. A

<sup>5</sup> Refere-se à contração na liquidez e crédito nos mercados internacionais.

elevação deste crédito referenciado foi acompanhada da trajetória de queda da taxa de juros ao longo do ano, utilizada como baliza para o custo de captação das instituições financeiras. Em consequência, observa-se a redução em 4.9 p.p. no *spread* em relação ao ano anterior. Ponto importante para entender esta redução é analisar o comportamento da inadimplência nesta categoria de crédito, registrando-se redução de 0,7 p.p. ao longo do ano, como se pode ver abaixo:

Gráfico 10:



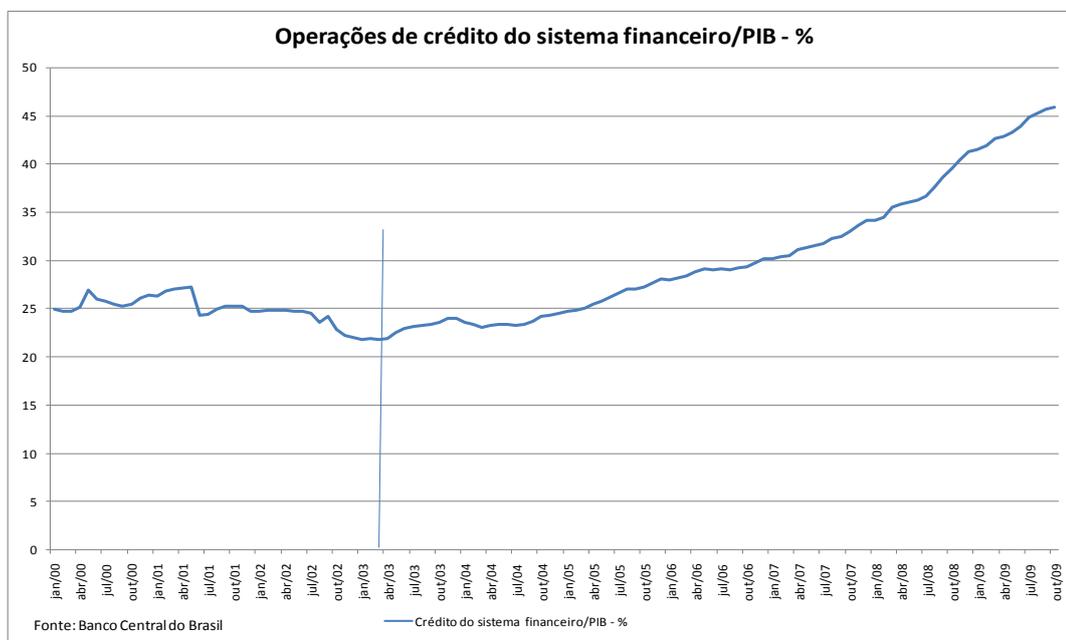
Aqui não só ao quadro econômico favorável, como a elevação da renda real e do emprego, se atribui esta retração, estando ela relacionada também ao crescimento das operações consignadas no país, que, por sua vez, apresentam *spreads* menores devido ao baixo risco tipicamente associados, tendo contribuído também para o incremento dos prazos praticados nas operações, atingindo uma média de 439 dias neste ano.

Entretanto, já em 2008, o país passa a sofrer os efeitos da crise financeira internacional. Originada no mercado hipotecário americano, não demorou até que os mercados mundo a fora sofressem suas consequências, no Brasil não foi diferente. Apesar de sólidos fundamentos conquistados, determinados setores foram afetados. Cabe notar a diferença entre o farto crédito na praça internacional e o comportamento deste após a crise. O aumento dos prazos e a liquidez do mercado foram logo reduzidas e o *spread*, como veremos na próxima seção, interrompe sua trajetória de queda. Os bancários alegam a instabilidade do cenário econômico, já analistas exigem sua redução, alegando que há margem para tal. O comportamento mais atual deste *spread* é o assunto da próxima seção.

## 7.1 - O Comportamento Hoje

A crise financeira internacional rapidamente enxugou dos mercados a farta liquidez em que se encontravam. Quando os efeitos da turbulência começaram a se manifestar, observamos uma queda nos níveis de crédito concedido e uma elevação significativa do *spread* bancário no país. A despeito do *credit crunch* internacional, ao se acompanhar a evolução dos indicadores do crédito do sistema financeiro, observamos que eles mantiveram sua tendência de crescimento iniciada com o fim das instabilidades políticas de 2001/2002. No gráfico 11 abaixo podemos acompanhar o saldo das operações de empréstimo, financiamento, adiantamento e arrendamento mercantil concedidas pelas instituições integrantes do Sistema Financeiro Nacional (SFN).

Gráfico 11:



Cabe destacar, entretanto, que o maior volume de crédito concedido advém de bancos públicos, posto que as instituições privadas, principalmente as de pequeno e médio porte tem sido mais impactadas pela crise, com significativa redução dos recursos disponíveis para emprestar. Recente avaliação feita pelo Banco Central alega que o estoque de crédito ofertado pelos bancos públicos durante os seis meses encerrados em março deste ano foi 18,3% maior do que o de setembro de 2008, quando a crise se agravou. Já nas instituições privadas nacionais o aumento foi de 1,5% e nas estrangeiras foi de 3,5%. A participação relativa dos bancos públicos no mercado de crédito aumentou 0,1 p.p., alcançando 40,7% em outubro. Já nas instituições privadas, a

participação se elevou para 40,8%, enquanto que a parcela referente aos bancos estrangeiros diminuiu de 18,7% para 18,5%.

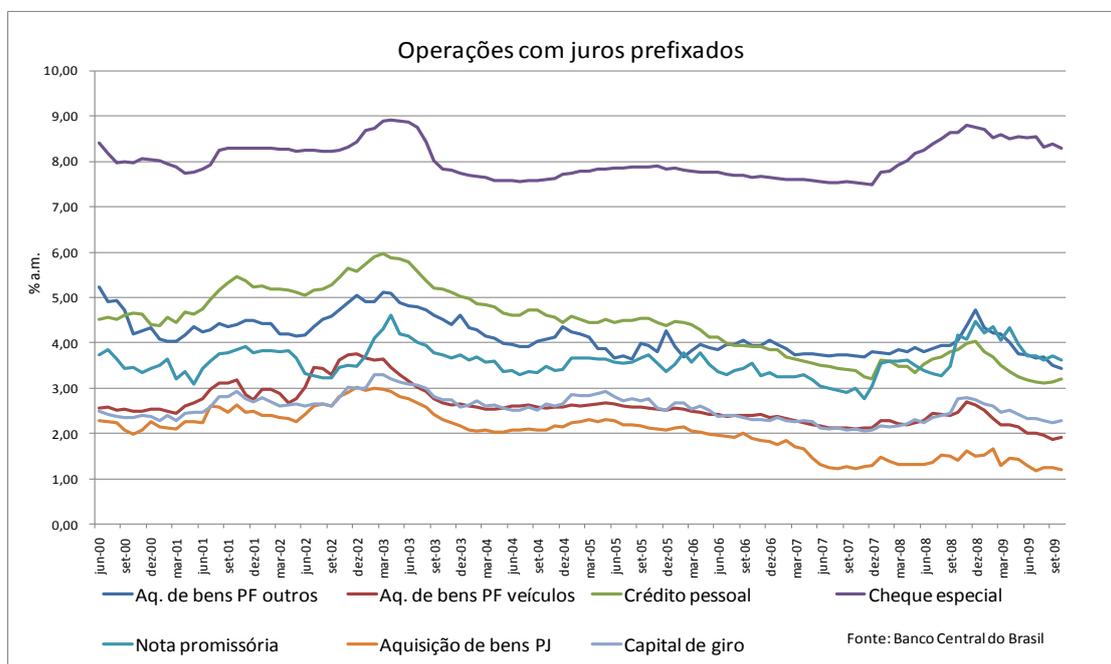
Em abril o Conselho Monetário Nacional aprovou uma medida visando estimular a retomada da atividade dos bancos médios e pequenos, restabelecendo as condições de normalidade do mercado de crédito. Trata-se de uma provisão adicional do Fundo Garantidor de Crédito, oferecendo garantia complementar a depósitos a prazo, emitidos por bancos comerciais, de investimento, múltiplos e de desenvolvimento, além de sociedades de crédito e caixas econômicas.

Ainda na questão do crédito, em recente nota divulgada pelo Banco Central percebe-se a gradual recuperação, sendo ela favorecida pelo comportamento positivo dos indicadores da economia real; mercado de trabalho e atividade econômica. O entendimento fica claro ao pensarmos que tais indicadores repercutem diretamente nas decisões de consumo e investimento. Em sua versão consolidada, o estoque total de crédito correspondeu a 45,9% do PIB, mantendo a trajetória de alta. Neste aspecto, é evidente que a redução dos *spreads* das operações financeiras também pode ajudar a estimular o fluxo de crédito no mercado, favorecendo a recuperação do vigor da demanda no país.

Em Oliveira e Carvalho (2004) discute-se o componente “custo de oportunidade” do spread bancário no Brasil. A idéia é que uma vez tendo alternativas rentáveis no que diz respeito às operações financeiras de empréstimo, criam-se disfuncionalidades no mercado de crédito, posto que os bancos passam a exigir um prêmio de risco muito elevado para a concessão de recursos, elevando a margem bancária e aumentando o custo do dinheiro. Refere-se aqui às elevadas taxas de juros praticadas por muitos anos no país, fornecendo atraentes rentabilidades aos títulos públicos federais, de risco inferior às operações de empréstimos. Além da taxa básica em si, pode-se observar também, conforme já mencionado em seção anterior, uma forte relação entre esta margem e a taxa de financiamento de uma instituição junto à outra, o CDI, conforme pudemos observar no gráfico 7. É preciso ter em mente que o que é incorporado no *spread* cobrado quando da concessão de empréstimo não é o custo de oportunidade de se manter recursos em caixa, mas sim a rentabilidade de que se abre mão por deixar de aplicar os recursos destinados às operações em títulos e junto ao CDI. Desta forma, os prêmios de risco cobrados nas concessões de crédito se traduzem não apenas em uma maior margem dos bancos, mas também em maior exigência de colaterais, refletindo uma maior aversão ao risco. Desta forma, entende-se mais

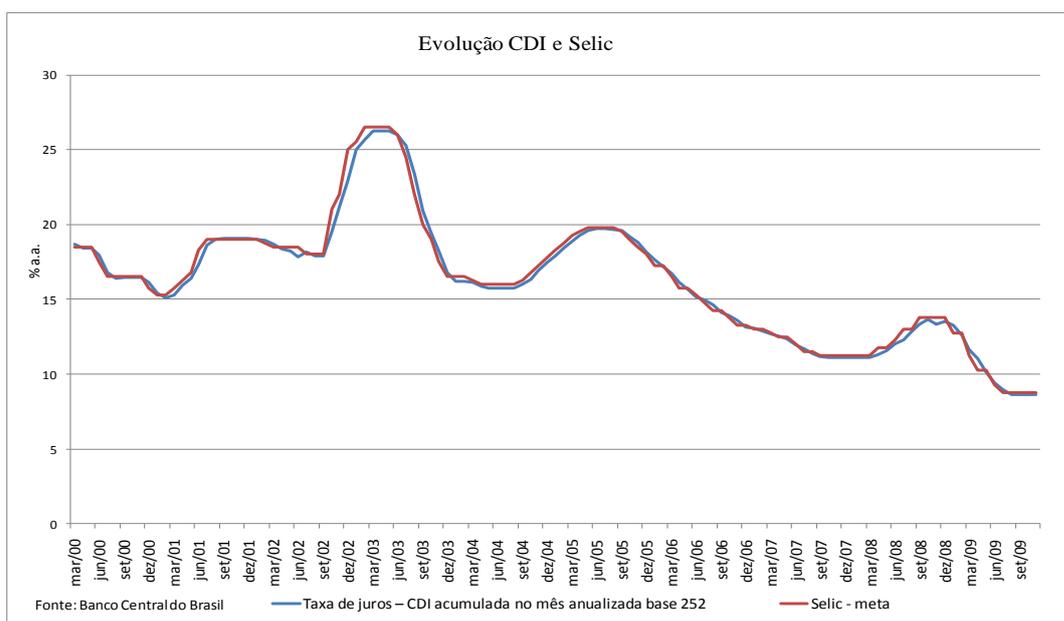
claramente a taxa de juros aplicadas em algumas modalidades de crédito, como o cheque especial.

Gráfico 12:



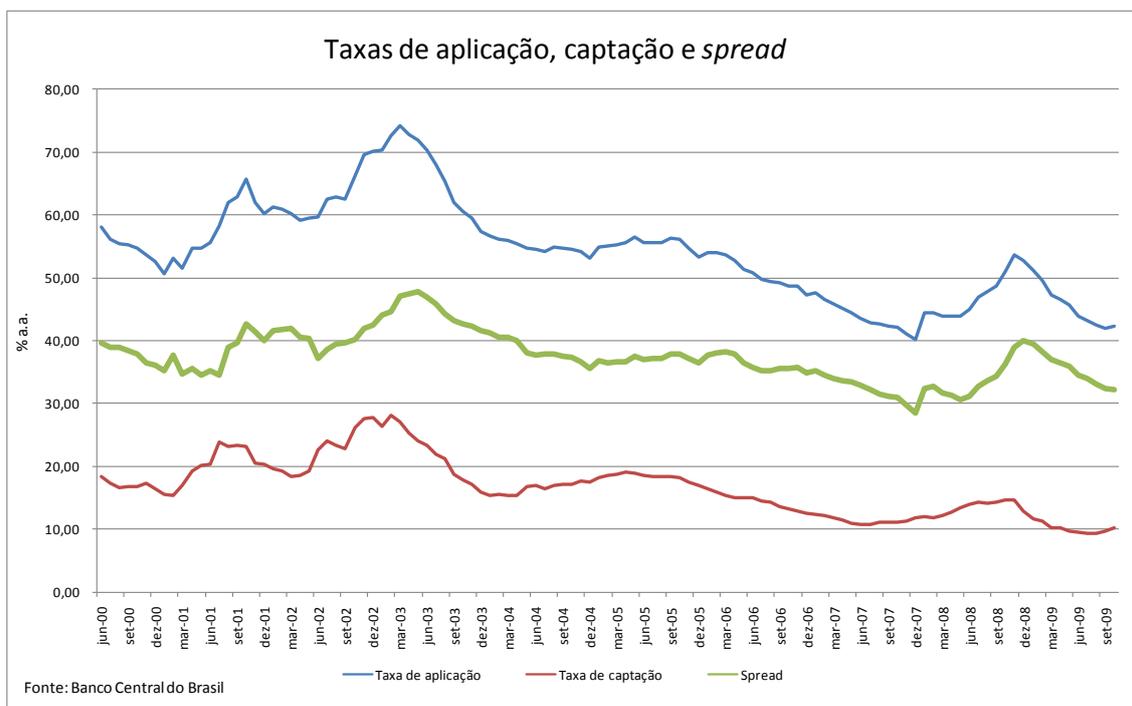
Ao observar o gráfico 12 acima, percebemos a enorme discrepância das taxas das operações de juros prefixados cobradas nesta modalidade quando comparadas com outras. Entretanto, cabe notar a forte trajetória de queda dos juros recentemente, tanto pela taxa SELIC quanto pelos certificados de depósitos, conforme vemos no gráfico 13 abaixo, abrindo espaço, portanto, para uma diminuição da aversão ao risco dessas instituições e a conseqüente redução das taxas de aplicação cobradas.

Gráfico 13:



Na outra ponta, ao acompanhar a evolução das taxas de captação de recursos das instituições financeiras, como vemos no gráfico 14 abaixo, percebe-se a trajetória declinante, observada desde os últimos meses de 2008, registrando 14,75% a.a. em novembro de 2008 contra uma taxa de 10,19% a.a. em outubro passado. Desta forma temos evidente a possibilidade de redução das margens cobradas.

Gráfico 14:



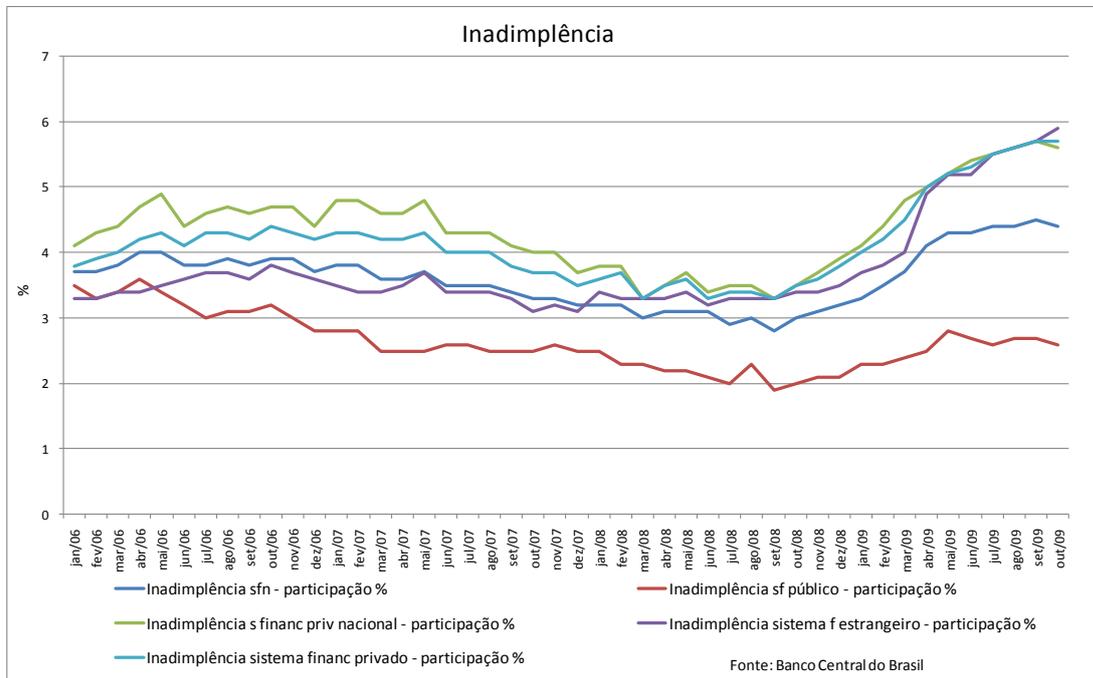
Representantes da indústria bancária, no entanto, à medida que perdem argumentos condizentes aos juros e custos de captação, estabelecem novas defesas às elevadas taxas de aplicação, fundadas em outros componentes da determinação dos *spreads*, como, principalmente, a cunha fiscal. Os impostos diretos e indiretos representam a chamada cunha fiscal sobre a margem cobrada pelos bancos em suas operações de empréstimos. A idéia é que um sistema bancário com uma cunha baixa tem poucos entraves à intermediação e transmite com mais eficácia e velocidade mudanças de preços de ativos do que um sistema assolado por tributos em excesso. A tributação no Brasil é excessiva em diversos setores, inclusive no bancário, com diversos impostos diretos e alguns implícitos, como o depósito compulsório, cuja aplicação é altamente discutida. A experiência internacional tem indicado uma importância cada vez menor para o compulsório, que limitam a fração de recursos disponíveis para concessão ao público. No Brasil, recentemente se viu uma alteração na taxa de recolhimento quando do anúncio do presidente do Banco Central, Henrique Meirelles, reduzindo a alíquota do compulsório sobre os depósitos a prazo de 15% para

13,5% até março de 2010, novamente abrindo espaço para a redução das margens de intermediação cobrada pelos bancos.

No que se refere às despesas administrativas, representam custos fixos para os bancos, incidindo com maior impacto sobre as operações de menor valor, tipicamente os empréstimos destinados às pessoas físicas. Conforme apontado no relatório de avaliação do projeto Juros e Spread Bancário no Brasil, elaborado pelo Banco Central em 2001, por muitos anos o alto número de agências bancárias e a baixa alavancagem das operações de empréstimos no país tornaram as despesas administrativas dos bancos bem mais elevadas que o verificado no sistema bancário de países desenvolvidos. Entretanto, em virtude de ganhos de escala fruto do forte crescimento das operações de crédito e a despeito dos impactos da crise financeira internacional, estes custos vêm apresentando uma tendência mais clara de redução.

Retomando a questão da aversão ao risco das instituições, traçamos um paralelo junto às taxas de inadimplência, crescente nos últimos meses por conta da crise financeira internacional, que gerou escassez das linhas externas de crédito, como pode ser observado no gráfico 15 a seguir:

Gráfico 15:



Seu custo para os bancos é elevado porque a qualidade da informação no Brasil é deficiente, o que aumenta o risco para o emprestador. Os custos associados à inadimplência também são elevadíssimos quando incluímos gastos com a cobrança judicial, a morosidade no trâmite de suas questões, a demora na recuperação de

garantias, etc. Destaca-se a evidência vista anteriormente, de que nas linhas com melhores garantias, como o crédito consignado e o financiamento de veículos, os *spreads* são bem menores, enquanto linhas como o cheque especial apresentam margens elevadas. Questões como a garantia do credor e o risco de crédito são, portanto, fundamentais para saúde do sistema bancário no país, posto que elas pautam o elevado peso que a inadimplência possui na determinação das margens cobradas, como apresentado em todos os relatórios de avaliação da economia bancária e do crédito desde a início do projeto “Juros e Spread Bancário no País” em 1999. Desta forma, diversas medidas apontadas para a redução desta margem bancária apontam na direção do desenvolvimento de um quadro institucional mais sólido.

Demais propostas que buscam essa redução são amplamente encontradas na literatura e passam principalmente pelas questões ligadas à segurança jurídica, ao estímulo à concorrência, aumentando a transparência nas operações bancárias, permitindo maior acesso da população a essas informações e à redução da cunha fiscal, seja direta ou indireta. Procura-se também uma maior flexibilização dos direcionamentos obrigatórios do crédito, entendido ao passo que quando se exige a concessão de taxas menores do que as livremente pactuadas no mercado a certas atividades, obriga as instituições a elevarem suas taxas em outras operações, criando, portanto, um mecanismo de subsídio cruzado que onera grande parte dos tomadores. As medidas, portanto, são diversas e, de fato, nota-se uma redução nos últimos meses nas margens cobradas como pudemos observar pelas séries apresentadas, cabe agora aproveitarmos os sólidos fundamentos macroeconômicos conquistados, comprovados pela sustentação em face à crise recente, bem como o ambiente econômico favorável esperado para 2010 e pôr em prática reformas internas que possibilitem uma redução ainda mais significativa destes *spreads*, posto que, a despeito da redução obtida, ainda continuam significativamente elevados.

## 8 - Conclusão

A trajetória dos *spreads* bancários no Brasil tem acompanhado as instabilidades políticas e econômicas de nosso país, como pudemos observar pelos gráficos apresentados. Os avanços conquistados pelos fundamentos macroeconômicos, portanto, vem permitindo cada vez mais a redução destas margens, tendo iniciado sua trajetória de queda com o fim do período de instabilidade em 2003. Tal evolução, entretanto, foi interrompida com o advento da crise financeira internacional, onde tais margens novamente tornaram-se crescentes. Mais recentemente, com a recuperação do sistema financeiro nacional, principalmente com a retomada do crédito e do desempenho da demanda doméstica, passamos a observar novamente a queda destas taxas. Apesar da inadimplência que ainda não reverteu sua recente tendência de crescimento, cabe destacar que tal comportamento de redução nos níveis gerais do *spread* iniciado em janeiro deste ano condiz com a evolução dos principais determinantes apontados na literatura, levando de forma favorável à possibilidade de redução ainda maior destas margens. Para os próximos anos, espera-se, diante da exposta possibilidade, a manutenção da queda destas margens de intermediação, o cenário esperado para o ano de 2010 é favorável neste ponto, com a retomada sustentada de um crescimento elevado. A tendência é um maior fluxo de recursos em linhas de crédito mais seguras, implicando, assim, em menores *spreads*. A manutenção dos níveis de emprego e renda permitem a flexibilização dos juros e dos prazos dos empréstimos, cujo crescimento esperado para seu estoque é da ordem de 25% para 2010. No que se refere ao crédito, projeções feitas por consultorias e bancos<sup>6</sup> apontam para um forte crescimento no ano que vem, devendo fechar 2009 em 48% do PIB e superando os 50% já em 2010.

A existência destas margens é obviamente compreendida, até determinados patamares de taxas mais elevadas podem ser sustentados, principalmente diante de um quadro institucional ainda em fase de consolidação no país no que se refere às garantias para o prestador. Além disso, não se pode deixar de considerar as características do financiamento bancário e o natural descasamento temporal entre ativos e passivos dessas instituições. As margens líquidas são, portanto, essencial para manutenção saudável do sistema financeiro. A questão é que, apesar de todas essas considerações, tais margens de intermediação permanecem bem acima do patamar economicamente e

---

<sup>6</sup> Projeções feitas pela consultoria MB Associados e banco Bradesco.

socialmente desejado. Mostramos, entretanto, termos as condições econômicas favoráveis para uma queda ainda maior em seus níveis, restando, portanto, aproveitar a oportunidade.

## 9 - Anexo:

## Retirado do Relatório de Economia Bancária e Crédito de 2005 do BC:

Mas há ainda uma questão metodológica a ser esclarecida, que se refere ao cálculo do *spread* como a diferença entre as taxas de empréstimo e o custo de oportunidade dos recursos captados. Essa é uma prática que, embora seja a mais utilizada e a mais intuitiva, não tem amparo teórico preciso, o que compromete o seu uso para fins de comparação internacional. Além disso, em termos financeiros, a taxa calculada por diferença – e não como razão – desconsidera questões relativas ao valor presente das operações de captação e empréstimo, que, embora sejam contratadas no presente, só têm sua realização financeira efetivada no futuro.

Com o objetivo de contornar os problemas do cálculo do *spread* como diferença de taxas, propõe-se aqui uma abordagem alternativa, baseada no comportamento esperado da firma bancária e, portanto, mais adequada do ponto de vista teórico. Trata-se do cálculo do *spread* como índice de Lerner, ou a razão preço-custo, familiar nos livros-texto de organização industrial e derivada de um conceito de *spread* que é consistente com a resolução do problema de otimização de um banco.

Seja  $i$  uma firma bancária que opera em oligopólio<sup>6</sup>, que deve decidir o volume de empréstimos ( $L_i$ ) que ela vai oferecer, e seja  $D_i$  o volume de depósitos captados. Supõe-se uma demanda por empréstimos negativamente inclinada, cuja função inversa é dada por  $r_L(L)$  e uma função oferta de depósitos, com função inversa dada por  $r_D(D)$ . Logo, com  $n$  bancos que operam no mercado, tem-se que o volume total de empréstimos e de depósitos é dado, respectivamente, por

$$L = \sum_{i=1}^n L_i \quad e \quad D = \sum_{i=1}^n D_i$$

Supõe-se ainda que os bancos tenham acesso a um mercado de liquidez que pode, alternativamente, ser interpretado como mercado interbancário ou mercado de títulos públicos, sendo  $B_i$  a posição líquida do banco  $i$  nesse mercado, que remunera à taxa  $r$ , fixada exogenamente. Por hipótese, a título de simplificação, não existem custos operacionais para o banco, não existem reservas compulsórias, e o banco não necessita de capital (*equity*) para operar. Assim, pelo balanço patrimonial do banco, tem-se  $L_i + B_i = D_i$ . Substituindo essa identidade contábil na expressão do lucro do banco, tem-se:

$$r_L(L)L_i + rB_i - r_D(D)D_i = [r_L(L) - r]L_i + [r - r_D(D)]D_i \quad (1)$$

onde  $r_L$  é a taxa de empréstimo, e  $r_D$  é a taxa paga sobre os depósitos captados.

A expressão (1) desdobra o lucro do banco em dois termos: o lucro decorrente de sua atividade de empréstimo e o lucro obtido na captação de recursos. Sob as hipóteses feitas, vale a separabilidade das atividades bancárias nesses dois mercados. Vale dizer, a condição de otimização no mercado de empréstimos é independente da condição de otimização no mercado de depósitos e vice-versa. Assim, concentrando-se no primeiro mercado, segue que a condição de primeira ordem é dada por:

$$r_L + L_i r_L'(\cdot) \left[ 1 + \frac{dL_{-i}}{dL_i} \right] - r = 0 \quad (2)$$

Na expressão (2),  $r_L'(\cdot)$  representa a derivada de  $r_L$  em relação a seu argumento, enquanto  $L_{-i}$  indica os empréstimos combinados de todos os bancos, com exceção do banco  $i$ . Se o banco  $i$  trata a derivada conjectural  $\lambda_i \equiv \frac{dL_{-i}}{dL_i}$  como uma constante, então a condição de primeira ordem (2) pode ser expressa como:

$$\frac{r_L - r}{r_L} = \frac{s_i(1 + \lambda_i)}{\varepsilon_L} \quad (3)$$

Na expressão (3),  $s_i \equiv \frac{L_i}{L}$  representa a participação de mercado do banco  $i$ , e  $\varepsilon_L \equiv -\frac{r_L}{Lr_L'}$  representa a elasticidade da demanda por empréstimos. A expressão acima é a familiar relação entre o índice de Lerner (lado esquerdo) e o inverso da elasticidade.

Note que, multiplicando-se ambos os lados da expressão (3) por  $r_L$ , obtém-se uma expressão para o *spread* bancário, como convencionalmente mensurado. O índice de Lerner, contudo, apresenta pelo menos duas vantagens em relação à medida tradicional. Primeiro, pela expressão derivada acima, a medida tradicional é fortemente influenciada pela taxa de empréstimos. Assim, por um mero problema de mensuração, países com taxas de empréstimos elevadas também tenderão a ter *spreads* elevados.

A segunda vantagem do índice de Lerner é que, conforme ressaltado pelos livros-texto de organização industrial, ele está mais diretamente relacionado com indicadores de poder de mercado (Martin, 1993), não somente pela sua relação com a elasticidade da demanda, mas também porque, a partir do índice de Lerner individual, pode-se obter um índice de Lerner médio para o mercado, que, por sua vez, relaciona-se com o índice de concentração de Herfindahl. Para obter essa relação, considere o índice de Lerner médio ponderado, em que a ponderação é dada pela participação de mercado  $s_i$  do banco  $i$ . A partir da expressão (3), obtém-se:

$$\sum_{i=1}^n s_i \left( \frac{r_L - r}{r_L} \right) = \frac{H + \sum_{i=1}^n \lambda_i s_i^2}{\varepsilon_L} \quad (4)$$

Na expressão (4),  $H$  é o índice de concentração de Herfindahl.

A utilização do *spread* medido como índice de Lerner não deveria surpreender os especialistas em organização industrial. Na verdade, o que parece surpreendente é a utilização da medida convencional do *spread* em vários estudos, sem que haja qualquer discussão sobre sua conveniência, principalmente quando comparações internacionais – por definição, contaminadas pelo diferente nível observado para as taxas básicas de cada país – é o objetivo.

Há portanto que se ressaltar a utilidade do *spread* bancário medido como índice de Lerner, sobretudo quando se está interessado em realizar comparações internacionais. Nesse caso, a medida convencional de *spread* pode estar simplesmente captando o movimento do nível geral das taxas, ao invés de conter alguma informação a respeito do sistema bancário dos diversos países.

## 10 - Bibliografia

AFANASIEFF, T. S., LHACER, P. M. V. e NAKANE, M. I. “The Determinants of Bank Interest Spread in Brazil”. Working Paper Series 46. Agosto 2002

ALLEN, L. “The Determinants of Bank Interest Margins: A note” Journal of Financial and Quantitative Analysis. 1988

ANGBAZO, L. “Commercial bank net interest margins, default risk, interest-rate risk, and off-balance sheet banking”. Journal of Banking & Finance 1997.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. “Juros e Spread Bancário no Brasil” (1999)

\_\_\_Juros e Spread Bancário no Brasil: Avaliação de 2 anos do projeto 2001

\_\_\_Relatório de Economia Bancária e Crédito 2002

\_\_\_Relatório de Economia Bancária e Crédito 2006

\_\_\_Relatório de Economia Bancária e Crédito 2007

Barbosa, Cristiano Prado Martins. “Parada brusca de financiamento externo: fatores políticos, efeitos reais”. Dissertação de Mestrado - Departamento de Economia, PUC – Rio 2004.

BIGNOTTO, F. G. e RODRIGUES, E. A. de S. “Fatores de Risco e o Spread Bancário no Brasil”. Texto para Discussão 110 do Banco Central. Julho 2006

BEVILAQUA, A., MESQUITA, M., MINELLA A. (2007) “Brazil: Taming Inflation Expectations” – Working Paper Series 129 – Banco Central do Brasil

Estudos Econômicos da OCED: Brasil. Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico. Tradução Martins Joaquim de Oliveira. Editora FGV

FRAGA, A., GOLDFAJN, I.,MINELLA. (2003) “Inflation Target in Emerging Market Economies” – Working Paper Series 76 – Banco Central do Brasil

GIAMBIAGI, Fabio (2008). “18 Anos de Política Fiscal no Brasil: 1991/2008”

Giambiabi, F., Villela, A., Castro, L. e Hermann “Economia Brasileira Contemporânea” – Ed. Campus. 2005.

HO, T. S. Y. e SAUNDERS, A. “The Determinants of Bank Interest Margins: Theory and Empirical Evidence”. The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 16. 1981.

LOWENKRON, A.; GARCIA, M.G.P. “Monetary policy credibility and inflation risk premium: a model with application to Brazilian data”, Texto para discussão 543. PUC-rio. Abril (2007)

MAUDOS, J. e GUEVARA J. F. “Factors explaining the interest margin in the banking sectors of the European Union, Journal of Banking & Finance 2004.

MCSHANE, R. W. e SHARPE, I. G. “A time series cross section analysis of the determinants of Australian trading bank loan-deposit interest margins: 1962-1981. Journal of Banking and Finance 1985.

NAKANE, M. I. e COSTA, A. C. A. “Spread Bancário: os Problemas da Comparação Internacional”. Relatório de Economia Bancária e Crédito do Banco Central do Brasil 2005.

OLIVEIRA, G. C. e CARVALHO, C. E. “O Componente “Custo de Oportunidade” do *Spread* Bancário no Brasil: Uma Abordagem Pós-keynesiana”. Texto para discussão 06/2004. PUC-SP (2004)

Palocci, A. “Sobre formigas e cigarras” - Ed. Objetiva. 2007.

STANHOUSE, B. e STOCK, D. “The impact of loan prepayment risk and deposit withdrawal risk on the optimal intermediation margin”. Journal of Banking & Finance 2004.

WONG, K. P. “On the determinants of bank interest margins under credit and interest rate risks”. Journal of Banking & Finance 1997.

World Economic Forum. The Global Competitiveness Report 2009-2010

ZARRUCK, E. R. “Bank margin with uncertain deposit level and risk aversion”. Journal of Banking and Finance 1989.

XVI Seminário de Iniciação Científica da PUC-Rio. André Oliveira “Metas para a Inflação, Intervenções Esterelizadas e Sustentabilidade Fiscal” (2008)

**Fontes de dados para os gráficos:**

- [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br) - Banco Central do Brasil
- [www.bmf.com.br](http://www.bmf.com.br) – Bolsa de Mercadorias e Futuros
- [www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br) – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
- Terminal da Bloomberg