

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

MERCADO DE CRÉDITO E O *SPREAD* NO BRASIL ENTRE 2011-2013

RENATA LIMA DA CUNHA
Matrícula: 113100967

ORIENTADORA: ANA CRISTINA REIF

AGOSTO DE 2018

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

MERCADO DE CRÉDITO E O *SPREAD* NO BRASIL ENTRE 2011-2013

RENATA LIMA DA CUNHA

Matrícula: 113100967

ORIENTADORA: ANA CRISTINA REIF

AGOSTO DE 2018

As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor.

Dedico este trabalho ao meu anjo da guarda, Mayta, a quem devo minha formação escolar e acadêmica.

AGRADECIMENTOS

Agradeço à minha orientadora e querida professora, Ana Cristina Reif, que sempre agiu com eficiência ímpar, acessibilidade, paciência, didática, respeito e carinho não só comigo, mas com todos os alunos com quem se relaciona. Modelo de economista, professora e mulher, sempre foi motivadora e sem ela não consigo imaginar o processo de escrita deste trabalho.

Aos Professores Doutores Fernando Carlos G. de C. Lima e João Carlos Ferraz, por me darem a honra de participarem da minha banca de defesa da monografia.

A todos que me acompanharam ao longo da minha trajetória no Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, professores, colegas e amigos, e que contribuíram para minha formação como economista e ser humano.

À família, sobretudo à minha mãe, pelo apoio, incentivo e carinho, não apenas nesse processo, mas sempre. Em especial, ao meu pai, que me ensinou a não esmorecer frente às dificuldades da vida.

Aos meus amigos, que sempre me apoiaram e me alegraram e com os quais eu aprendi muito. Eles sempre estiveram presentes e sei que a distância não mudará isso.

Às minhas antigas chefes, sobretudo Vanda Fontoura, que acreditou em mim e me deu oportunidade de efetivação na empresa onde surgiu a ideia para o tema desta monografia, e aos meus colegas que muito me ensinaram.

Não poderia deixar de agradecer também ao Fillipe, meu melhor amigo, que vivenciou tudo isso comigo, desde a espera de aprovação na faculdade até agora e que sempre soube me incentivar.

RESUMO

CUNHA, Renata Lima da. Mercado de crédito e a rigidez do *spread* no Brasil entre 2011-2013. Monografia (Economia). Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia, 2018.

Este estudo analisa o *spread* bancário brasileiro, sobretudo dos recursos livres, entre 2011 e 2013, a fim de verificar o porquê de seu alto nível praticado e a influência de seu comportamento na eficácia da transmissão da política monetária, via canal de crédito. Para tal, observou-se o mercado de crédito, levando em consideração a política creditícia e macroprudencial, à luz do contexto político e econômico de pós-crise financeira internacional e início de mandato da presidente eleita. Verificou-se que a inadimplência, o ciclo econômico, o direcionamento de crédito, as medidas macroprudenciais, a estrutura do mercado bancário e o nível praticado da taxa básica de juros influem no pleno funcionamento da política monetária.

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

BB – Banco do Brasil

BCB – Banco Central do Brasil

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

CEF – Caixa Econômica Federal

CMN – Conselho Monetário Nacional

COPOM – Comitê de Política Monetária

IPCA – Índice de Preços ao Consumidor

PDD – Provisão de Devedores Duvidosos

PF – Pessoa Física

PJ – Pessoa Jurídica

PT – Partido dos Trabalhadores

PIB – Produto Interno Bruto

RMI – Regime de Metas de Inflação

SELIC – Sistema Especial de Liquidação e Custódia

SGS – Sistema Gerenciador de Séries Temporais

LISTA DE QUADROS, GRÁFICOS E FIGURAS

Figura 01:	Curva de rendimentos.....	7
Gráfico 01:	Histórico meta SELIC (%a.a.)	20
Quadro 01:	Evolução do Crédito.....	20
Gráfico 02:	Distribuição dos saldos de crédito.....	21
Gráfico 03:	Endividamento das famílias.....	22
Gráfico 04:	Prazo médio.....	22
Gráfico 05:	Direcionamento do crédito para atividades econômicas (recursos livres e direcionados)	23
Gráfico 06:	Distribuição média dos saldos – PJ.....	24
Gráfico 07:	Distribuição média dos saldos – PF.....	24
Gráfico 08:	Taxa média de juros (%a.a.)	25
Gráfico 09:	Inadimplência média.....	25
Gráfico 10:	<i>Spread</i> médio.....	30
Gráfico 11	Taxa de juros média livre, <i>Spread</i> médio livre e SELIC.....	31
Quadro 02:	Composição do spread.....	32
Gráfico 12:	PDD e <i>Spread</i> Médio Livre.....	33
Gráfico 13:	Recolhimento Compulsório (em R\$ milhões) e SELIC.....	34

SUMÁRIO

	INTRODUÇÃO.....	1
1	POLÍTICA MONETÁRIA.....	3
1.1	Instrumentos.....	4
1.2	Mecanismos de Transmissão.....	7
1.3	Políticas Macropрудenciais.....	10
2	CRÉDITO NO BRASIL (2011-2013).....	12
2.1	Políticas Monetária e Creditícia.....	12
2.2	Indicadores do Mercado de Crédito.....	19
3	ANÁLISE DO COMPORTAMENTO DO SPREAD NO BRASIL (2011-2013).....	27
3.1	Determinantes do <i>spread</i> bancário.....	27
3.2	O <i>spread</i> bancário no Brasil entre 2011-2013.	29
	CONCLUSÃO.....	36
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	38

INTRODUÇÃO

Nos primeiros anos de Dilma Rousseff como presidente do Brasil, com o Banco Central sob a presidência de Alexandre Tombini e o Ministério da Fazenda sob gestão de Guido Mantega, verificou-se mudanças significativas na condução da política monetária, acompanhada da introdução de políticas macroprudenciais e do uso de política creditícia.

Esse período se dá logo após a crise financeira internacional de 2008, dessa forma, o cenário internacional era incerto e havia a preocupação de blindar o Brasil o máximo possível das externalidades negativas desse contexto. Devido a esse acontecimento, foram implementadas, pouco antes do início do período aqui selecionado, medidas macroprudenciais com finalidade de evitar acúmulo de risco sistêmico e novas crises. Ademais, caracterizou-se pela expansão intensa do crédito direcionado, devido a ações contundentes de política creditícia, destinadas a financiamento do investimento (BNDES), habitação (CEF) e ao setor rural (BB) para o nível de atividade.

No que diz respeito à política monetária, no período de 2011 a 2013, em particular, houve variações profundas na taxa básica de juros (SELIC), devido à operação da política monetária, mas é possível verificar, em alguns momentos, uma baixa sensibilidade da taxa de juros de mercado média frente às oscilações da SELIC, ou seja, o mecanismo de transmissão da política monetária via canal de crédito parece não funcionar adequadamente, além da manutenção de um nível de *spread* elevado ao longo de todo o período.

O objetivo do trabalho é buscar identificar possíveis causas para tal comportamento. A hipótese é de que os bancos têm poder para determinar suas taxas de juros e elevar seus *spreads* de forma a não repassar o barateamento do custo de crédito aos tomadores de empréstimo, dificultando, dessa forma, a eficiência da política monetária.

A fim de comprová-la, será feita revisão da literatura existente sobre o funcionamento das políticas monetária e creditícia, serão analisados os dados relativos ao comportamento do mercado de crédito e do *spread* bancário no período, assim como algumas interpretações. Esse trabalho se estrutura em quatro seções, além dessa introdução. O primeiro capítulo consiste em uma revisão teórica e bibliográfica da política monetária, creditícia e das medidas macroprudenciais. O

segundo capítulo expõe o panorama monetário e creditício à época e o comportamento dos principais indicadores. O terceiro capítulo centra a análise sobre o *spread* bancário na tentativa de explicar, seu alto nível e seu comportamento frente às variações da taxa básica de juros. Posteriormente a este capítulo, vem as conclusões sobre o que foi analisado.

1 POLÍTICA MONETÁRIA¹

A macroeconomia tem como objetivo compreender as relações causais associadas ao comportamento de importantes agregados econômicos, como produto, emprego, consumo, investimento, nível de preços, taxa de juros, os quais possam ser influenciados por instrumentos de política econômica com o objetivo de manter o crescimento do nível de atividade, baixo desemprego e estabilidade de preços.

A política monetária é uma das políticas econômicas que podem ser usadas pelo governo e conta com instrumentos específicos, capazes de contribuir para o alcance dos objetivos mais gerais, normalmente hierarquizados conforme a crença, a partir de referenciais teóricos, sobre a eficácia destes instrumentos no alcance dos diversos objetivos, às vezes considerados, inclusive, incompatíveis.

Conforme os estatutos de vários Bancos Centrais internacionais, o principal objetivo da política monetária é atingir a estabilidade de preços. Mas como, na realidade, os bancos centrais devem dispor de vários outros objetivos para manter a saúde da economia (como nível de desemprego e de atividade econômica), a política monetária acaba por ter uma área de atuação maior do que apenas a de deter a inflação. A condução da política monetária, em geral, é executada por um Banco Central, que desempenha as funções de: monopólio de emissão de moeda, banqueiro do governo, banco dos bancos, supervisor do sistema financeiro, executor da política monetária, executor da política cambial e depositário das reservas internacionais².

A função de executor da política monetária é a mais abrangente e a que mais vai interessar no presente trabalho. Conforme definição do BCB, “a política monetária influencia a evolução dos meios de pagamentos e controla o processo de criação da moeda e do crédito, mediante os seguintes instrumentos clássicos dos bancos centrais: encaixe legal (recolhimento compulsório); redesconto; e operações

¹ Porque são muitos os desdobramentos que o assunto comporta, este capítulo está baseado nas considerações levantadas por Carvalho et al (2007), por serem autores considerados na literatura e por imprimirem uma sequência de ideias que se ajusta teoricamente a esta pesquisa.

² BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Funções do Banco Central do Brasil*: PMF11. 2016, p. 6. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/FAQs/FAQ%2011-Fun%C3%A7%C3%B5es%20do%20Banco%20Central.pdf>> Acesso em: 27/07/2018.

de mercado aberto”³. Como será visto, além dos instrumentos clássicos, os bancos centrais também utilizam políticas de crédito para alcançar seus objetivos.

Recentemente, contudo, após as crises financeiras internacionais experimentadas no início do séc. XXI, a função do banco central de supervisor, encarregado de manutenção da estabilidade, eficiência e desenvolvimento do sistema financeiro, tem ganho cada vez mais importância, exercida, em geral, por meio de políticas macroprudenciais, com impactos sobre o funcionamento geral deste sistema.

A seguir, serão apresentados os principais instrumentos e os mecanismos de transmissão da política monetária para alcançar seus objetivos finais, assim como as mudanças introduzidas nos últimos anos com o objetivo de assegurar maior estabilidade do sistema financeiro e seus impactos.

1.1 Instrumentos

A política monetária não é capaz de afetar seus objetivos finais de forma direta nem imediata, exigindo um hiato de tempo entre sua atuação e a completude desses efeitos sobre a economia. Sendo assim, os bancos centrais utilizam-se de metas intermediárias para monitorar se a política monetária está sendo conduzida na direção correta com vistas a atingir seus objetivos finais. Tais metas, em geral, dizem respeito à taxa de juros de longo prazo e aos agregados monetários (representam diversas medidas de volume de moeda ou crédito bancário, como, por exemplo, os meios de pagamentos, formados pelo papel moeda em poder do público e depósitos a vista).

Dada a relação entre as metas intermediárias e os objetivos finais, o resultado efetivo da taxa de juros de longo prazo ou dos agregados monetários permite aos bancos centrais avaliar se a política monetária está agindo adequadamente sobre a economia durante seu percurso de atuação, uma vez que funcionam como bons indicadores devido à capacidade de enviarem informações de forma contínua e imediata, permitindo a realização de qualquer ajuste fino, quando necessário.

³ BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Funções do Banco Central do Brasil*: PMF11. 2016, p. 26. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/FAQs/FAQ%2011-Fun%C3%A7%C3%B5es%20do%20Banco%20Central.pdf>> Acesso em: 27/07/2018.

As metas intermediárias, por sua vez, relacionam-se diretamente às metas operacionais, que são a taxa de juros básica de curto prazo e o controle de reservas bancárias agregadas. O comportamento das taxas de juros de curto prazo influencia a taxa de juros de longo prazo (umas das metas intermediárias); e o controle das reservas monetárias impacta o multiplicador monetário e, logo, a disponibilidade de meios de pagamentos.

Vale notar que, para atuar sobre as metas operacionais, os bancos centrais fixam uma delas e deixam a outra variar livremente, sendo definida pelo mercado. Assim, se o banco central fixar a taxa de juros de curto prazo, terá que variar as reservas bancárias para assegurar a liquidez compatível com a taxa de juros estabelecida; e se fixar as reservas, então a taxa de juros será aquela compatível com a disponibilidade de moeda associada ao montante de reservas fixado.

Por fim, para alcançar as metas operacionais e operacionalizar a política monetária, os bancos centrais lançam mão de três instrumentos clássicos: recolhimento compulsório; redesconto de liquidez e operações de mercado aberto (*open market*).

O recolhimento compulsório é um percentual sobre os depósitos dos bancos comerciais que deve obrigatoriamente ser mantido no Banco Central como reserva bancária. O recolhimento compulsório tem como funções:

(a) fornecimento de liquidez ao sistema bancário, diminuindo a probabilidade de ocorrência de pânico no sistema financeiro; (b) controle de crédito, através da influência nas condições em que o mesmo é concedido, uma vez que um aumento no recolhimento compulsório equivale a uma taxa sobre a captação de recursos, aumentando o custo de oportunidade de manutenção de encaixes ociosos; (c) estabilização da demanda por reservas bancárias, ao tornar mais fácil e estável o gerenciamento de liquidez por parte de cada banco (CARVALHO et al, 2007, p.166).

O item (b), controle de crédito, é o caminho por onde a política monetária é feita. Usando o recolhimento compulsório como instrumento de política monetária, tem-se uma política monetária expansionista, quando o BCB reduz esse percentual a ser recolhido, permitindo aos bancos uma quantidade maior de reservas para ser emprestadas, aumentando o multiplicador e a oferta de crédito; e é contracionista quando esse percentual aumenta.

O redesconto de liquidez é uma taxa cobrada em empréstimos concedidos pelo Banco Central aos demais bancos, quando lhes faltam reservas. Através dela, o Banco Central exerce uma de suas funções, a de prestador de última instância, ou de “banco dos bancos”. Como instrumento de sinalização de política monetária, alterações sobre essa taxa impactam diretamente as taxas de juros do mercado de reservas:

Um aumento na taxa de desconto reduz a demanda por empréstimos no Banco Central, diminuindo, conseqüentemente, a oferta de liquidez, tendo normalmente um efeito altista sobre a taxa de juros no mercado interbancário; por outro lado, uma diminuição na taxa de desconto tem efeito contrário, aumentando a demanda por empréstimo de liquidez e o conseqüente incremento na oferta de liquidez tem efeito baixista sobre a taxa de juros no mercado interbancário (CARVALHO, et al, 2007, p.173-174).

As operações de *open market* influenciam diretamente as reservas bancárias, por meio de leilões diários de dinheiro ou de títulos públicos ou privados, expandindo-as ou contraindo-as. Por isso, hoje em dia, é considerado o instrumento mais eficaz e o mais utilizado, não só para a condução da política monetária, como também para o gerenciamento da liquidez, tomando cada vez mais o lugar do recolhimento compulsório. Sua utilização como instrumento da política monetária dá-se pela diferença entre compra e venda de títulos. Se, em um dia específico, o banco central vende mais títulos do que resgata, as reservas contraem-se, pressionando os juros para cima, e vice-versa. Sua atuação será pautada pela meta operacional estabelecida. Assim, por exemplo, se a meta for a taxa de juros e as taxas negociadas no mercado de reservas caírem, o banco central aumentará a venda de títulos.

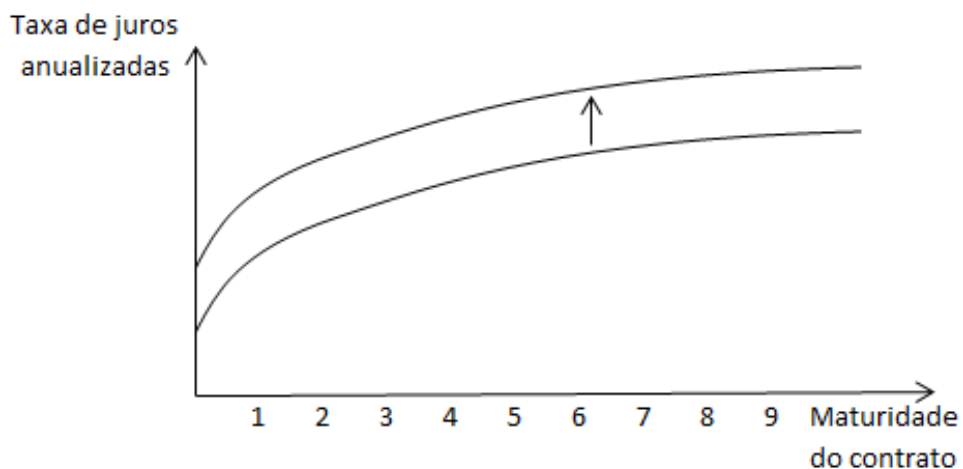
Além desses instrumentos clássicos, há também outros não convencionais dos quais os Bancos Centrais podem dispor, como o controle direto da taxa de juros (através de um teto, por exemplo) ou do crédito (através de volume, prazo ou direcionamento deste). Um exemplo seria a determinação do governo de direcionar crédito para setores de agricultura ou habitação em condições favoráveis a fim de estimular e desenvolvê-los. Vale notar que, devido a sua forte característica discricionária, esses instrumentos não convencionais sofrem críticas com base em argumentos de que poderiam afetar negativamente o mercado de crédito e as intermediações financeiras.

1.2 Mecanismos de transmissão

Para que a política monetária afete variáveis econômicas, isto é, alcance seus objetivos finais de controle da inflação, do nível de atividade e do emprego, existem alguns mecanismos que permitem a transmissão dos efeitos do uso de instrumentos de política monetária sobre as metas operacionais e intermediárias para os objetivos finais. Nos últimos anos, a principal meta operacional utilizada por grande parte dos bancos centrais é o controle da taxa de juros de curto prazo em detrimento ao controle das reservas bancárias. Os principais canais por meio dos quais a política monetária, ao alterar a taxa de juros de curto prazo, afeta o comportamento da economia são: o valor dos ativos, o canal do crédito e o canal do câmbio.

O mecanismo de variação do valor dos ativos requer uma estabilidade na relação entre as taxas de juros de diversas maturidades, conforme se observa em uma curva de rendimentos. Uma vez que a taxa básica de juros de curtíssimo prazo é alterada pelo Banco Central, todas as outras de maturidades mais longas devem ser recompostas de forma a manter a relação entre as taxas, deslocando a curva de rendimentos. Esse deslocamento é para cima, no caso de uma política monetária contracionista, como pode ser visto no gráfico a seguir, ou para baixo, quando expansiva.

Figura 01: Curva de rendimentos.



Fonte: Carvalho et al, 2007

Isso ocorre num caso contracionista, por exemplo, pois, ao aumentar-se a taxa básica de juros de curtíssimo prazo, os papéis de longa maturidade tornam-se menos interessantes, devido ao seu maior risco, em função do prazo extenso, que não seria mais compensado por sua taxa de juros, uma vez que os papéis de maturidade mais curta estariam oferecendo um retorno a uma taxa de juros maior. Dessa forma, os investidores recomporiam suas carteiras, trocando papéis de maturidade longa por papéis de maturidade curta – fato que viria a pressionar os preços dos papéis de maturidade longa para baixo, aumentando suas taxas de juros. Esse movimento pode ter um efeito negativo sobre as decisões de investimento, uma vez que, considerando-se que as taxas de lucro de investimentos em capital real se mantiveram inalteradas, haverá uma preferência de alguns investidores por aplicar seus recursos em ativos financeiros, agora mais atraentes, fluindo recursos que iriam para investimentos em capital, para ativos financeiros.

Adicionalmente, ao deslocar a curva de rendimentos para cima, ainda no exemplo contracionista, com a queda do preço dos papéis de longo prazo, os ativos dos investidores perdem valor. Estes, então, por causa do “efeito riqueza”, sentir-se-ão com menos poder de compra e reduzirão seu consumo. Somando-se a retração no consumo com a do investimento, atinge-se, então, o objetivo final da política monetária ao afetar a demanda agregada e, conseqüentemente, as variáveis de interesse, como o crescimento do produto e a inflação.

Em economias onde o mercado de títulos financeiros não é plenamente desenvolvido, o mecanismo de transmissão pelo canal de crédito, no entanto, é uma alternativa mais provável. Se o objetivo da política monetária é contracionista, haverá uma redução das reservas disponíveis aos bancos, seja pela elevação das exigências de compulsórios, aumento das taxas de redesconto ou das vendas de títulos em operações de mercado aberto, com conseqüente aumento da taxa básica de juros. A elevação da taxa básica gera mudanças nas taxas de juros finais das instituições prestadoras de crédito, porque (1) elas possuem a opção de aplicar em títulos mais rentáveis (então só lhes compensa emprestar se for a uma taxa de juros final maior, *open market*); (2) o seu custo de captação financeira está mais alto e será preciso repassar esse aumento ao tomador de crédito (redesconto); (3) o crédito está mais escasso (devido a aumento de reservas compulsórias ou redução do volume emprestado em operações de redesconto) e a oferta de crédito é reduzida.

Sendo assim, no caso de uma política monetária restritiva, o volume de crédito é restringido e a taxa de juros final aumenta, o que reduz a demanda, aumenta a capacidade ociosa das empresas, gera demissões, reduzindo ainda mais a demanda, e, por fim, o nível do produto e a inflação.

É importante notar que o uso de mercado aberto está associado ao canal dos ativos e influencia com maior intensidade o investimento, pois os títulos públicos concorrem com os bens de capital nas decisões de aplicação de recursos dos agentes, então sempre que a remuneração dos títulos for maior do que o rendimento esperado de uma máquina, será dada preferência aos títulos devido a sua liquidez. Enquanto que o uso de compulsório e redesconto influenciam de maneira mais direta o crédito, pois afetam o volume de recursos disponíveis aos bancos comerciais para empréstimos às firmas, em geral, voltado para capital de giro e consumo, atuando, assim, sobre as decisões delas do volume de produção.

Como foi visto na seção anterior, o governo também pode recorrer a políticas de crédito e, dependendo de seu direcionamento, elas podem estar voltadas tanto para estímulo ou contração do consumo ou do investimento. Por exemplo, um alargamento do volume direcionado à habitação, ou melhorias de condição desse tipo de operação (como redução das taxas de juros ou aumento dos prazos), vai gerar maiores contratações da mesma. Por conseguinte, produz também, maior contratação de serviços relacionados (imobiliários, de construção) e assim, maior investimento e emprego nesses setores. Dessa forma, o direcionamento de crédito é um instrumento adicional que pode complementar a atuação da política monetária via canal do crédito para se alcançar os objetivos finais para economia.

Com o aumento, nas últimas décadas, da liberdade de movimentação financeira internacional, criou-se mais um mecanismo de transmissão da política monetária: o canal da taxa de câmbio – operador atuante somente em países que permitem a flutuação de seu câmbio. Com a liberalização financeira, os investidores passam a poder escolher onde aplicar com o melhor retorno. O país que promove um aumento da taxa básica de juros, em geral, consegue atrair um maior número de investidores nacionais e estrangeiros, gerando um efeito cascata: “a corrida” dos investidores estrangeiros deflagrará um aumento de demanda pela moeda doméstica, o que a valorizará diante das moedas de outros países. A apreciação do câmbio local pode trazer malefícios à economia doméstica, uma vez que torna as exportações mais caras e as importações mais baratas, reduzindo o resultado da

balança comercial, como reflexo da queda da demanda interna. Mas, se o principal objetivo da autoridade monetária for a redução da inflação, esse mecanismo será bastante válido, já que causa o barateamento de produtos importados, forçando uma redução dos preços de produtos nacionais, caso estes queiram concorrer com os importados. Tal medida acaba por reduzir a taxa de inflação do país em questão, atingindo, dessa forma, um dos objetivos finais de uma política monetária contracionista. O contrário ocorre para uma redução da taxa básica de juros.

1.3 Políticas Macroprudenciais

Ao Banco Central cabe, além da execução da política monetária, a importante função de supervisor do sistema financeiro, conforme falado anteriormente. Antes da crise de 2008 e 2009, isso se dava através da abordagem microprudencial (equilíbrio parcial) para prevenirem falências individuais de instituições financeiras, sem coordenações com a política monetária. A maioria dos bancos centrais preocupava-se apenas com a estabilidade e o nível da inflação, que automaticamente garantiria estabilidade do produto da economia. Com a crise, contudo, foi constatado que as políticas regulatórias não estavam sendo capazes de captar um risco sistêmico que crescia despercebido. Ficou evidente que esta abordagem já não era suficiente.

De acordo com Taveira (2012), o risco sistêmico pode se dar de duas formas. Primeiro, em momentos de expansão econômica, agentes tendem a expor-se demais ao risco e a aumentarem suas alavancagens, o que pode gerar bolhas; em contrapartida, em períodos de contração, os agentes tornam-se avessos ao risco, o que pode agravar a contração. Em uma segunda via, o risco acontece por os bancos não serem capazes, individualmente, de avaliarem os riscos e as consequências gerais de suas decisões coletivas.

É necessário garantir que a falência de algumas instituições possa ocorrer sem gerar crises graves à sociedade. Políticas macroprudenciais passaram, por isso, a ganhar espaço no pós-crise, exercidas através de requerimentos mínimos de

capital, provisão de devedores duvidosos (PDD), recolhimento de compulsórios, taxa de desconto, exigência de colaterais, entre outros⁴.

Estas políticas visam fortalecer o sistema financeiro e garantir sua estabilidade, ao evitar que os riscos evoluam ou se tornem sistêmicos e o prejudiquem⁵. Por isso, a política macroprudencial deve ser anticíclica para atenuar efeitos de massa dos agentes nas diferentes fases do ciclo de crédito⁶, e deve ter como propósito também conter o surgimento de bolhas, assegurando a estabilidade financeira do sistema como unidade (não de instituições individualmente), ou seja, a continuidade de serviços de pagamento, oferta de crédito e proteção contra o risco.

⁴ SILVA, Roseli. *F-ECO: O que são e como funcionam as Políticas Macroprudenciais?* Disponível em: <<https://randomwalk.com.br/2016/09/28/f-eco-o-que-sao-e-como-funcionam-as-politicas-macroprudenciais/>> Acesso em: 11/08/2018.

⁵ BANCO CENTRAL EUROPEU. *Guia Rápido sobre as políticas macroprudenciais*. Disponível em: <<https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/macroprudentialpolicies.pt.html>> Acesso em: 11/08/2018.

⁶ Conforme Castelar: “As medidas macroprudenciais mudam a regulação das instituições financeiras de maneira a atenuar um efeito perverso que um ciclo econômico possa ter sobre a decisão dessas instituições”. CASTELAR, A. Entenda melhor o que são medidas macroprudenciais e sua atuação na economia. *Infomoney*, em 25/03/2011. Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br/mercados/noticia/2066656/entenda-melhor-que-sao-medidas-macroprudenciais-sua-atuacao-economia>> Acesso em: 27/07/2018.

2 CRÉDITO NO BRASIL (2011-2013)⁷

Este capítulo terá como objetivo expor o contexto monetário em que a economia estava inserida, de 2011 a 2013, sobretudo no que se refere ao mercado de crédito. Os dados estão a partir de março de 2011, pois nesta data se iniciou a divulgação dos indicadores de *spread* bancário no Sistema Gerador de Séries Temporais (SGS), do Banco Central. Esse período foi escolhido por apresentar variações notórias na condução da política monetária, permitindo avaliar a eficácia de sua transmissão no mercado de crédito, através da observação do comportamento da taxa de juros de mercado e do *spread* bancário.

2.1 Políticas Monetária e Creditícia

A política monetária no Brasil é orientada pelo Regime de Metas de Inflação (RMI), que tem como compromisso manter uma taxa de inflação baixa e estável (na meta estabelecida), via ajustes na taxa de juros de curto prazo. Seus defensores argumentam que sua simplicidade e transparência reduzem a incerteza futura quanto à taxa de inflação. Conforme dito em Carvalho:

No Brasil, as metas são propostas pelo Ministro Fazenda, mas decididas e anunciadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), que é constituído pelo Ministro da Fazenda, Ministro do Planejamento e o Presidente do Banco Central do Brasil (BCB) (CARVALHO, 2012, p. 141).

A estrutura do Regime de Metas de Inflação é por bandas, utilizando como índice da inflação o IPCA, calculado pelo IBGE. O Comitê de Política Monetária (COPOM), formado pela diretoria do BCB, decide a cada 45 dias o patamar da SELIC que acreditam que será capaz de assegurar o alcance da meta de inflação. Além disso, este determina se haverá viés – isto é, se autoriza o presidente do Banco Central a reduzir (aumentar) a taxa de juros, caso o viés seja de baixa (alta). Um viés neutro não autoriza, previamente, manipulações na SELIC, a não ser que o presidente do BCB convoque uma reunião extraordinária. Caso não se atinja a meta

⁷ Este capítulo está baseado nos dados do Banco Central do Brasil expostos em seus relatórios de economia bancária e crédito e nos relatórios de estabilidade financeira.

de inflação, nem mesmo dentro das bandas, no fim de cada ano, o Ministro da Fazenda deverá receber uma carta do presidente do Banco Central, apresentando suas justificativas para tal e propondo medidas para se voltar ao cumprimento das metas. A carta deve ser acessível ao público.

O período de 2011 a 2013 ocorreu pouco tempo após uma crise econômica mundial e dá início ao governo Dilma, que sucedeu ao de Lula, após oito anos de mandato. Apesar de manter as diretrizes do partido comum com seu antecessor (PT), houve relevantes mudanças ministeriais sob o governo Dilma, inclusive a do presidente do Banco Central do Brasil (BCB), uma vez que Henrique Meirelles deu lugar a Alexandre Tombini, que transparecia intenção de seguir os passos de seu antecessor; contudo, Tombini era considerado menos severo quanto à SELIC, isto é, permitiria cortes mais profundos sobre essa quando a inflação recuasse, mostrando assim, maior semelhança de pensamento com o então ministro da Fazenda Guido Mantega⁸.

Nesse governo e com essa mudança, houve um ensaio de ruptura com o conservadorismo do BCB, em 2012, com os consecutivos cortes à SELIC que a levaram a níveis considerados normais (em comparação com outros países) e a seu ponto mais baixo desde dezembro de 1997. O experimento, no entanto, não se prolongou muito e, no ano seguinte (2013), voltou-se ao conservadorismo, levando a taxa básica de juros a movimentos ascendentes, devido a “pressões dos mais diferentes grupos de interesse, a própria visão do BCB em relação ao arcabouço da política monetária que opera e variáveis exógenas, referentes tanto à economia mundial quanto às particularidades da economia brasileira” (MARTINS, 2017, p. 3).

É sob este regime de política monetária que se dá o contexto econômico no período que será aqui tratado e, por isso, as movimentações sobre a taxa básica de juros – em busca do controle da inflação – serão cruciais para a análise aqui empreendida. O mesmo período, como será visto, também foi marcado pelo uso de política creditícia ativa, através dos bancos públicos, sobretudo no direcionamento de crédito para os setores habitacional, rural e para investimento industrial, visando os estimular e desenvolver, assim como atenuar os efeitos recessivos que a crise traria; Ademais, foi caracterizado conjuntamente pela introdução da política

⁸ ISTOÉ DINHEIRO. Saiba quem é Alexandre Tombini, novo presidente do Banco Central. In: *Economia*, 23/11/2010. Disponível em: <<https://www.istoedinheiro.com.br/noticias/economia/20101123/saiba-quem-alexandre-tombini-novo-presidente-banco-central/30617>>. Acesso em: 01/08/2018.

macroprudencial ao final de 2010, sob as diretrizes da Basileia III, a fim de prevenir o risco sistêmico que se revelou com a crise financeira de 2008.

- 2011

Em 2011, o IPCA foi 6,50%, ficando, pelo oitavo ano consecutivo, dentro do intervalo estipulado pelo Conselho Monetário Nacional para o regime de metas de inflação, mas estava no limite superior. A meta para a taxa SELIC começou em 10,75%a.a. e, nas cinco primeiras reuniões ordinárias, das oito realizadas no ano, o COPOM optou por aumentar a meta, levando a taxa a 12,50%a.a. em julho. Essa decisão foi tomada a fim de prevenir aumento de inflação perante choques dos preços de *commodities* (externo) e excesso de demanda interna, pois, na visão do BCB, a velocidade de crescimento da absorção doméstica era maior que a de expansão da oferta (interno). Nas outras três reuniões ordinárias, percebeu-se que a intensidade dos riscos internos de inflação era menor, o que, conjuntamente com o efeito perverso da crise internacional de 2008/2009 na conjuntura internacional, permitiu recuos da taxa de juros, que fechou o ano fixada em 11,0%a.a.

As operações de crédito, de modo geral, tiveram crescimento moderado – dado condizente com o esfriamento da atividade econômica ao longo do ano, para o qual contribuíram: a política monetária restritiva nos sete primeiros meses e as medidas macroprudenciais instauradas ao fim de 2010 (elevação dos compulsórios e requisitos de capital para algumas operações de crédito) (MOURA, 2011)⁹, a fim de garantir a estabilidade do sistema financeiro. Seguindo essa tendência, as operações de recursos para investimentos do BNDES também foram marcadas por um arrefecimento.

A proporção crédito/PIB chegou a 49,1%, que representou aumento de 3,8p.p. comparado ao ano anterior, devido a um incremento de 18,8% do volume de crédito, atingindo este 2,03 trilhões de reais. Tanto os recursos livres quanto direcionados foram responsáveis por esse aumento, com a ressalva de que o último teve um peso maior, devido, sobretudo, ao crescimento dos financiamentos

⁹De acordo com Moura, em 2011, algumas medidas prudenciais foram instauradas, destacando-se as recomendações do acordo Basileia III, com o intuito de aprimoramento do mecanismo regulatório com os aprendizados decorrentes da crise de 2008. MOURA, Alkimar R. Quem tem medo das medidas macroprudenciais? *Estadão. Economia & Negócios*, 15/06/2011. Disponível em: <<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,quem-tem-medo-das-medidas-macroprudenciais-imp-,732388>>. Acesso em: 01/08/2018.

habitacionais, responsáveis, por sua vez, pela maior participação dos bancos públicos, cujo aumento foi de 1,7p.p. passando a representar 43,5%, na carteira do sistema financeiro.

Comparando dezembro, de 2010 com 2011, a taxa de juros média para operações de pessoa física aumentou, mesmo com o declínio apresentado no segundo semestre do ano, devido a aumentos na taxa de juros tanto do cheque especial quanto do crédito pessoal, enquanto a de pessoa jurídica também subiu, devido a aumentos nas taxas de conta garantida, a par de quedas nas modalidades de capital de giro e aquisição de bens.

O aumento na concessão de crédito livre foi acompanhado de aumento de 1 p.p. (comparado com dezembro de 2010) na inadimplência para atrasos maiores que noventa dias, tendo sua contribuição sido dada por aumento de 0.4p.p., na pessoa jurídica, e 1,7p.p., na pessoa física, devido em grande parte a operações de veículos e de crédito pessoal. Com aumento de inadimplência há alargamento do volume provisionado, variando positivamente 21,6% e significando 5,7% do saldo total da carteira de crédito.

No que diz respeito à estrutura de mercado, em 2011, continuou-se o movimento de aquisições e crescimento orgânico dos bancos, que vinha de 2010, com destaque ao Bradesco que teve autorizada a abertura de 464 agências no ano. A crise europeia gerou alguma dificuldade de captação de recursos externos a bancos pequenos e médios, dificultando que esses se expandissem. O índice de Herfindahl-Hirschman (IHH) fechou próximo a 0,13 indicando moderada concentração, e teve ascendência a partir do segundo semestre do ano. O índice de concentração (RC4) dos quatro maiores bancos (Banco do Brasil, Itaú, Bradesco e Caixa Econômica Federal), foi 67,2% para o total de ativos e 69,2% para operações de crédito, seguindo o movimento do IHH.

No primeiro semestre, as instituições financeiras tiveram lucro forte, porém com evolução mais moderada, devido ao aumento de provisões e o menor ritmo de crescimento da carteira.

As medidas macroprudenciais adotadas ao final de 2010, sobretudo a maior exigência de capital para operações de crédito com determinadas características, combinadas à recomposição do recolhimento compulsório e à reversão da tendência de queda na inadimplência fizeram o lucro do sistema bancário diminuir seu ritmo

de crescimento no primeiro semestre de 2011 (BANCO CENTRAL, 2011)¹⁰.

No segundo semestre, o ajuste nas provisões, devido ao aumento da inadimplência, e a redução do *spread* contribuíram para que o movimento crescente da rentabilidade dos intermediadores financeiros, tivesse seu fim. O lucro líquido foi de R\$59,3 bilhões.

- 2012

Em 2012, o IPCA (5,84%) manteve-se novamente dentro do intervalo permitido e a perspectiva era positiva quanto à inflação para o ano. Ademais, parecia que a crise financeira europeia ainda não seria solucionada, e a economia brasileira havia apresentado uma desaceleração maior do que o esperado. Dessa forma, havia espaço para reduzir a taxa básica de juros e promover uma política monetária expansiva, o que foi feito pela autoridade monetária, que promoveu, através do COPOM, sete consecutivos cortes na SELIC, levando-a de 11,0%a.a. para 7,25%a.a. Na oitava e última reunião ordinária do ano, o COPOM mudou de postura e decidiu manter a taxa no mesmo nível, diante do complexo cenário internacional e por acreditar que seria melhor agir de forma mais conservadora frente à recuperação da economia doméstica, que já não estava tão lenta.

Ainda em 2012, as operações de crédito cresceram de forma moderada, com um aumento percentual de 16,4% em termos de volume. Mais uma vez, o crédito direcionado teve um maior alargamento, devido principalmente às medidas habitacionais, apesar de, assim como no ano anterior, o segmento rural também ter apresentado aumento significativo. A proporção do crédito sobre o PIB continuou a subir, atingindo um percentual majoritário de 53,9%. O crescimento também se deu em operações privadas, estrangeiras e públicas, sendo importante ressaltar que o aumento das últimas foi grande (27,9%) e as fizeram ficar ainda mais próximas (47,9%) de representar metade da carteira total do sistema financeiro. O BNDES aumentou seus repasses para investimento, mas, ainda sim, de forma moderada, como no ano anterior.

¹⁰ BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de estabilidade financeira*. Setembro 2011, p. 28. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2011_09/refP.pdf> Acesso em: 08/08/2018

A taxa de juros de mercado caiu para mínimo histórico do período analisado, terminando o ano em 20,6%. Vale observar que a redução mais drástica foi na taxa de juros de pessoa física em operações de recurso livre do cheque especial, que apresentou queda de 31,6 p.p.

Os movimentos da inadimplência (atrasos superiores a 90 dias) indicam que houve um leve aumento ao longo do ano, mas, em dezembro, seus valores já haviam retornado para os níveis do mesmo mês, em 2011.

A tendência evolutiva de expansão dos bancos foi mantida, e no segundo semestre, teve uma ação maior por parte dos bancos públicos (CEF e Banco do Brasil), que propagaram sua rede de agências e se envolveram mais no mercado creditício, contribuindo para o aumento da concentração do setor. O IHH continuou com leve crescimento, fechando em 0,1363 e o RC4, 69,7% para ativos totais e 72,3% para operações de crédito.

O crescimento da carteira dos bancos privados foi singelo, fazendo com que as destinações a provisões se tornassem um percentual maior das receitas. Essa desaceleração do crescimento da carteira provocou uma retração no lucro líquido, de R\$4,5 bilhões, comparado ao ano anterior. Os cortes na SELIC não foram tão sentidos de imediato, no custo de captação do crédito, por causa de operações antigas, pré-fixadas a taxas mais altas, tendo reduzido mais este custo no segundo semestre do ano.

- 2013

Para o ano seguinte, 2013, o aumento de preços registrou no IPCA 5,91%, mantendo-se mais uma vez dentro do mesmo intervalo (2,5% a 6,5%), fixado pelo CMN para os três anos aqui tratados. Nas duas primeiras reuniões ordinárias do COPOM, foi decidida a manutenção da meta da SELIC no mesmo patamar do fim de 2012 (7,25%a.a.) para conservar a estabilidade das condições monetárias, visto que isso era possível, uma vez que a atividade doméstica se recuperava de maneira branda, apesar de já se apresentarem alguns riscos à inflação.

Enquanto se mantinha a meta para a SELIC, o BCB optou por reduzir a taxa de redesconto¹¹ (que não sofria alterações desde 2002) e os recolhimentos compulsórios, como consequência da simplificação e uniformização dos procedimentos operacionais, que tinham o intuito de reduzir de maneira significativa os custos de regulação das instituições financeiras¹². Essas medidas acabam por deixar com os bancos uma maior quantidade de recursos disponíveis para as operações de crédito.

Como a inflação mostrou-se resistente e, aliado a um cenário de incerteza em âmbito nacional e externo, optou-se por adotar uma política monetária mais restritiva, com um aumento mínimo da SELIC, que foi para 7,50%a.a. Nas outras cinco reuniões subsequentes, o contracionismo foi ainda mais forte, com aumentos de 0,5p.p. a cada alteração, de forma que o ano fechou com a taxa básica de juros em 10,0%a.a. A escolha foi pautada – além dos motivos da última reunião, que se agravaram – no intuito de fortalecer a credibilidade dos agentes econômicos no mecanismo de controle da inflação e na correção de preços relativos (que intensificam o processo de aumento de preços gerais) após a depreciação do câmbio dos últimos trimestres. Houve, ainda no mesmo ano, maior concessão de crédito pelos bancos públicos, que se tornaram responsáveis majoritários (51,2%) pela carteira total do sistema financeiro, assim como pelas instituições privadas nacionais (aumento de 6,6%) e estrangeiras (aumento de 9,1%). Vale ressaltar que o aumento da participação dos bancos públicos também se deu via maiores repasses do BNDES. Essa maior representatividade permitiu ao governo influenciar as taxas de juros de mercado aos tomadores de empréstimo: por suas taxas serem menores que as privadas, estas não podem distanciar-se muito por uma questão concorrencial, apesar de não ter sido capaz de evitar a elevação dos juros ao longo do ano, por pressão da política monetária restritiva.

Assim, mesmo com movimento contracionista por parte da política monetária, sua combinação com a política de crédito permitiu que a concessão de crédito continuasse a aumentar, ainda que de maneira mais lenta. Em tal cenário, houve

¹¹ RIBEIRO, Luci. Banco Central publica taxas de redesconto e mudanças em compulsório. *Hoje em Dia*, 25/02/2013. Disponível em: <<http://hojeemdia.com.br/primeiro-plano/economia/banco-central-publica-taxas-de-redesconto-e-mudan%C3%A7as-em-compuls%C3%B3rio-1.110749>>. Acesso em: 02/08/2018

¹² G1. Banco Central publica taxas de redesconto e mudanças em compulsório. In: *Economia*, 23/11/2010. Disponível em: <<http://g1.globo.com/economia/noticia/2013/02/banco-central-reduz-juros-em-linhas-de-redesconto-para-bancos.html>>. Acesso em: 14/08/2018.

aumento na taxa de juros de mercado e menor expansão do crédito para recursos livres, sobretudo de pessoa física (mais inadimplentes), levando à queda da inadimplência média.

No que diz respeito à estrutura do mercado, em 2013, não houve movimentações muito relevantes de expansão bancária que alterassem de forma mais profunda o setor, apenas manteve-se a tendência de evolução dos bancos públicos. O IHH teve uma redução muito sutil (0,1355), mantendo-se em grau de concentração moderada, e o RC4 aumentou discretamente, tendo sido 69,8% para ativos totais e 73,4% para operações de crédito.

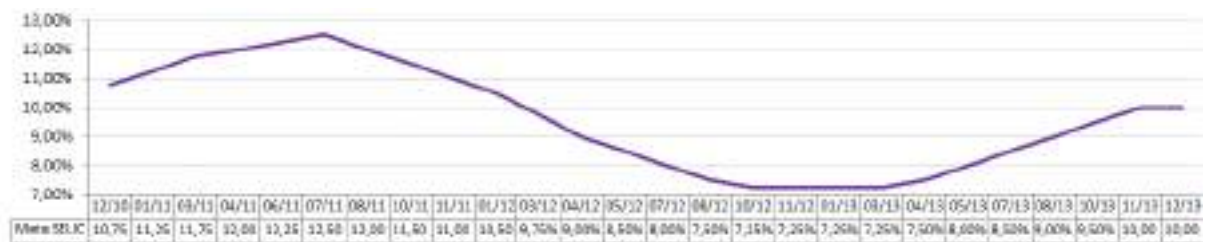
Continuou-se, neste ano, a redução do crescimento da carteira dos bancos que se iniciou no ano anterior. O apetite dos bancos para as operações estava menor, fazendo com que o volume de crédito aumentasse, porém não tanto quanto anteriormente. Em consequência disto, houve um grande esforço para conter despesas administrativas e aumentar a venda de serviços. Com a redução da inadimplência, que ocorreu de forma gradual por todo este ano, houve redução das provisões (o que não ocorria desde 2010). Houve também, redução nos custos de captação de crédito, no primeiro semestre do ano, seguindo os movimentos da SELIC. Dessa forma, foi possível ter um resultado melhor do lucro líquido, que aumentou R\$5,7 bilhões, ultrapassando a cifra de 2011.

2.2 Indicadores do mercado de crédito

A seguir serão apresentados os gráficos e a descrição do comportamento dos principais indicadores relacionados ao mercado de crédito, que refletem as mudanças ocorridas no período, conforme seção anterior, e incluem algumas informações mais detalhadas.

No Gráfico 01, é possível verificar a evolução da SELIC no período aqui recortado, e a intenção da política monetária determinada pelo COPOM, que se iniciou restritiva, até julho de 2011, posteriormente foi expansiva por boa parte do tempo da análise (até outubro de 2012), manteve-se estável, até março de 2013, e voltou a gerar contrações, ainda assim a níveis menores do que os do início do recorte.

Gráfico 01: Histórico meta SELIC (%a.a.).



Fonte: Banco Central do Brasil

As operações de crédito continuaram a alargar, porém em ritmo cada vez menos acelerado que nos dois anos anteriores, como é possível observar abaixo, no Quadro 01. O arrefecimento foi agravado em 2013, como consequência da política monetária restritiva apresentada nesse ano. A participação do crédito no PIB continuou a aumentar, atingindo o percentual de 56,0. Apesar de ter aumentado consecutivamente no período, essa relação ainda está bem abaixo dos países desenvolvidos – índice de mais de 100%, em 2013¹³.

Quadro 01: Evolução do Crédito.

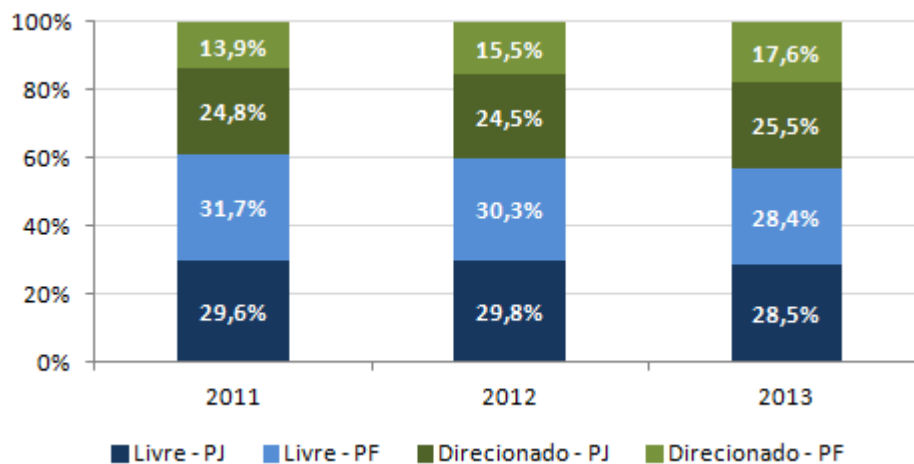
	Valores (R\$ bilhões)			Variação (%)		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Total	2.034,0	2.368,3	2.715,4	18,8%	16,4%	14,7%
Pessoas jurídicas	1.112,9	1.292,5	1.464,2	18,9%	16,1%	13,3%
Pessoas físicas	921,1	1.075,8	1.251,2	18,6%	16,8%	16,3%
Recursos livres	1.232,2	1.399,1	1.508,5	10,4%	13,5%	7,8%
Recursos direcionados	801,8	969,2	1.206,9	35,9%	20,9%	24,5%
Participação %	Distribuição (%)					
Crédito Total/PIB	49,1%	53,9%	56,0%			
Pessoas jurídicas/PIB	26,9%	29,4%	30,2%	54,4%	54,2%	54,0%
Pessoas físicas/PIB	22,2%	24,5%	25,8%	45,6%	45,8%	46,0%
Recursos livres/PIB	29,7%	31,8%	31,1%	61,3%	60,0%	56,9%
Recursos direcionados/PIB	19,4%	22,1%	24,9%	38,7%	40,0%	43,1%
PIB (R\$ bilhões)	4.376,4	4.814,8	5.331,6			
Taxa de crescimento do PIB	4,0%	1,9%	3,0%			
IPCA (%)	6,5%	5,8%	5,9%			

Fonte: Banco Central do Brasil

¹³ DIEESE. *Nota técnica. Spread e juros bancários*, abril/2012, p. 4. Disponível em: <<https://www.dieese.org.br/notatecnica/2012/notaTec109Spread.pdf>> Acesso em: 10/08/2018

A desaceleração ocorreu tanto para pessoas físicas como jurídicas, mantendo a proporção entre operações de pessoas jurídicas (majoritárias) e pessoas físicas relativamente estável, porém foi maior no caso dos recursos livres (sobretudo para pessoa física) do que dos recursos direcionados, que aumentaram sua participação no total da carteira de crédito. Isso fica evidente no Gráfico 02, onde é possível verificar que essa expansão do direcionado ainda foi mais forte nas operações destinadas a pessoa física.

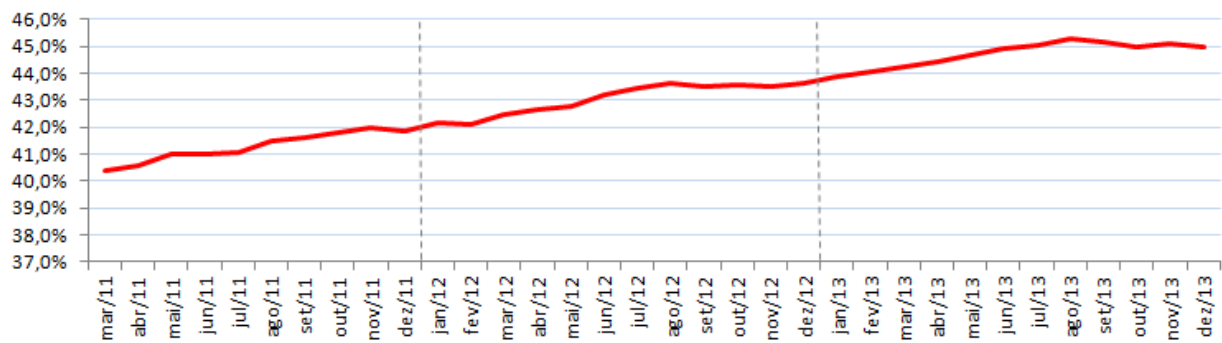
Gráfico 02: Distribuição dos saldos de crédito.



Fonte: Banco Central do Brasil.

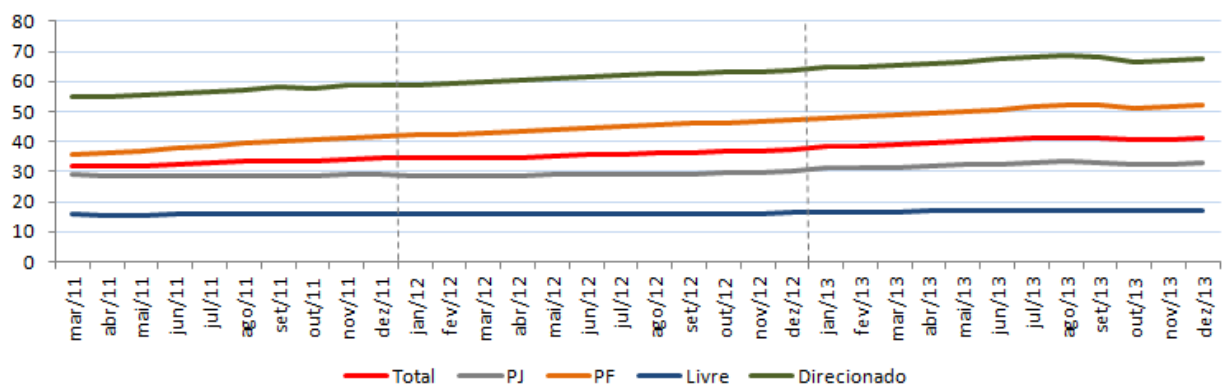
Junto com a progressão do crédito, houve movimento ascendente também para o endividamento das famílias (Gráfico 03), mostrando o quanto o consumo é parte relevante dessa expansão. O alargamento do prazo, como houve no período aqui analisado (Gráfico 04), tem bastante relevância por permitir que famílias comprometam menos sua renda e que empresas possam fazer investimentos mais pesados (BORÇA JR.; GUIMARÃES, 2015). É possível observar, no entanto, que esta extensão do prazo ocorreu no crédito direcionado, porém o livre se manteve bastante estável com alterações sutis demais para serem relevantes.

Gráfico 03: Endividamento das famílias.



Fonte: Banco Central do Brasil.

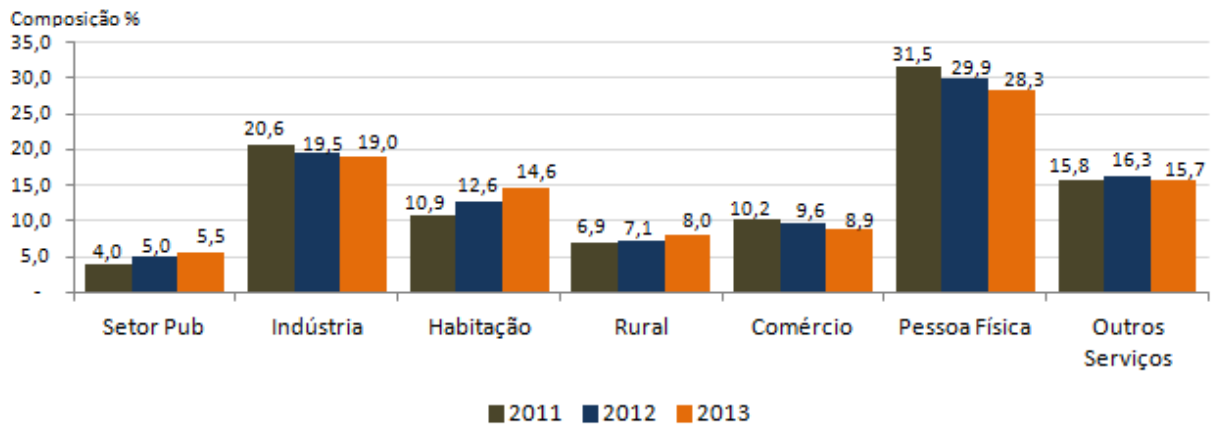
Gráfico 04: Prazo médio.



Fonte: Banco Central do Brasil.

No Gráfico 05, apresenta-se o destino do crédito para as distintas atividades. Foi constante e gradual o aumento em habitação, setor que teve uma maior atenção do Estado. O segmento rural, também forte nos recursos direcionados, ganhou ainda mais relevância. Pode-se perceber que, mesmo com a política monetária expansiva de 2012, a indústria perdeu um pouco de sua participação em recepção do crédito, devido ao arrefecimento da economia. É crucial apontar para o mesmo efeito ocorrido na pessoa física, com grande participação no crédito, sobretudo em 2013, ano de aperto monetário. Uma observação a se fazer é que, no Gráfico 05, o recorte de pessoa física refere-se apenas a recursos livres, visto que os direcionados estão distribuídos pelo destino que recebem. Os efeitos do arrefecimento e do aperto também podem ser observados na redução do comércio, pois, este é altamente ligado ao consumo das famílias (PF).

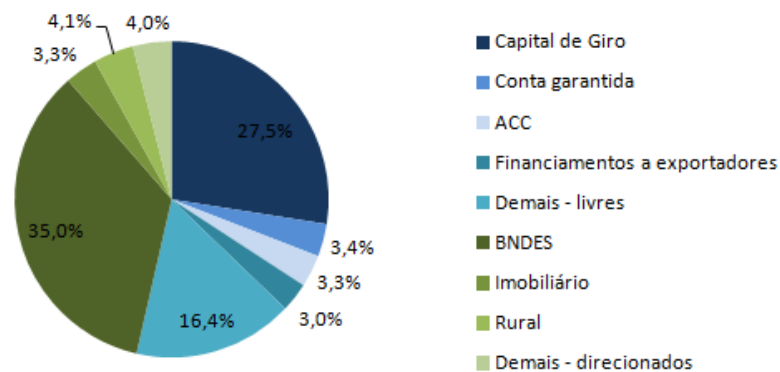
Gráfico 05: Direcionamento do crédito para atividades econômicas (recursos livres e direcionados).



Fonte: Banco Central do Brasil

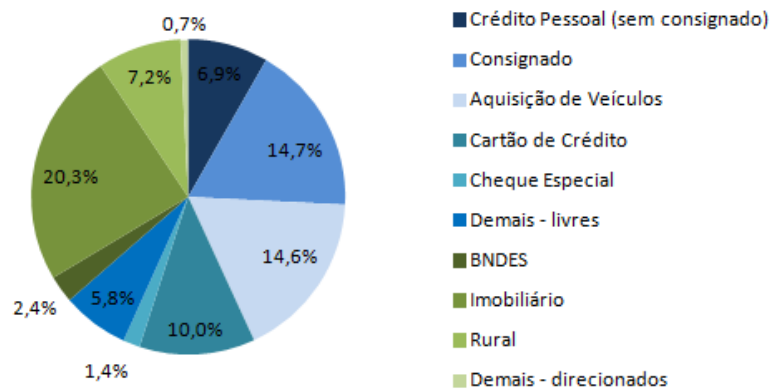
Nos Gráficos 06 e 07, verificam-se as médias das operações feitas por pessoa física ou jurídica, de 2011 a 2013. Os percentuais representam as médias do volume de crédito destinado a cada operação, nos três anos de análise. Em tons verdes estão as operações de recursos direcionados e, em azul, as de recursos livres, ficando evidente aqui o que já foi observado (Quadro 1): os recursos livres são majoritários, apesar de terem perdido espaço para os recursos direcionados nos anos analisados. Para as PJs, o capital de giro tem forte representação, perdendo apenas para os financiamentos do BNDES. Para a pessoa física, o setor imobiliário é o mais representativo. Nos recursos livres, o crédito consignado tem maior proporção, mostrando a relevância do empréstimo pessoal. A aquisição de veículos vem logo a seguir. Vale observar que, comparada à pessoa física, a jurídica tem representação maior do crédito direcionado, sobretudo devido a financiamentos do BNDES.

Gráfico 06: Distribuição média dos saldos – PJ.



Fonte: Banco Central do Brasil

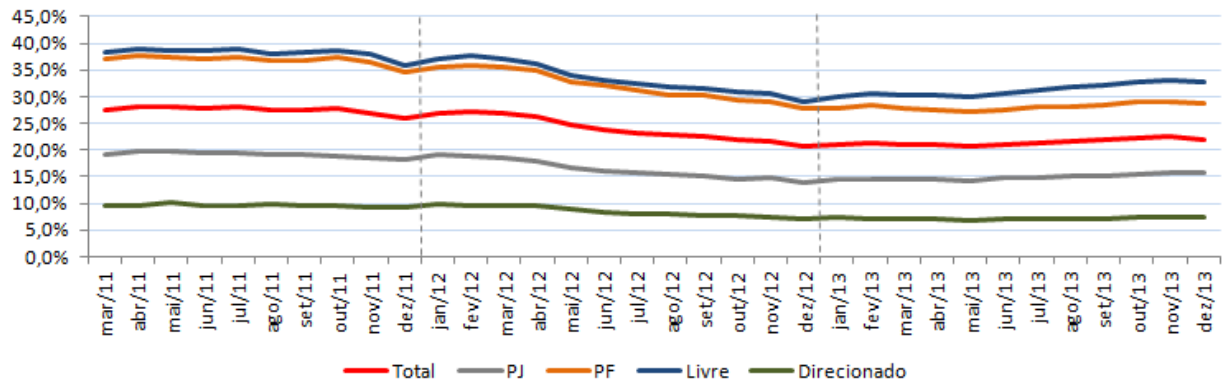
Gráfico 07: Distribuição média dos saldos – PF.



Fonte: Banco Central do Brasil

A taxa média de juros foi para 22,1%, em dezembro de 2013, apresentando uma diferença positiva de 1,5p.p. com o mesmo mês do ano anterior e acompanhando os movimentos altistas sobre a taxa básica de juros no último ano do período analisado. Como é possível observar no Gráfico 08, o aumento processou-se de maneira mais significativa em pessoas físicas (cheque especial e crédito pessoal) e em recursos livres, enquanto que em pessoas jurídicas (capital de giro e financiamento a exportações) e em recursos direcionados, a elevação das taxas foi apenas marginal.

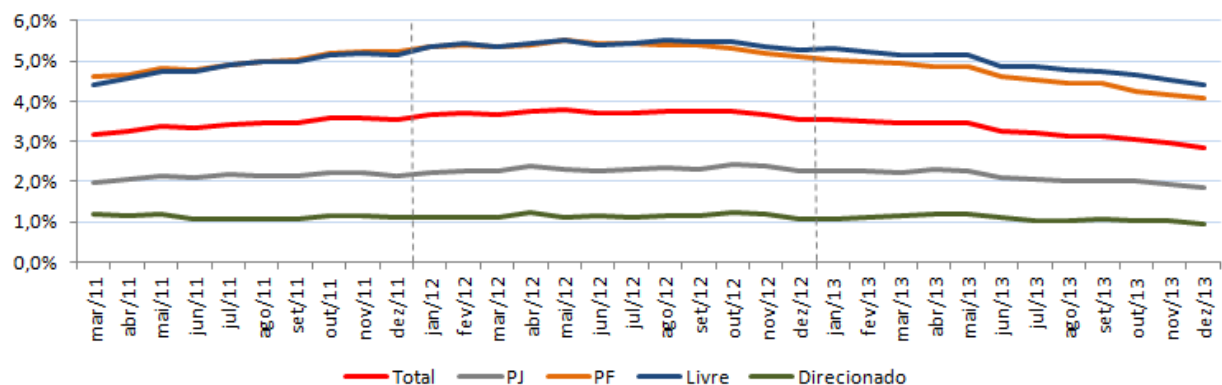
Gráfico 08: Taxa média de juros (%a.a.).



Fonte: Banco Central do Brasil.

A taxa de inadimplência de atrasos maiores que 90 dias mostrou, primeiramente, aumento, em resposta à política monetária expansiva de 2011 e 2012. No entanto, com a posterior mudança da condução da política, para uma restritiva, apresentou declínio em 2013, terminando o ano no menor nível do indicador desde o início do período (Gráfico 09). Sua redução se deu tanto para recursos livres quanto direcionados, para operações de pessoa jurídica, mas principalmente em operações de pessoa física, em modalidades de cartão de crédito, aquisição de veículos e crédito pessoal, modalidades estas de recursos livres, ligadas ao consumo das famílias e que juntas representam quase a totalidade das operações de pessoas físicas (Gráfico 07).

Gráfico 09: Inadimplência média.



Fonte: Banco Central do Brasil.

Analisando os dados de forma conjunta, é possível observar que o crédito direcionado, que ganhou importância no período, por ser controlado pelo governo, tem suas taxas de juros baixas, para o nível brasileiro, e sua flutuação é bem menor em relação às variações na taxa básica de juros, pois seu funcionamento não é dado de maneira livre pelo mercado, o que diminui a influência do canal de crédito como instrumento de política monetária e torna o uso da política de crédito relevante. O crédito livre, por sua vez, apesar de perder espaço, continua sendo majoritário, com taxa de juros bem mais alta e volátil, assim como a inadimplência.

3 ANÁLISE DO COMPORTAMENTO DO *SPREAD* NO BRASIL (2011-2013)

O *spread* bancário é definido pelo Banco Central¹⁴, em Juros e *Spread* Bancário, como “(...) a diferença em pontos percentuais (p.p.), entre a taxa de juros pactuada nos empréstimos e financiamentos (taxa de aplicação) e a taxa de captação”, sendo composto pela soma dos custos administrativos, de inadimplência, compulsório, encargos fiscais e fundo garantidor de crédito, impostos diretos, além do lucro auferido nas operações.

O Brasil possui uma das maiores taxas de juros de mercado e *spread* bancário do mundo. Desses componentes se formam o custo de capital da economia e um indicador de eficiência do sistema financeiro do país. Quanto mais altos, maior é esse custo, que é repassado ao tomador; e maiores são as chances de significarem um empecilho para o alargamento do volume do crédito como proporção do Produto Interno Bruto (PIB), o que também constrangeria investimentos (MANHIÇA ET JORGE, 2012).

3.1 Determinantes do *Spread* Bancário

Há diversos fatores que influenciam o *spread* bancário e contribuem para seu alto patamar praticado no Brasil. Alguns dos fatores são estruturais, outros, dependentes da conjuntura macroeconômica.

Um dos motivos é a estrutura do mercado bancário¹⁵ que, conforme os dados anteriormente expostos, se mostra concentrado. Se o índice dos quatro maiores bancos (RC4) já se mostrou alto, quando se acrescenta então o quinto e sexto maiores bancos à conta (Santander e HSBC, respectivamente), o percentual de concentração fica ainda maior (81%, em 2011, para total de ativos) caracterizando o setor como oligopolista. Isso dá aos bancos poder de mercado para definirem as taxas de juros e tarifas que irão praticar.

¹⁴ BANCO CENTRAL DO BRASIL, PMF 01 –Juros e *Spread* Bancário, 2016, p.11. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/FAQs/FAQ%2001-Juros%20e%20Spread%20Banc%C3%A1rio.pdf>> Acesso em: 12/08/2018.

¹⁵ OREIRO, J et al. Determinantes Macroeconômicos do *spread* bancário no Brasil: Teoria e Evidência Recente, p. 612. *Economia Aplicada*, 2006. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/eoa/v10n4/a07v10n4.pdf>> Acesso: 13/08/2018.

Nas operações de pessoa física, os bancos só concedem crédito a tomadores já conhecidos por eles, o que lhes gera um poder de mercado ainda maior sobre esses tomadores, que, frente a taxas muito altas, se veem sem opção de buscar taxas mais baixas no mercado, por meio de concorrência de preços, visto que outros bancos lhe negarão crédito ou lhe concederão um limite baixo, por não conhecerem seu comportamento (BCB, 1999, p.11). Como sugerido por Nakane (2003), a forte assimetria de informações do sistema bancário, unida com problemas de seleção adversa (dificuldade em separar bons de maus clientes), gera altos custos de informação e de transferência de clientes, possibilitando ao banco praticar poder de mercado (OREIRO *et al*, 2006, p. 622). Com isso, os bancos conseguem uma maior margem de lucro nesse tipo de operação.

Já o *spread* de pessoa jurídica tem quase metade de seus recursos como direcionados e, mesmo em seus recursos livres, há financiamentos que resultam em menores riscos. Diferentemente das operações de pessoa física, as de pessoa jurídica têm garantias melhor estruturadas (o que diminui a perda em caso de inadimplência). Ademais, a alíquota cobrada para impostos indiretos (sobretudo o IOF¹⁶), é mais baixa. Sendo assim, seu nível de *spread* bancário é menor. Seus movimentos também são mais sutis, pois, como algumas empresas conseguem captar recursos de outras fontes (abrindo capital ou de instituições estrangeiras), não ficam tão dependentes do mercado de crédito brasileiro, nem das decisões monetárias nacionais.

A taxa básica de juros praticada no Brasil, que, como já foi mencionada, é uma das mais altas do mundo, também contribui para o elevado nível do *spread* bancário, pois os juros altos fariam com que os títulos públicos (alto retorno, baixo risco e alta liquidez) representem um “elevado custo de oportunidade para os bancos, que passarão a exigir maiores retornos para financiar outras modalidades de crédito existentes na economia” (MANHIÇA; JORGE, 2012, p. 18). Ou, dito de outra forma, a taxa de juros de mercado deve ser alta o suficiente, e permitir lucros altos o suficiente, para estimular os bancos a emprestarem seus recursos ao invés de aplicá-los em títulos do governo, líquidos e rentáveis.

Outras variáveis macroeconômicas também impactam o nível do *spread*, como é de se esperar, mas de maneira mais indireta. A instabilidade

¹⁶ BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Juros e Spread Bancário no Brasil*, outubro 1999. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/ftp/juros-spread1.pdf>> Acesso em: 11/08/2018

macroeconômica, que resulta numa maior aversão ao risco por parte dos bancos, sobretudo se esta for histórica. De acordo com Oliveira e Carvalho (2007), os bancos têm preferência por liquidez, que será mais alta quanto mais adverso for o cenário. A instabilidade resulta em variação dos lucros das empresas e, conseqüentemente, do nível de produção real, o que traz aos bancos um maior risco de crédito. Um elevado risco de crédito não apenas aumenta os recursos provisionados a devedores duvidosos, como também reduz o volume de crédito que os bancos estão dispostos a emprestar. Sobretudo em casos de operações com volumes pequenos e risco alto, que, por não justificarem uma avaliação mais criteriosa e cara dos clientes, são prontamente negados.

O próprio ciclo econômico exerce um efeito sobre o *spread*. Uma recessão pode aumentar a proporção dos custos operacionais/administrativos, pois a contração do crédito não gerará igual redução dos custos, já que não se reduzem custos fixos no curto prazo, perdendo ganhos de escala. Ao mesmo tempo, a recessão aumenta o desemprego e possivelmente a inadimplência não só das famílias como também das empresas, aumentando o *spread*.

Alguns fatores têm impactos mais diretos, como as políticas fiscal (variação de impostos diretos ou indiretos) e macroprudencial, podendo alterar a composição do *spread* bancário. O aumento dos impostos requer que uma maior parte da margem bruta da operação seja repassada ao governo (ou por aumentar as despesas da operação – impostos indiretos – ou por aumentar a contribuição a ser recolhida sobre a renda ou o lucro – impostos diretos), o que reduziria a margem de lucro, salvo o caso em que os bancos aumentassem seus *spreads* bancários, repassando essa diferença ao tomador de crédito. Já a política macroprudencial, por maiores exigências de compulsório ou reservas de capital, influi no volume de crédito disponível. Então, por mais que as operações continuem, individualmente, com a mesma rentabilidade, o lucro se reduz, pois houve alteração no montante de operações. Para mantê-lo, é necessário compensar essa queda aumentando o *spread* bancário e, por conseguinte, a taxa de juros cobrada.

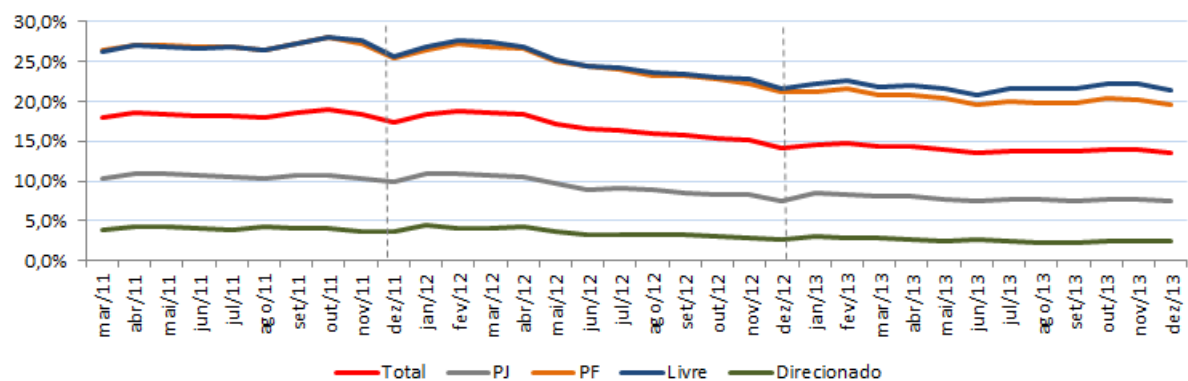
3.2 O *Spread* Bancário no Brasil entre 2011-2013

O *spread* médio (Gráfico 10) total mostrou trajetória declinante no período analisado. Como os recursos direcionados são objeto de política creditícia, em geral,

com taxa de juros ao tomador final controlada, o *spread* relacionado a eles se mantém relativamente estável mostrando queda bastante sutil (0,5p.p.), do início ao fim da série. Como a inadimplência dessas operações é bastante baixa, o nível do *spread* direcionado é mais baixo que o das outras operações. Apesar de não serem majoritários, ele representa boa parte do volume de crédito (média de 40,8% nesses três anos), fazendo com que a linha do *spread* total também fique mais plana. Os recursos livres apresentam maior volatilidade, e seu movimento decrescente foi mais acentuada (diferença negativa de 4,8p.p.).

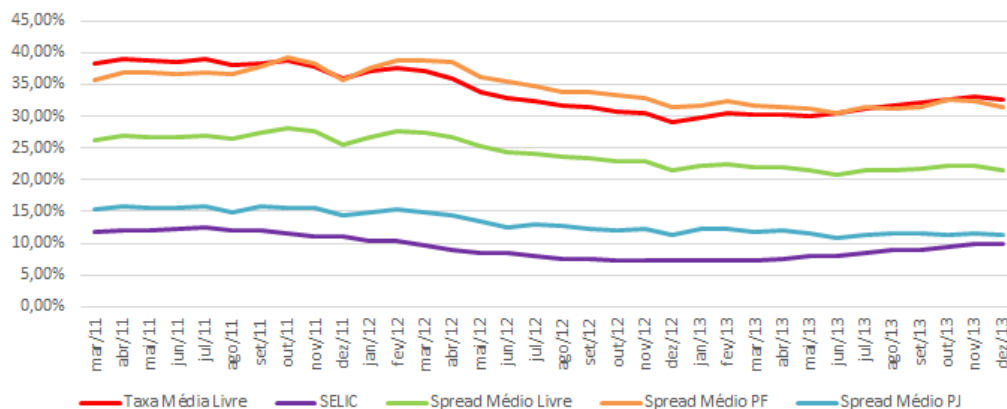
Ao comparar-se o *spread* médio de operações de pessoas físicas e jurídicas, percebe-se que o de pessoa física, que tem como sua maioria recursos livres, apresenta maior volatilidade e anda bem em linha com o livre – teve um decréscimo ainda maior, de 6,9p.p.

Gráfico 10: *Spread* médio.



Fonte: Banco Central do Brasil.

Como no *spread* médio dos recursos direcionados não há grandes expressões de efeitos monetários ou de mercado; não é através dele que se repassa o maior impacto da política monetária aos agentes econômicos, mas, sim, por meio do livre. Vale então uma maior abertura desse indicador e um olhar mais atento sobre ele (Gráfico 11).

Gráfico 11: Taxa de juros média livre, *Spread* médio livre e SELIC.

Fonte: Banco Central do Brasil.

É possível, a partir daí, fazer algumas observações: a) o *spread* de recursos livres à pessoa física é o mais alto de todos os tipos de operação – e o mais volátil; b) o *spread* de recursos livres à pessoa jurídica segue a mesma tendência de movimentos, porém de forma menos intensa; c) o *spread* livre total é mais comandado pelos movimentos de pessoa física, por estes terem maior representação dessas operações, mas, devido à alta participação de pessoa jurídica, seus níveis caem.

Uma importante observação a ser feita no gráfico é a relação entre os movimentos do *spread* livre e os movimentos da SELIC no período analisado. Pode-se perceber que, a par de consecutivos cortes dessa taxa (a partir de agosto de 2011) e consistência em seu declínio (até o final de 2012), a taxa de juros de recursos livres, não cai na mesma proporção, particularmente entre setembro de 2011 e março de 2012 (com exceção das quedas em novembro e dezembro, que, por ocorrerem também nos outros anos, pode inferir-se serem pontuais, devido à sazonalidade). Essa diferença de intensidade de queda entre a SELIC e a taxa de juros de recursos livres é explicada pelo aumento gradual da inadimplência, que houve neste período, fazendo com que o *spread* se mantivesse em nível ainda mais alto.

A partir de abril de 2012 até junho de 2013, o *spread* mostra declínio, fortemente influenciado pelo comportamento dos índices de inadimplência, permitindo a queda da taxa de juros dos recursos livres de maneira mais intensa que a taxa básica de juros, especialmente até o final de 2012.

Inicia-se em julho de 2013, outro período de relativa estabilidade do *spread*, mesmo frente à queda de inadimplência desse intervalo, devido à recomposição do lucro (que tinha perdido proporção para a inadimplência em 2012), para níveis mais próximos de 2011 (Quadro 02). Dessa vez, com o *spread* estável, a taxa de juros de recursos livres subiu bem em linha com o aumento da SELIC.

Ao se analisar a composição do *spread* (Quadro 02), fica perceptível o quanto a inadimplência é relevante; sua média anual maior em 2012, quando comparada a dos outros anos, certamente foi sentida, resultando em uma maior proporção do *spread* sendo destinada a isso. O item “Compulsório + Encargos Fiscais e FGC”, apesar de representar uma pequena proporção do *spread*, praticamente dobrou sua participação sobre o *spread* em 2012. Para completar, os custos administrativos passaram a representar uma maior proporção. Como consequência, houve aperto dos lucros – que só não foi maior porque os impostos diretos diminuíram sua participação na distribuição. Vale ressaltar que, de 2011 para 2012, enquanto a queda do lucro foi de 7,5p.p. para o *spread* de recursos livres e direcionados, quando se trata do *spread* apenas de recursos livres a queda é menor, 5,3p.p., mostrando que esse segmento tem maior poder de preservar seu lucro e, talvez por isso, não tenha acompanhado por completo os movimentos da taxa básica de juros.

Quadro 02: Composição do *spread*.

Livre+Direcionado Discriminação	Em proporção(%) do spread		
	2011	2012	2013
1 - <i>Spread</i>	100,0	100,0	100,0
2 - Custo administrativo	4,05	6,0	7,1
3 - Inadimplência	49,5	59,4	50,7
4 - Compulsório + Encargos Fiscais e FGC	1,4	2,1	1,9
5 - Impostos Diretos (CSLL+IR)	18,0	13,0	16,1
6 - Lucro e Outros (1-2-3-4-5)	27,0	19,5	24,2

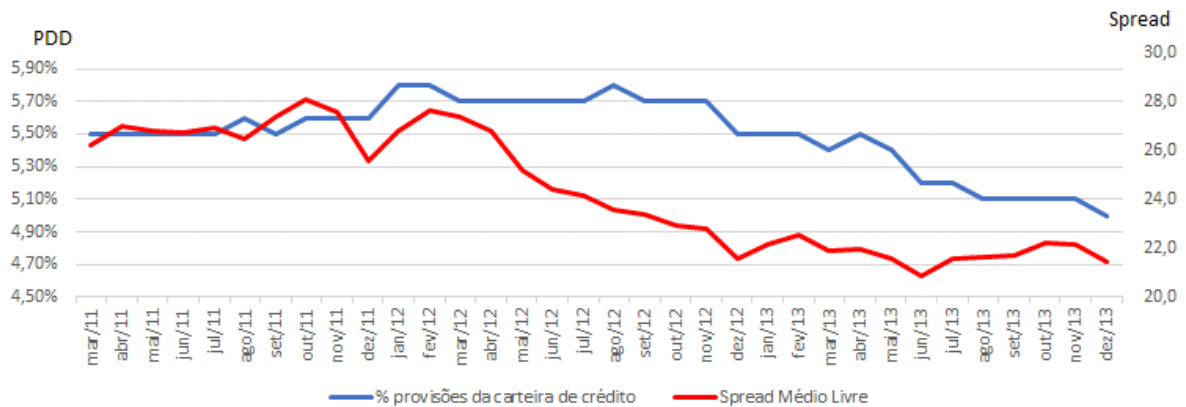
Livre Discriminação	Em proporção(%) do spread		
	2011	2012	2013
1 - <i>Spread</i>	100,0	100,0	100,0
2 - Custo administrativo	5,86	7,7	6,4
3 - Inadimplência	42,0	47,5	43,3
4 - Compulsório + Encargos Fiscais e FGC	1,8	3,5	3,1
5 - Impostos Diretos (CSLL+IR)	20,3	16,6	18,9
6 - Lucro e Outros (1-2-3-4-5)	30,1	24,8	28,3

Fonte: Banco Central do Brasil.

É possível ver no Gráfico 08 que, exatamente no período que se apresenta a resistência, se tem o aumento de inadimplência – fato confirmado ao se verificar, no Quadro 02, que essa variável aumentou sua participação na composição do *spread*. Para que o efeito desse aumento seja sentido o mínimo possível sobre os lucros, as instituições financeiras aproveitam-se de seu poder de mercado para repassar o ônus aos demais clientes adimplentes.

Dialogando com esse fator, e com o arrefecimento da economia, têm-se o aumento da PDD, que subiu 0,3p.p. (Gráfico 12), desde que a SELIC começou a cair (julho de 2011) até janeiro de 2012 e, depois em setembro do mesmo ano, em meio aos consecutivos cortes à taxa básica de juros. Pode parecer uma diferença pequena, mas considerando que o total das provisões em 2011 foi de R\$115,1 bi, certamente esses 0,3p.p. não são desprezíveis. Uma maior provisão reduz o montante com o qual os bancos podem auferir lucro, fazendo com que eles aumentem a taxa de juros nas operações para manter a rentabilidade.

Gráfico 12: PDD e *Spread* Médio Livre

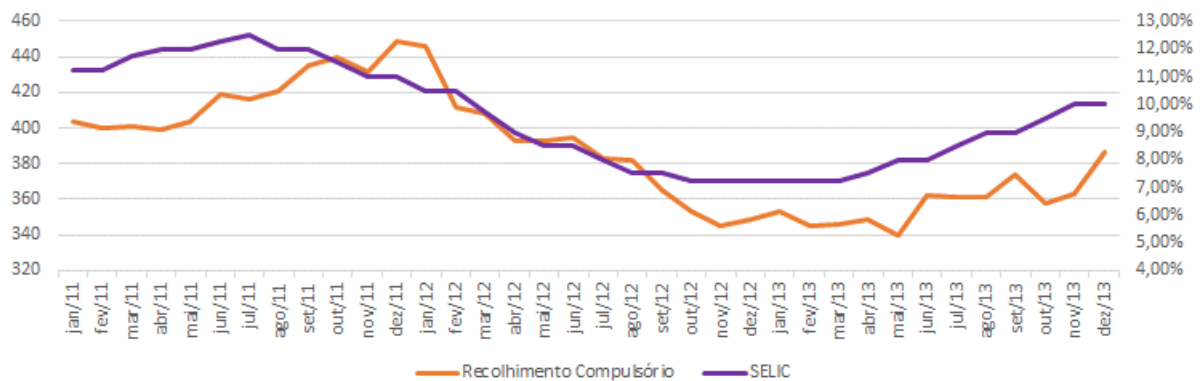


Fonte: Banco Central do Brasil.

No pós-crise, reduziu-se bruscamente as exigências compulsórias, como forma de injetar liquidez e proteger o sistema financeiro, da crise. Já no início de 2010, se volta com o recolhimento, por se entender que os riscos da crise já não eram tão grandes. Ao final desse ano, há a inserção de política macroprudencial, elevando o nível de exigibilidade. Então, 2011 se caracteriza como um período de recuperação desse instrumento, com aumento nos valores absolutos até início de 2012 (Gráfico 13). Em 2012, há novamente redução das exigências, porém em

menor proporção, com a finalidade de combater o baixo crescimento do PIB verificado este ano (1,9%). No ano seguinte, os níveis de recolhimento vão novamente se alargando, porém de maneira gradual e menos intensa.

Gráfico 13: Recolhimento Compulsório (em R\$ milhões) e SELIC



Fonte: Banco Central do Brasil.

Outra possibilidade seria o crédito direcionado, que teve forte expansão no período¹⁷. Como pode ser observado, ele é insensível à política monetária. Se, por um lado, esse direcionamento pode oferecer um desenvolvimento em setores específicos da economia e trazer benefícios à sociedade, por outro, debilita o funcionamento da política monetária, que só poderá causar impacto sobre o crédito livre, ou seja, cerca de 60% do volume de crédito, no período aqui empreendido. Além disso, suas margens de lucro são menores. Os bancos, então, aproveitam-se mais uma vez de não serem perfeitamente competitivos e pressionam os lucros do crédito livre, para compensar o que deixam de ganhar no direcionado. Esse ponto é reconhecido pelo próprio atual presidente do BCB, Ilan Goldfajn, que, durante o evento 2017 Prêmio Scopus¹⁸, disse: “Um sistema financeiro mais eficiente e com mais crédito livre tende a contribuir para aumentar a potência da política monetária,

¹⁷ CASTELAR, Armando. Segmentação do mercado de crédito. *Valor Econômico*, 06/06/2014. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/opiniao/3576292/segmentacao-do-mercado-de-credito>>. Acesso em: 12/08/2018

¹⁸ BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Apontamentos do presidente do Banco Central, Ilan Goldfajn, durante o evento 2017 Prêmio Scopus – homenagem a Ilan Goldfajn, promovido pela Universidade Hebraica de Jerusalém, março 2017*. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pec/appron/apres/Premio%20Scopus%20VF3%206_3_2017.pdf> Acesso em: 15/08/2018

reduzindo a necessidade de movimentos mais bruscos da taxa de juros ao longo do ciclo monetário”.

Por último, têm-se o regime monetário vigente, RMI, que é bastante criticado por manter a taxa de juros básica em alto patamar, como se existisse, para ela, um piso abaixo do qual não haveria equilíbrio (MANHIÇA ET JORGE, 2012), pois, como foi visto, a elevada taxa SELIC impõe alto custo de oportunidade, aumentando a taxa de lucro exigida pelos bancos em suas operações de crédito.

CONCLUSÃO

Os anos aqui analisados estavam em contexto de pós-crise financeira, de novo governo, do arrefecimento da economia, em 2012, e do IPCA dentro da meta nos três anos. Somam-se a essas características a política monetária restritiva e expansiva, com oscilações consideráveis, e mais a influência de medidas macroprudenciais, introduzidas na época.

Ademais, o período aqui empreendido demonstrou aumento do volume de crédito e da proporção crédito/PIB. O alargamento deu-se, principalmente, por causa das fortes medidas de política creditícia, intensas em habitação (PF) e financiamentos do BNDES (PJ). Tal quadro gerou recomposição na distribuição dos recursos livres e direcionados, fazendo com que os livres perdessem proporção. A medida, por sua vez, reduziu a capacidade de a política monetária afetar as variáveis reais, via mercado de crédito.

Ao avaliar-se o comportamento do *spread* bancário livre, foi visto que, mesmo com o seu declínio em uma parte do período, ele continuou a ser praticado em nível bastante alto.

Uma primeira razão seria a inadimplência, que influencia fortemente o *spread* e é fator de maior peso na composição dele. A concentração de mercado do setor bancário igualmente influencia, pois dá aos bancos poder de mercado para proteger suas taxas de lucros, ou seja, frente a um aumento de dívidas não pagas, por exemplo, os bancos conseguem, em certa medida, repassar esse custo aos tomadores de crédito adimplentes – aumentando suas taxas de juros finais –, de modo a evitar que o custo seja retirado de suas margens de lucro.

Por afetar variáveis reais da economia, incluindo o nível de inadimplência, o ciclo econômico se mostrou, do mesmo modo, relevante para afetar o nível de *spread* bancário. O direcionamento de crédito e os recolhimentos prudenciais também são fatores que parecem pressionar os níveis de lucros exigidos nas operações de pessoa física, contribuindo para elevar o nível de seu *spread*;

Por fim, o próprio nível da taxa básica de juros – praticada em patamar elevado pelo vigente Regime de Metas de Inflação – parece entrar como mais um fator a elevar o *spread*, por dar aos bancos uma alternativa líquida e rentável.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALVES, J. Por que o custo do crédito no Brasil demora para cair? *Estadão. Economia e Negócios*, 27/07/2018. Disponível em: <<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,por-que-o-custo-do-credito-no-brasil-demora-para-cair,70001680693>> Acesso em: 13/08/2018.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Apontamentos do presidente do Banco Central, Ilan Goldfajn, durante o evento 2017 Prêmio Scopus – homenagem a Ilan Goldfajn, promovido pela Universidade Hebraica de Jerusalém*, março 2017. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pec/appron/apres/Premio%20Scopus%20VF3%206_3_2017.pdf> Acesso em: 15/08/2018

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Funções do Banco Central do Brasil*: PMF11. 2016. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/FAQs/FAQ%2011-Fun%C3%A7%C3%B5es%20do%20Banco%20Central.pdf>> Acesso em: 27/07/2018.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Juros e Spread Bancário no Brasil*, outubro 1999. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/ftp/juros-spread1.pdf>> Acesso em: 11/08/2018

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Juros e Spread Bancário*: PMF01 2016. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/FAQs/FAQ%2001-Juros%20e%20Spread%20Banc%C3%A1rio.pdf>> Acesso em: 12/08/2018.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório anual*. 2011. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/pec/boletim/banual2011/rel2011cap2p.pdf>> Acesso em: 05/08/2018

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório anual*. 2012. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/pec/boletim/banual2012/rel2012p.pdf>> Acesso em: 05/08/2018

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório anual*. 2013. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/pec/boletim/banual2013/rel2013p.pdf>> Acesso em: 05/08/2018

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de estabilidade financeira*. Abril 2011. Disponível em: < https://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2011_04/refP.pdf> Acesso em: 08/08/2018

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de estabilidade financeira*. Março 2012. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2012_03/refP.pdf> Acesso em: 08/08/2018

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de estabilidade financeira*. Março 2013. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2013_03/refP.pdf> Acesso em: 08/08/2018

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de estabilidade financeira*. Março 2014. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2014_03/refP.pdf> Acesso em: 08/08/2018

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de estabilidade financeira*. Setembro 2011. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2011_09/refP.pdf> Acesso em: 08/08/2018

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de estabilidade financeira*. Setembro 2012. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2012_09/refP.pdf> Acesso em: 08/08/2018

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de estabilidade financeira*. Setembro 2013. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2013_09/refP.pdf> Acesso em: 08/08/2018

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório economia bancária e crédito*. 2011. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pec/depep/spread/REBC_2011.pdf> Acesso em: 04/08/2018

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório economia bancária e crédito*. 2012. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pec/depep/spread/rebc_2012.pdf> Acesso em: 04/08/2018

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório economia bancária e crédito*. 2013. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pec/depep/spread/rebc_2013.pdf> Acesso em: 04/08/2018

BANCO CENTRAL EUROPEU. *Guia Rápido sobre as políticas macroprudenciais*. Disponível em: <<https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/macprudentialpolicies.pt.html>> Acesso em: 11/08/2018.

BORÇA JR, G.; GUIMARÃES, D. *Impacto do ciclo expansionista de crédito à pessoa física no desempenho da economia brasileira 2004 – 2013*, junho/2015. Disponível em:

- <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/6243/1/RB%2043%20Impacto%20do%20ciclo%20expansionista_P.pdf> Acesso em: 07/08/2018
- CARVALHO, F. et al. *Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política*. 2 ed. São Paulo: Editora Campus, 2012.
- CASTELAR, A. Entenda melhor o que são medidas macroprudenciais e sua atuação na economia. Infomoney, em 25/03/2011. Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br/mercados/noticia/2066656/entenda-melhor-que-sao-medidas-macroprudenciais-sua-atuacao-economia>> Acesso em: 27/07/2018.
- CASTELAR, A. Segmentação do mercado de crédito. *Valor Econômico*, 06/06/2014. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/opiniaio/3576292/segmentacao-do-mercado-de-credito>>. Acesso em: 12/08/2018
- DIEESE. *Nota técnica*. Spread e juros bancários, abril/2012. Disponível em: <<https://www.dieese.org.br/notatecnica/2012/notaTec109Spread.pdf>> Acesso em: 10/08/2018
- EVANGELISTA, T.; SHARDELLATI, E. A eficácia do crédito como canal de transmissão da política monetária no Brasil: estratégia de identificação da oferta e demanda de crédito. *Revista de Economia Contemporânea*, 2018. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rec/v22n2/1415-9848-rec-22-02-e182224.pdf>> Acesso em: 12/08/2018.
- G1. Banco Central publica taxas de redesconto e mudanças em compulsório. In: *Economia*, 23/11/2010. Disponível em: <<http://g1.globo.com/economia/noticia/2013/02/banco-central-reduz-juros-em-linhas-de-redesconto-para-bancos.html>>. Acesso em: 14/08/2018.
- ISTOÉ DINHEIRO. Saiba quem é Alexandre Tombini, novo presidente do Banco Central. In: *Economia*, 23/11/2010. Disponível em: <<https://www.istoedinheiro.com.br/noticias/economia/20101123/saiba-quem-alexandre-tombini-novo-presidente-banco-central/30617>>. Acesso em: 01/08/2018.
- LINARDI, F. *Avaliação dos determinantes macroeconômicos da inadimplência bancária no Brasil*. Dissertação (Mestrado em Economia). Faculdade de Ciências Econômicas. Universidade Federal de Minas Gerais, 2008. 76f. Disponível em: <http://www.bibliotecadigital.ufmg.br/dspace/bitstream/handle/1843/AMSA-7FNJU7/fernando_linardi_2008.pdf?sequence=1> Acesso em: 10/08/2018
- MANHIÇA, F.; JORGE, C. O nível da taxa básica de juros e o spread bancário no Brasil: uma análise de dados em painel. *Ipea*, 2012. Disponível em:

<http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_1710.pdf> Acesso em: 30/07/2018.

MARTINS, N. *Política monetária brasileira nos governos Dilma (2011 – 2016): o ensaio de ruptura e a restauração do conservadorismo*, 2017. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/images/pesquisa/publicacoes/discussao_discente/2017/tddie0012017martins.pdf> Acesso em: 06/08/2018

MODENESI, A.; MODENESI, R. Quinze anos de rigidez monetária no Brasil pós Plano Real: uma agenda de pesquisa. *Revista de Economia Política*, 2012. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rep/v32n3/03.pdf>> Acesso em: 11/08/2018.

MOURA, Alkimar R. Quem tem medo das medidas macroprudenciais? *Estadão. Economia & Negócios*, 15/06/2011. Disponível em: <<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,quem-tem-medo-das-medidas-macroprudenciais-imp-,732388>>. Acesso em: 01/08/2018.

OREIRO, J et al. Determinantes Macroeconômicos do *spread* bancário no Brasil: Teoria e Evidência Recente. *Economia Aplicada*, 2006. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/ecoa/v10n4/a07v10n4.pdf>> Acesso: 13/08/2018.

RIBEIRO, Luci. Banco Central publica taxas de redesconto e mudanças em compulsório. *Hoje em Dia*, 25/02/2013. Disponível em: <<http://hojeemdia.com.br/primeiro-plano/economia/banco-central-publica-taxas-de-redesconto-e-mudan%C3%A7as-em-compuls%C3%B3rio-1.110749>>. Acesso em: 02/08/2018

SILVA, Roseli. *F-ECO: O que são e como funcionam as Políticas Macroprudenciais?* Disponível em: <<https://randomwalk.com.br/2016/09/28/f-eco-o-que-sao-e-como-funcionam-as-politicas-macroprudenciais/>> Acesso em: 11/08/2018.

TAVEIRA, M. *Análise do papel da política macroprudencial e sua inserção em um modelo DSGE*. 2012. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial), Fundação Getúlio Vargas, Escola de Pós-Graduação em Economia. Rio de Janeiro, 2012. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/10458/Dissertac%CC%A7a%CC%83o_Marilia_Biblioteca.pdf?sequence=3&isAllowed=y> Acesso em: 06/08/2018