

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

**SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO, TAXA DE  
JUROS E *SPREAD* BANCÁRIO**

---

GUSTAVO DE AZEREDO MONTEIRO

matrícula nº: 102041702

ORIENTADOR(A): Prof. Fernando Carlos

JULHO 2009

*As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do(a) autor(a)*

## ÍNDICE

INTRODUÇÃO.....	4
<b>CAPÍTULO I – A TAXA SELIC COMO INSTRUMENTO DE POLÍTICA MONETÁRIA</b>	
1.1 - O Sistema de Metas de Inflação – Uma visão geral.....	5
1.2 – Os canais de transmissão da Política Monetária no Brasil.....	7
1.3 – O Sistema de Metas de Inflação no Brasil .....	11
1.4 – A Taxa SELIC.....	14
<b>CAPÍTULO II – DETERMINAÇÃO E APURAÇÃO DO <i>SPREAD</i> BANCÁRIO</b>	
2.1 - O <i>Spread</i> Bancário.....	19
2.2 – Determinantes do <i>Spread</i> Bancário.....	22
2.3 – Juros e <i>Spread</i> Bancário – Evolução (2003-2006).....	27
<b>CAPÍTULO III – CONCLUSÃO</b>	
3.1 – Taxa de Juros e <i>Spread</i> Bancário: Os Determinantes Macroeconômicos.....	29
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	31

## INTRODUÇÃO

O presente trabalho busca fazer um estudo sobre as relações entre taxa de juros e *spread* bancário. No Brasil, as taxas de juros e os elevados patamares dos *spreads* bancários atuam como fortes inibidores das decisões de investimento privadas. Desse modo, o país não consegue entrar numa rota de crescimento sustentado de longo prazo já que a formação bruta de capital fixo não chega a patamares suficientemente altos.

Contudo, no período analisado, as taxas de juros foram substancialmente reduzidas e, apesar dos *spreads* terem acompanhado em parte esse movimento, parece haver certa rigidez para baixo que impede uma redução mais forte nos custos de intermediação.

Esta monografia procurará entender o porquê da manutenção de taxas de juros reais e *spreads* bancário em níveis tão altos, bem acima da realidade internacional.

Para tanto o trabalho é composto de três capítulos. No capítulo 1 será feita uma contextualização da política monetária brasileira, seus fundamentos e problemas. O segundo capítulo tratará da conceitualização e determinação do *spread* bancário. Além disso, buscar-se-á entender a relação deste com a taxa de juros através da análise da evolução das duas variáveis no período analisado. Por fim, o terceiro capítulo apontará as conclusões realizadas neste trabalho.

## **CAPÍTULO I – A TAXA SELIC COMO INSTRUMENTO DE POLÍTICA MONETÁRIA**

### **1.1 O Sistema de Metas de Inflação – Uma visão geral**

O Sistema de Metas de Inflação (SMI) tem sido adotado por diversos países desde a década de 90. Este novo arcabouço de política monetária consiste na adoção de uma meta explícita para a inflação, estabelecida pelo governo e/ou parlamento, e que deve ser perseguida pelo Banco Central (BACEN), geralmente num período de um ano. Além disso, o regime deve tornar público quais instrumentos serão efetivamente utilizados para alcançar a meta, e as análises que amparam o processo de tomada de decisão.

O SMI foi adotado, sob diversas formas, por um grande número de países industrializados, como Canadá, Reino Unido, Nova Zelândia, Suécia, Austrália, Finlândia, Espanha e Israel. O SMI é um novo arcabouço de política monetária que abrange cinco elementos principais: o anúncio público da taxa de inflação; a estabilidade de preços como principal meta da política monetária; a utilização de diversas ferramentas políticas, além dos tradicionais agregados monetários e taxa de câmbio; a transparência da política monetária através das informações dadas ao público e aos mercados; e o aumento da responsabilidade do BACEN para atingir metas inflacionárias (Mishkin, 2001).

Além do objetivo primário de alcançar a meta pré-estabelecida pelo Governo, o BACEN também deve se preocupar com a estabilização do Produto e da taxa de câmbio no curto prazo. Esse acompanhamento deve ser feito por diversos motivos: i) a taxa de inflação a ser alcançada geralmente inclui os preços indexados sujeitos a choques de oferta; ii) a meta de inflação é geralmente estabelecida em bandas, o que reflete a incerteza e aumenta a flexibilidade do BACEN no curto prazo; iii) a meta de inflação pode ser alterada para acomodar os choques de preço e outras mudanças exógenas fora do controle do BACEN.

Na maioria dos regimes de metas inflacionárias implantados, o BACEN publica relatórios sobre a situação atual da inflação, incluindo as previsões e discussões a respeito da meta de inflação. Essa comunicação do BACEN com o público reflete um dos principais

objetivos do sistema: aumentar a transparência das políticas monetárias e, dessa forma, melhorar o ambiente de negócios no país.

A adoção do SMI também conduz a reformas administrativas e/ou legais envolvendo o BACEN, geralmente com a finalidade de aumentar sua independência na escolha dos instrumentos a serem usados para alcançar a meta.

As motivações pra adoção do SMI são variadas. No caso do Reino Unido e da Suécia, o colapso da âncora cambial incentivou a autoridade monetária a buscar novas alternativas de âncoras nominais para a política monetária. Os desenvolvimentos na teoria macroeconômica também ajudaram na aceitação do SMI, dentre os quais podemos destacar: a suposição de que não existe, no longo prazo, *um trade-off* entre produto (ou emprego) e a inflação; a valorização da credibilidade da política monetária; e o aumento da crença de que a baixa inflação promove, a longo prazo, crescimento econômico e eficiência.

Durante muitos anos o principal debate sobre a política monetária era baseado na oposição de duas estratégias: regras e discricionaridade. Os defensores das regras, como Milton Friedman, argumentam que “atando as mãos” dos *policymakers* por um lado irão precaver a autoridade monetária de implementar políticas contracionistas e por outro irão eliminar o viés inflacionário intrínseco na política monetária discricionária. Já os defensores da política discricionária, onde o BACEN tem a liberdade de tomar todas as decisões no âmbito econômico, destacam a incapacidade das políticas baseadas em regras em lidar com choques externos ou mudanças na estrutura econômica.

Para os autores, o SMI é um híbrido dessas duas estratégias: pode ser considerada uma regra monetária pela sua natureza *forward-looking* que constrange o BACEN de fazer mudanças na política monetária, e pode se considerada uma política discricionária por ter a liberdade de mudar frente a choques inesperados e circunstâncias incomuns. De acordo com Giambiagi et alli (2006), o regime de metas de inflação pode ser considerado um híbrido, pois representa uma âncora nominal, ao mesmo tempo que deixa espaço para a existência da discricionariedade em caso de choques. Não se trata de um regime discricionário pleno, porque implica assumir objetivos e prazos definidos, mas também não é um regime de regras estritas, uma vez que, dentro desses parâmetros, ele admite flexibilidade para considerar o custo em termos de produto na correção dos desvios. (Giambiagi, 2006, p.2).

## 1.2 Os canais de transmissão da Política Monetária no Brasil

A política monetária constitui-se num poderoso instrumento da autoridade monetária, no que diz respeito às flutuações econômicas de curto prazo. Sendo assim é fundamental conhecer os seus mecanismos de transmissão e propagação pela economia brasileira, bem como a reação dos agentes econômicos quando ocorrem mudanças em sua condução.

De acordo com Bacen (1999), existem cinco principais canais de transmissão da política monetária, os quais são: taxa de juros, taxa de câmbio, preço dos ativos, crédito e expectativas. Ao afetar estas variáveis, as decisões de política monetária influem sobre os níveis de poupança, investimento e gasto das unidades familiares e empresas, que por sua vez, afetam a demanda agregada e, por último, a taxa de inflação. Vale observar que a despeito da identificação dos canais pelos quais a política monetária propaga-se pela economia, e a intensidade de cada um deles, o mecanismo de transmissão varia de acordo com as características peculiares de cada economia. Por exemplo, a taxa de câmbio, reconhecida como um importante canal de transmissão da política monetária, perde relevância em economias cujas taxas de câmbio são fixas. Da mesma forma, naquelas economias com sistemas financeiros pouco desenvolvidos, o canal do crédito tem pouca relevância.

Fundamentalmente, antes de descrever um a um os mecanismos de transmissão da política monetária, é importante ter em mente para se entender a lógica da argumentação a seguir em que é importante ressaltar que política monetária produz efeitos reais apenas no curto e médio prazos, ou seja, no longo prazo a moeda é neutra. O único efeito existente no longo prazo é sobre o nível geral de preços da economia. Deve-se notar que outros fatores também influenciam o nível de preços a curto prazo, como, por exemplo, um choque agrícola ou um aumento de impostos. (BACEN, Relatório de Inflação, junho de 1999, p.90).

Nesse caso, a análise do BACEN diz que no longo prazo, quando todos os preços da economia são flexíveis, variações da quantidade de moeda da economia traduzem-se em variações proporcionais no nível geral de preços, ou seja, modificações em variáveis nominais não influenciam variáveis reais.

O canal clássico de transmissão da política monetária é a taxa de juros. Ao subir a taxa de juros básica nominal do mercado interbancário, que é a taxa de juros que o BACEN efetivamente controla, tal aumento tende a se propagar por todas as taxas de juros do mercado em função da estrutura a termo das taxas de juros, principalmente para as taxas de juro de prazo mais curto. Se considerarmos que no curto prazo os preços são rígidos, uma elevação da taxa de juros nominal por parte da autoridade monetária também será uma elevação da taxa de juros real, a qual é responsável de fato pelas decisões de investimento. Dessa forma, ao elevar o custo do capital, os investimentos produtivos tendem a se reduzir, o que diminuirá a demanda agregada e consquentemente o nível geral de preços. Não podemos esquecer que uma alta taxa de juros real significará ainda um menor nível de consumo, principalmente de bens duráveis, o que, por sua vez também inibe a demanda agregada e contém a inflação.

Outro canal de transmissão da política monetária se dá através da alteração da riqueza dos agentes econômicos em virtude de uma modificação nas taxas de juros. Por exemplo, um aumento da taxa de juros faz com que o valor presente dos ativos (preço das ações, dos títulos públicos pré-fixados, etc) diminua, deprimindo o nível de atividade econômica e assim o lucro esperado das empresas. Nesta situação, a diminuição da riqueza financeira faz com que as pessoas sintam-se menos ricas, desestimulando seu consumo. Isso inibirá a demanda agregada e combaterá a inflação. Outrossim, se houver uma diminuição da taxa de juros, o valor presente dos ativos aumentará (principalmente no mercado acionário), estimulando assim o crescimento da economia e o lucro das empresas. Os agentes econômicos se sentirão mais ricos e aumentarão seus níveis de consumo. Haverá uma pressão de demanda agregada e, dependendo de algumas outras condições estruturais da economia, poderá haver pressões inflacionárias.

Outro canal importante, ressaltado pelo BACEN, é o canal das expectativas. O Relatório de Inflação de junho de 1999 nos dá a dimensão exata da importância desse mecanismo de transmissão. Segundo ele, ao alterar a taxa de juros, a ação do Banco Central pode alterar as expectativas dos agentes econômicos quanto à evolução presente e futura da economia. Por exemplo, ao elevar a taxa de juros de curto prazo o Banco Central pode reestabelecer a confiança no desempenho futuro da economia, e provocar uma queda nas taxas de juros esperadas para prazos mais longos. A queda da taxa de juros durante uma recessão pode significar que tempos melhores virão, estimulando o consumo da população. Por outro lado, vale observar que devido à incerteza inerente aos efeitos de política monetária

e a evolução da economia, muitas vezes uma mudança nas taxas de juros pode produzir efeitos opostos aos esperados. (BACEN, Relatório de Inflação, junho de 1999, p.90)

O quarto canal de transmissão da política monetária é o crédito, que tem uma importância maior nos países desenvolvidos, pois os mesmos possuem mercados de capitais mais amplos e profundos. Pode-se considerar os empréstimos bancários como uma *proxy* deste mercado, o qual funciona da seguinte maneira: ao diminuir a taxa de juros e aumentar o volume de reservas da economia, o BACEN permite que os bancos comerciais aumentem seus montantes de empréstimos. Esses são particularmente importantes para as pequenas empresas obterem capital de giro, uma vez que as mesmas não têm acesso direto ao mercado de capitais (e.g emissões de bônus, ações, debentures e etc). Portanto, o canal de crédito incentiva os gastos com investimento e, além disso, pode ser importante também para o consumo das unidades familiares. Com relação aos países em desenvolvimento, como o Brasil, esse canal de transmissão da política monetária tem sido prejudicado em virtude do elevado grau de incerteza da economia no passado, das elevadas alíquotas de depósitos compulsórios e dos impostos incidentes sobre intermediações financeiras.

O último canal de transmissão da política monetária é a taxa de câmbio, principalmente se estivermos falando de economias abertas com regimes cambiais flexíveis como é o caso da maioria das economias no mundo na atualidade. Sabe-se pela equação de paridade de juros  $i=i^*+\Delta E+\Phi$  (onde  $i$  é a taxa de juros interna,  $i^*$  é a taxa de juros internacional,  $\Delta E$  é a expectativa de desvalorização da moeda doméstica e  $\Phi$  é o prêmio de risco) que num regime cambial flexível e num contexto de alta mobilidade internacional de capitais, espera-se que o aumento da taxa de juros interna provoque uma apreciação cambial para a manutenção do equilíbrio da conta de capitais, o que por sua vez transmitirá os efeitos à política monetária de duas maneiras distintas.

A taxa de câmbio exerce uma influência direta sobre o nível de preços através do preço doméstico dos bens comerciáveis internacionalmente. Para alguns produtos, dentre eles as *commodities*, esse feito é particularmente rápido. Em outras palavras, uma apreciação cambial faz com que os produtos estrangeiros comerciáveis fiquem mais baratos em relação aos nacionais, provocando um acirramento da concorrência interna, e, por conseguinte uma diminuição de preços.

A taxa de câmbio também exerce efeitos indiretos sobre os preços de duas maneiras. Primeiramente, por meio dos bens produzidos internamente que utilizam em grandes quantidades matérias-primas importadas. Nesse caso, a apreciação cambial diminui os custos de produção, acarretando diminuição dos preços se os setores em questão não tiverem um grau de concentração muito elevado. Em segundo lugar, a taxa de câmbio afeta indiretamente o nível de preços através da demanda agregada. Quando o câmbio se aprecia, os produtos importados tornam-se mais baratos com relação aos nacionais, deslocando assim, demanda dos bens domésticos para similares importados, diminuindo a demanda agregada e a pressão sobre o nível de preços.

### 1.3 – O Sistema de Metas de Inflação no Brasil

Pelo decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999, foi implantada uma nova sistemática de política monetária denominada Regime de Metas de Inflação. Porém, isso já vinha sendo feito informalmente, desde março daquele mesmo ano com a criação, no interior do Banco Central, de um departamento de pesquisas que dentre outras coisas, passou a dedicar-se a estudos que forneciam suporte para a tomada de decisões sobre a política monetária.

Mas, somente a partir de 21 de junho, a âncora passaria a ser oficialmente a taxa de inflação e não mais a taxa de câmbio, ou seja, se a expectativa fosse de alta da inflação subir-se-ia a taxa de juros para conter a demanda.

Instituído o regime monetário de metas de inflação, algumas medidas foram anunciadas. Foram elas: (i) caso a meta não fosse cumprida, o presidente do Banco Central deveria expor as razões do descumprimento, as medidas necessárias para trazer a inflação novamente pra dentro da meta e prazo para que tais medidas fizessem efeito; (ii) foram divulgadas ainda, metas para a inflação para o Índice de Preço ao Consumidor Amplo (IPCA) para o período de 1999 a 2003 com intervalos de tolerância de dois pontos percentuais acima ou abaixo, como mostra a tabela um.

**TABELA 1 - Metas para IPCA – 1999 a 2003**

Ano	Piso	Teto	Centro
1999	6,00	10,00	<b>8,00</b>
2000	4,00	8,00	<b>6,00</b>
2001	2,00	6,00	<b>4,00</b>
2002	1,50	5,50	<b>3,50</b>
2003	1,25	5,25	<b>3,25</b>

Fonte : Banco Central

Observa-se ainda, a não utilização de cláusulas de escape frente à ocorrência de choques inesperados e a utilização do índice de inflação cheio ao invés de núcleos que expurguem itens mais voláteis. Isso porque, por um lado, existe uma grande desconfiança e incompreensão sobre a utilização de expurgos como forma de mascarar os verdadeiros impactos inflacionários (Bogdanski, Tombini e Werlang, 2000). Por outro lado, a adoção de novos recursos poderia levar à perda de credibilidade.

Além disso, foi criado o Relatório Trimestral de Inflação com informações sobre o desempenho da economia, bem como sobre a performance de regime de metas para inflação, os resultados das decisões passadas de política monetária e as projeções da inflação. Paralelamente, as Atas das reuniões do COPOM, que eram divulgadas três meses após as respectivas reuniões passaram a ser divulgadas no mesmo mês em que elas ocorrem. Estas duas publicações têm como principal objetivo melhorar a comunicação do BACEN com o público e com isso tornar a condução da política monetária mais transparente.

Como já mencionado, o principal objetivo desse regime é cumprir uma meta de inflação fixada pelo Conselho Monetário Nacional. Para tanto, é definida uma taxa de juros Selic compatível com a meta inflacionária. Porém, dada a defasagem na transmissão da política monetária, a definição da meta para a taxa Selic em um determinado mês é pautada na expectativa de inflação. O BACEN também considera o produto potencial, aquele que pode ser atingido sem gerar inflação e ainda, avalia a ocorrência de choque de preços.

Anteriormente à adoção formal da nova âncora, a taxa Selic era determinada diariamente no mercado interbancário dentro de uma banda de flutuação que tinha como piso a Taxa Básica do Banco Central (TBC) e como teto a Taxa de Assistência do Banco Central (TBAN) estipuladas pelo COPOM. Porém, esse sistema foi abandonado e o BACEN passou a adotar um sistema de fixação da taxa selic com introdução do mecanismo de viés, que atuam no sentido de reduzir as incertezas e mostrar o comprometimento do governo com a estabilidade de preços. Naquele momento, para enfatizar a nova âncora e mostrar tal comprometimento, o BACEN fixou a Selic em 45% a.a.

A evolução da expectativa de inflação do mercado exerce papel fundamental na condução da política monetária no Brasil. O afastamento das expectativas de inflação em

relação à trajetória de meta de inflação ou a não convergência desse indicador é apontado pelo BACEN como fator condicionante para variação na taxa de juros.

Outro fator destacado pelo BACEN é o “hiato do produto”, ou seja, o BACEN acompanha o ritmo de crescimento efetivo da economia e compara com o produto potencial. Segundo BACEN: *O COPOM entende que o ritmo acelerado de preenchimento do hiato do produto representa um risco importante à convergência da inflação para a trajetória de metas* (Relatório Anual de 2004, página 107)

A ocorrência de choques de preços é o terceiro fator que o BACEN leva em consideração para tomar decisão quanto à taxa de juros. Esses choques não podem ser antecipados e estão geralmente associados a crises nas quais há um aumento de incertezas e de aversão ao risco com impacto imediato no câmbio.

O Banco Central determina diretamente a taxa Selic, que é a taxa primária de juros. A Selic é o custo incorrido pelos bancos ao tomar emprestado reservas bancárias no mercado interbancário, que pode ser de outros bancos ou do próprio Banco Central.

No entanto, há um critério para formação da Selic que não apenas a vontade do BACEN. Os bancos mantêm junto ao BACEN uma conta de Reservas Bancárias. Nesta conta são depositados pelos bancos recursos para pagamento de obrigações dos bancos comerciais com outros bancos ou ainda com o próprio BACEN, como pagamento de compulsórios.

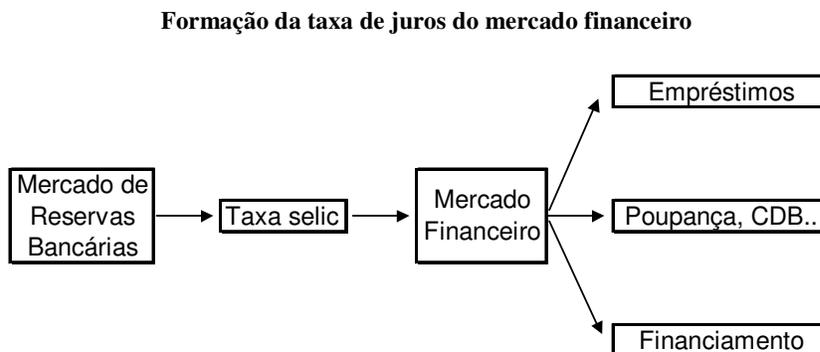
A oferta dessas reservas é de exclusividade do Banco Central e isso possibilita que ele controle a liquidez do mercado através de operações de Mercado Aberto ou de Redesconto.

Diariamente bancos encerram seus dias devedores ou credores de reservas; os credores emprestam a tomadores para que o saldo do dia chegue a zero. Porém, raramente isso é possível, nem sempre os bancos conseguem se zerar sem que o BACEN interfira. Então, se há excesso e reservas pressionando a taxa para baixo, o BACEN toma recursos emprestados, caso haja escassez de recursos pressionando a taxa para cima, ele atua com doador de reservas.

Dessa forma, o BACEN consegue determinar a taxa básica de juros, pelo controle de liquidez diária através de intervenções no mercado de reservas bancárias. E então, baseadas na

taxa básica são determinadas as demais taxas de juros do mercado financeiro, como mostrado na figura 2.

**FIGURA 1**



Fonte: BACEN

## 1.4 – A Taxa SELIC

Como vimos nos itens acima, o regime de metas de inflação representou um ponto de inflexão na forma de condução da política monetária. No cenário anterior, a política macroeconômica utilizava a taxa de câmbio como âncora para a estabilidade de preços. No funcionamento do atual regime o Banco Central passou a ter apenas a política monetária como instrumento e como meta, apenas um objetivo, fazer com que o Índice de Preços ao Consumidor (IPCA) convirja para a meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional.

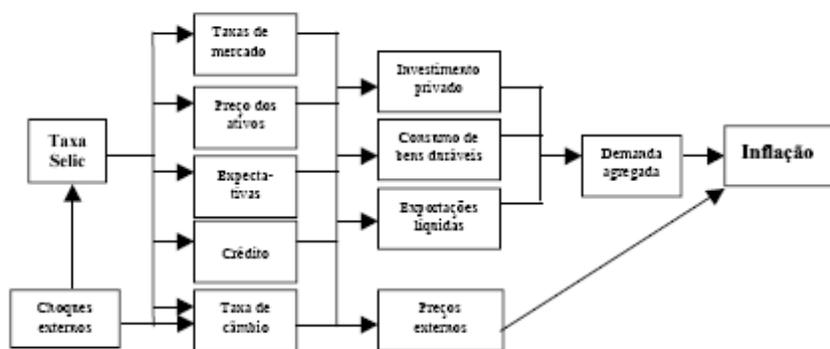
Entretanto, como salientam Gomes e Holland (ANPEC não vi o ano) a adoção do regime de metas de inflação não significa deixar de lado os resultados na economia real tais como nível de produção e desemprego. No novo regime os choques de demanda passam a ser combatido mediante alterações (elevações) na taxa básica de juros. Além disso, segundo os relatórios de inflação do BACEN, a fixação da Selic também segue o comportamento das

expectativas de inflação, estimativas do hiato do produto e uma determinada função de reação (Regra de Taylor<sup>1</sup>).

A Selic foi escolhida como principal ferramenta, pois o diagnóstico do BACEN é de que os mecanismos de transmissão de choques devem ser divididos em: a taxa de juros e os choques externos. A transmissão dos juros e choques externos para os preços podem ser visualizados na figura abaixo:

FIGURA 2

**Principais mecanismos de transmissão da política monetária**



Fonte: Banco Central (1999)

Conforme observado na figura 2, a transmissão de juros para os preços segue várias trajetórias, afetando o crédito, o preço dos ativos, as decisões de investimento, de consumo etc até afetar a demanda agregada e, por último, os preços. Já os choques externos, são exógenos fora do controle direto da autoridade monetária de tal forma que seus impactos sobre os preços devem ser combatidos de forma indireta.

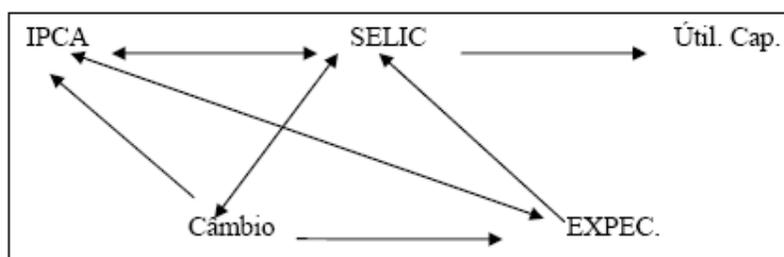
As oscilações na taxa Selic impactam, pois, as demais variáveis econômicas, como as decisões de consumo, o nível de atividade e o fluxo de capitais para o país.

<sup>1</sup> Taylor (1993) propõe que o comportamento da taxa de juros que remuneram os títulos do tesouro dos EUA pode ser representado por uma função linear simples, o que ficou conhecido como Regra de Taylor. Dessa forma, a Regra de Taylor busca uma estrutura de informações – função de reação - capaz de representar a evolução das taxas de juros ao longo do tempo.

Vale ressaltar que uma variável importante afetada pela Selic é taxa de investimento, representada pela formação bruta de capital fixo como proporção do PIB. Essa variável é extremamente relevante, pois é determinante do crescimento econômico. Assim, se o objetivo é gerar um crescimento sustentado não inflacionário, as autoridades devem procurar conciliar a taxa de investimento elevada com a meta de inflação. Por isso, torna-se tão relevante procurar entender as decisões do BACEN com relação à taxa referencial de juros.

Oreiro et alli (2007) procuraram, a partir de testes econométricos, traçar um diagrama de causalidade, isto é, as diversas relações possíveis entre as variáveis Selic, IPCA, expectativas, taxa de câmbio e utilização da capacidade produtiva. As relações estão resumidas no quadro abaixo:

**Diagrama de Causalidade entre as variáveis**



De acordo com os resultados do estudo, a SELIC é causada pelas expectativas, taxa de câmbio e IPCA; o IPCA é causado pelas expectativas, pela taxa SELIC e pela taxa de câmbio; as expectativas são causadas pela taxa de câmbio, a taxa de câmbio é causada pela SELIC e o nível de utilização da capacidade é causado pela SELIC.

Desse modo, pode-se concluir que a taxa de câmbio determina direta e indiretamente (via expectativas e IPCA) a taxa SELIC. Além disso, ao influenciar a SELIC, a taxa de câmbio também determina em parte o nível de utilização da capacidade. Os autores ainda destacam que: “Como pode ser detectado por intermédio da observação dos gráficos de impulso resposta, o impacto da taxa SELIC sobre o IPCA e o nível de utilização da capacidade produtiva é consideravelmente modesto. Em outras palavras, variações da taxa SELIC têm um impacto reduzido sobre o IPCA, o que pode estar implicando na necessidade de se utilizar “doses elevadas de juros” para conter a demanda agregada e a taxa de inflação” (Oreiro et alli, 2007, p. 25).

Segundo os autores, a explicação para que isso ocorra é a elevada participação dos preços administrados no IPCA (30% do índice) e a influência direta e indireta da taxa de câmbio, que juntos impõem “um comportamento perverso à política monetária”. A participação elevada dos preços administrados no IPCA faz com que as oscilações na taxa de câmbio sejam ainda mais relevantes na determinação dos preços e, por conseguinte, na taxa de juros.

Além disso, como também ressaltam Gomes e Holland, a perda de eficácia da política monetária também está relacionada ao mercado da dívida pública.

Parte significativa do mercado da dívida pública no Brasil é composta de títulos pós-fixados, especialmente as Letras do Tesouro Nacional (LTFs)<sup>2</sup>. O problema ligado a este fato é que assim sendo, a política monetária tem pouca capacidade de gerar o “efeito riqueza”. Este último pode ser considerado uma das formas de execução da política monetária já que mudanças nos valores dos ativos são diretamente afetadas pelas alterações da taxa de juros e, desse modo, alteram as decisões de consumo dos agentes. Porém, no caso das LTFs as elevações de juros não acarretam perdas para o investidor<sup>3</sup>. E, ao se retirar o efeito riqueza, as elevações nas taxas de juros deixam de ter o efeito contracionista desejado.

Conforme destacam os autores, a peculiaridade das LTFs, no que se refere ao seu mecanismo de formação de preço, geram uma série de problemas para a obtenção de uma política monetária com maior eficácia. Além de eliminar parte do efeito riqueza da política monetária e, ainda, poderem gerar um efeito renda positivo, a existência de tais títulos faz com que a riqueza financeira se concentre predominantemente no curto prazo. A lógica do curto prazo tanto desestimula o crédito na economia, já que a SELIC opera como um custo de oportunidade, como impede um maior crescimento do mercado de capitais no país. (Oreiro et alli, 2007, p.30)

Essa conclusão sugere ainda outro problema: a dificuldade por parte das autoridades monetária em promover a queda da dívida pública como proporção do PIB. Essa constatação também é feita por Gomes e Holland ao concluírem que ao elevar a taxa de juros o BACEN até consegue uma redução no nível de atividade e na taxa de inflação, todavia, esses impactos

---

<sup>2</sup> A opção de aplicação financeira com maior liquidez e menor risco de *default* é a compra de títulos públicos pós-fixados, as assim chamadas *Letras Financeiras do Tesouro* (LFT). Uma característica importante das LFT's é que o seu valor nominal é indexado pela taxa Selic fixada pelo BCB nas reuniões do Conselho de Política Monetária. Dessa forma, o seu valor de mercado não sofre alterações em virtude de mudanças da taxa nominal de juros, ou seja, a *duration* desses títulos é igual a zero, o que lhes confere um elevado grau de liquidez.

são amortecidos pelo aumento da dívida em relação ao PIB, e pela probabilidade de *default* do país.

Dessa forma, os resultados obtidos pelos estudos analisados indicam perda substancial da eficácia da política monetária brasileira devido: i) a volatilidade cambial, ii) a grande participação dos preços administrados no IPCA, iii) manutenção das LTFs como os principais indexadores da dívida pública.

---

<sup>3</sup> Para mais informações sobre a formação de preço da LTF, ver Oreito et alli (2007).

## **CAPÍTULO II – DETERMINAÇÃO E APURAÇÃO DO SPREAD BANCÁRIO**

### **2.1 O Spread Bancário**

A questão dos juros e spread bancário no Brasil tem ganhado grande relevância ultimamente. Isso se explica, em grande medida, pelos níveis elevados que as taxas de empréstimos bancários têm atingido a despeito da redução da taxa Selic observada no período analisado. Há, porém, que se esclarecer alguns pontos fundamentais para que algumas interpretações equivocadas sejam evitadas.

Inicialmente há que se definir precisamente o que seja spread. Segundo o relatório do Banco Mundial e do FMI (2005) o spread bancário é uma medida do custo de intermediação financeira utilizada internacionalmente como indicador de eficiência, definido de forma geral como a diferença entre os valores que o banco cobra dos tomadores de empréstimo e os valores que o banco remunera os depositantes. (WORLD BANK e IMF, 2005).

Em relação à interpretação do spread bancário, Oreiro et alli (2007) destaca um primeiro ponto que se refere à forma convencional equivocada em relacionar a magnitude do spread com a lucratividade do setor. Contudo, o autor salienta que o spread bancário elevado não implica necessariamente em maior lucro, pois o spread bancário é um dos componentes da estrutura do lucro, além dos diversos custos da operação bancária, como as despesas administrativas, tributárias e de inadimplência. Além disso, existem outras fontes de lucro que não estão necessariamente ligadas à atividade de concessão de crédito. Porém, dessa forma, as taxas de empréstimo já têm uma limitação inferior determinada pelo custo de captação doméstico, balizado pela taxa Selic.

Isso pode explicar o nível inferior dos juros bancários, mas não explica a amplitude do spread. E este também merece algum detalhamento para que se possa entender a sua formação. De forma geral, e particularmente no Brasil, o spread bancário é formado a partir da agregação de vários fatores de custo e de margem.

A tabela abaixo, retirada do Relatório de Economia Bancária e Crédito do BCB (2006), apresenta a decomposição contábil do *spread* bancário:

**TABELA 2: Decomposição do *Spread Bancário***

DECOMPOSIÇÃO DO SPREAD BANCÁRIO - PROPORÇÃO (%)				
Discriminação	2003	2004	2005	2006
1- Spread Total	100,0	100,0	100,0	100,0
2- Custo Administrativo	19,5	19,8	17,2	16,9
3- Inadimplência	31,7	34,0	35,9	43,4
4- Custo do Compulsório	6,5	7,0	5,0	4,7
Depósitos à vista	7,1	6,8	5,1	4,9
Depósitos à prazo	-0,6	0,1	-0,1	-0,3
5- Tributos e Taxas	7,2	8,4	8,1	8,6
Impostos Indiretos	7,0	8,1	7,8	8,3
Custo do FGC	0,3	0,3	0,3	0,3
6- Resíduo Bruto (1-2-3-4-5)	35,1	30,8	33,8	26,4
7- Impostos Diretos	10,6	9,9	9,5	7,3
8- Resíduo Líquido	24,4	21,0	24,3	19,0

Fonte: Relatório de Economia e Crédito, Banco Central (2006)

Como descrito na tabela acima, os fatores de custo se referem a custos administrativos e demais custos operacionais vinculados à atividade bancária tais como: custos regulatórios da intermediação financeira (compulsórios, subsídios cruzados e custos com as contribuições para o sistema de seguro depósito); custos fiscais dados pela incidência de diversos impostos sobre a intermediação financeira; e, por fim, custos de inadimplência, vinculados ao risco de crédito.

Contudo, De Souza (2006) salienta que há também uma parcela do spread composta por componentes de margem, grande foco da discussão quando se trata de analisar superficialmente a questão. O autor considera ‘margem’ a remuneração do capital do banco, que é determinada pelos ganhos gerados na atividade de intermediação, deduzidos os custos inerentes à sua prática. Portanto, se trata da parcela do spread apropriada pelos bancos depois de deduzidos todos os custos gerados na concessão do empréstimo realizado e, posteriormente, recuperado. Essa parcela pode variar de banco para banco, de acordo com questões como eficiência, poder de mercado ou escala.

Sob um ponto de vista mais formal, o autor aponta para o problema clássico de otimização que os bancos enfrentam. Os bancos — como quaisquer firmas — maximiza uma função objetivo, que no caso é uma função lucro, sujeito a um conjunto de restrições. Essas

restrições podem ser normativas<sup>4</sup> ou conjunturais. De Souza (2007) destaca que neste problema geral, tanto o preço quanto a quantidade de crédito concedido são variáveis endógenas, ou seja, surgem como resultado da maximização e, portanto responde apenas, dada a função objetivo dos bancos, a modificações nessas restrições.

Desse modo, seguindo a abordagem dos autores Oreiro et alli (2007), De Souza (2006), Silva, Oreiro e Paula (2006) e Oreiro e Paula (2005) define-se spread bancário como sendo, para fins deste estudo, a diferença entre a taxa que remunera o depositante e a taxa que define o custo do empréstimo para o tomador de recursos.

Com relação à composição do *spread* a análise da Tabela 1 revela que a inadimplência é o maior custo – em 2006, chegou a 43,4%. Também são relevantes os valores associados ao *mark-up* dos bancos, como as despesas administrativas (média de 18,35% no período), os tributos e taxas (média de 8,08%) e o lucro líquido (média de 22,2%).

## 2.2 Determinantes do Spread Bancário

Segundo Oreiro et alli e De Souza a literatura teórica convencional sobre os determinantes do *spread* bancário tem se desenvolvido em torno de duas principais abordagens, quais sejam:

(1) A abordagem dos “modelos de monopólio”<sup>5</sup>, onde a atividade da firma bancária se desenvolve num ambiente de mercado caracterizado pela presença de concorrência monopolista ou imperfeita tanto no mercado de crédito como no mercado de depósitos. Desse modo, o banco tem poder de monopólio na fixação da taxa de juros em pelo menos um dos mercados em que opera, normalmente o mercado de crédito, comportando-se como um formador de preços (*price setter*). Seguindo a argumentação, o poder de monopólio explicaria a escala de operação e as estruturas ativa e passiva do banco, levando em conta que as decisões de um banco individual seriam capazes de afetar as taxas que remuneram os

---

<sup>4</sup> As restrições normativas se referem às regras tributárias, de compulsórios, de capitalização, de contribuições ou de alocação direcionada. Já as restrições conjunturais são às vinculadas ao ambiente macroeconômico e institucional em fatores microeconômicos que incorporam problemas de assimetrias de informação e de estrutura de mercado.

<sup>5</sup> O trabalho seminal dos “modelos de monopólio” é, segundo De Souza, de Klein (1971), onde o banco é visto como uma *firma* cuja principal atividade é a produção de serviços de depósitos e de empréstimos por intermédio do emprego de uma

componentes do passivo, assim como aqueles integrantes do ativo bancário. Sendo assim, o *spread* bancário é a tradução do “grau de monopólio” do banco, que se apresenta na sua capacidade de cobrar um preço maior do que o custo marginal de produção de seus serviços.

(2) A abordagem de Ho & Saunders de 1981. Nesta, o banco não é mais visto como uma firma, mas como um simples intermediário entre o tomador final - as firmas - e o prestador último - as famílias. Como intermediador, o banco está sujeito a incertezas ligadas, primeiro, pela falta de sincronização entre depósitos e empréstimos e, segundo, pelo fato de que uma parte dos empréstimos não será devolvida em função da inadimplência. Contudo, o percentual de empréstimos relativos a essa parcela inadimplente não é conhecido *ex-ante* pelo banco, assim pode-se apenas estimar uma probabilidade de *default*.

Segundo Oreiro et alii, uma característica presente nas duas abordagens acima é a suposição de que os bancos têm poder de mercado. Dessa forma, Klein e Ho & Saunders concordam que os bancos têm liberdade para fixar o nível da taxa de juros cobrada sobre as operações de crédito e paga sobre a captação de depósitos. No entanto, ao contrário da abordagem de Klein, se supõe que o banco é um agente *avesso ao risco* na abordagem de Ho & Saunders, o que abre espaço para que a instabilidade macroeconômica expressa na volatilidade da taxa básica de juros, possa afetar o *spread* bancário.

Assim, Oreiro et alii destaca a possibilidade, dentro do modelo de Ho & Saunders, das variáveis macroeconômicas influenciarem na determinação do *spread* bancário, notadamente, a volatilidade da taxa de juros cobrada sobre os empréstimos realizados no mercado interbancário que é, segundo o autor, reflexo direto da estabilidade macroeconômica do país. Podemos concluir que o *spread* bancário será tanto maior quanto maior for a instabilidade da economia. Nas palavras do autor: “Quanto mais instável for a economia de um dado país – por exemplo, quanto maior for variabilidade da taxa de inflação e da taxa de câmbio – maior será a volatilidade resultante da taxa básica de juros<sup>6</sup> e, por conseguinte, maior deverá ser o *spread* bancário, devido ao risco de taxa de juros. Nesse contexto, o *spread* pode ser reduzido por intermédio de políticas macroeconômicas que diminuíssem a *volatilidade da taxa básica de juros*”.(Oreiro et alii, 2007, p. 9)

---

tecnologia de produção de serviços bancários, representada por uma função custo do tipo  $C(D,L)$ . Onde D = volume de depósitos e L = Volume de empréstimos.

<sup>6</sup> Principalmente no caso em que a política monetária é conduzida com base no sistema de *metas de inflação*.

O autor ainda destaca dois outros canais pelos quais a instabilidade econômica pode afetar o spread bancário: o grau de aversão ao risco e a co-variância entre o risco de taxa de juros<sup>7</sup> e o risco de crédito.

O primeiro pode ser visto como reflexo da própria instabilidade do ambiente de mercado (quanto mais instável o ambiente, maior a aversão ao risco dos bancos). Dessa forma, em um país cujo histórico revela grande instabilidade macroeconômica deverá possuir bancos com elevado grau de aversão ao risco.

Com relação ao segundo canal, a conclusão apresentada por Oreiro et ali é que instabilidade econômica gera uma grande co-variância entre o retorno dos empréstimos e o retorno das aplicações no mercado interbancário. Isso se deve ao caráter instável dos lucros das firmas imersas em um contexto volúvel, já que uma elevada volatilidade da taxa básica de juros deve se traduzir, em alguma medida, numa alta variabilidade do nível de produção real. Assim, aumenta a probabilidade de *default* num contexto de lucros também bastante variados e, conseqüentemente, num elevado risco de crédito.

Oreiro et ali e De Souza destacam a produção de uma vasta literatura empírica sobre os determinantes do *spread* bancário utilizando, em grande parte, a metodologia de estimação do “spread puro” desenvolvida originalmente por Ho & Saunders<sup>8</sup>. Essa metodologia tem a vantagem de separar a influência sobre o *spread puro* das variáveis macroeconômicas (como, por exemplo, a volatilidade da taxa de juros) da influência das variáveis microeconômicas (como, por exemplo, a estrutura de mercado do setor bancário).<sup>9</sup>

Os principais resultados obtidos por essa linha de pesquisa foram os seguintes:

- i) O pagamento implícito de juros é, dentre as variáveis microeconômicas, aquela com maior influência sobre o *spread* bancário. Isso quer dizer que os bancos ampliam a margem de intermediação financeira para compensar renúncia de receita na forma de isenção de

---

<sup>7</sup> O risco de taxa de juros está relacionado ao risco de um banco ter um *spread* pequeno ou mesmo negativo em suas operações de intermediação financeira, devido às oscilações das taxas de juros de mercado: no momento de refinanciamento do ativo pode ocorrer uma variação nos custos de captação que pode ser incompatível com o rendimento esperado das aplicações. Conseqüentemente, os lucros podem ser reduzidos, caso um banco com uma grande quantidade de ativos com taxas de juros fixas venha a se deparar com um grande aumento nos custos de captação de curto prazo.

<sup>8</sup> Alguns dos trabalhos mais importantes nessa linha de pesquisa são McShane & Sharpe (1985), Angbazo (1997), Saunders & Shumacher (2000) e Maudos & Guevara (2003). Para mais detalhes sobre os trabalhos ver De Souza (2006) e Silva, Oreiro e Paula (2006).

tarifas. O requerimento de capital próprio também apresentou uma influência positiva e estatisticamente significativa sobre o *spread* puro.

- ii) A estrutura de mercado do setor bancário tem pouca influência sobre os *spreads*. Contudo, parte insignificante (0,20%) das margens de intermediação podem ser explicadas pelo poder de mercado dos bancos.
- iii) A volatilidade da taxa de juros tem um impacto positivo e estatisticamente significativo sobre o *spread* bancário. Desse modo, quanto maior for a volatilidade da taxa básica de juros maior será o *spread* bancário.

Outra linha de pesquisa internacional destacada por Oreiro et alli e De Souza é a conduzida por Demirgüç-Kunt e Huizinga (1999). Os autores desse estudo concluem que:

- i) A taxa de crescimento do PIB real e do PIB *per capita* não parecem ter impacto estatisticamente significativo sobre os *spreads*.
- ii) A inflação, medida pelo deflator implícito do PIB, tem um impacto positivo, porém estatisticamente insignificante sobre a margem líquida de intermediação dos bancos.
- iii) A taxa real de juros tem um efeito positivo e estatisticamente significativo sobre os *spreads*, mas esse efeito é menor nos países desenvolvidos do que nos países em desenvolvimento.

Com relação aos estudos nacionais, destaca-se o trabalho de Aronovich (1994), onde o autor verifica os efeitos da inflação e do nível de atividade sobre o *spread*. Os resultados obtidos revelam que a alta no nível de preços tende a ampliar o *spread* bancário<sup>10</sup>, indicando o efeito negativo da inflação sobre o nível de atividade ao induzir um aumento nas taxas de juros. O acréscimo da utilização da capacidade produtiva, por sua vez, teria um efeito pró-cíclico ao estimular a redução na diferença entre as taxas de juros de empréstimo e de captação.

---

<sup>9</sup> Para mais detalhes ver Oreiro et alli (2007).

<sup>10</sup> Segundo o autor, as causas são possibilidade de uma redistribuição entre as operações do ativo e a incorporação do prêmio de risco ao *mark-up*.

Outro estudo a se destacar é o de Afanasieff et alli (2002). Os trabalho procurou relacionar os fatores macro e microeconômicos com o comportamento do *spread*. Os resultado encontrados indicam que as variáveis macroeconômicas, especialmente a taxa de juros e o crescimento do PIB, são os fatores mais relevantes para explicar a trajetória do *spread* no Brasil. Esse resultado converge com os estudos aqui apresentados revelando um certo consenso a respeito da causa dos *spreads*.

Oreiro et alli (2007) também realizaram um estudo testando a hipótese de que as variáveis macroeconômicas são mais relevantes do que as microeconômicas para explicar o nível e a trajetória dos *spreads* bancários. As variáveis macroeconômicas consideradas no estudo são: as variações do produto, da taxa de inflação, da taxa de câmbio e da taxa de juros.

Os resultados encontrados pelos autores estão resumidos abaixo:

- i. A taxa de inflação tem efeito positivo sobre o *spread*<sup>11</sup>, mas atualmente não é um fator relevante para explicar o nível do *spread* bancário;
- ii. A taxa de câmbio e a produção industrial não são relevantes para a determinação dos *spreads*;
- iii. Há um forte componente inercial na determinação do *spread* o que indica que ainda que houvesse uma redução significativa da taxa básica de juros, os *spreads* permanecerão elevados por um longo período.

---

<sup>11</sup> Este resultado converge com o obtido por Aronovich (1994), que havia demonstrado que a inflação está relacionada com o aumento do *mark-up* dos bancos.

### 2.3 – Juros e *Spread* Bancário – Evolução (2003-2006)

As taxas de juros brasileiras estão entre as mais elevadas do mundo. Isso se deve, em grande parte, como vimos neste trabalho, às condições macroeconômicas e a condução da política monetária. A diferença entre as taxas de juros básicas (de captação) e as taxas finais (custo ao tomador), ou seja, o *spread*, também tem sido elevado. Nesta seção realizar-se-á uma análise da evolução das taxas de juros e do *spread* no período do primeiro governo Lula (2003-2006).

O Banco Central do Brasil (BCB) almeja, entre seus objetivos estratégicos, estimular o desenvolvimento de um mercado de crédito eficiente e adequado às exigências da economia. Para tanto, iniciou o projeto “Juros e Spread Bancário” (PJSB) em outubro de 1999, com objetivo de propor medidas para a redução do *spread* bancário e para o aumento da oferta de crédito no país.

Durante o período 2003-2006, houve evolução nas operações de crédito influenciadas pelo contexto macroeconômico. O aumento da atividade econômica, a inflação controlada a níveis baixos e a redução das taxas de juros contribuíram positivamente para a expansão tanto da demanda (empresas e, principalmente, famílias) quanto da oferta de crédito.

Segundo o Relatório do BCB (2006), a carteira de crédito total alcançou R\$ 732,6 bilhões em dezembro de 2006, com expansões de 20,7% no ano e de 75,1% em relação a 2003. Além disso, houve também o aumento da relação entre o total de empréstimos e o PIB, que evoluiu de 24% em dezembro de 2003 para 30,8% no final de 2006.

As operações de créditos com recursos direcionados representam 32% do volume de crédito total de 2006, atingindo R\$ 234,3 bilhões. Este valor representa um crescimento de 15,2% em relação a 2005 e de 44,1% nos últimos três anos. Dentre as operações destacam-se: (1) o financiamento realizado pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) representando 59,3% do saldo total dessas operações; (2) financiamentos habitacionais que aumentaram 22,6% em 2006 e 45,6% nos últimos três anos.

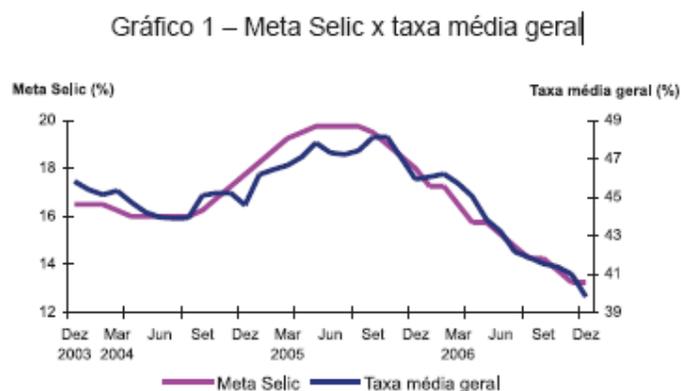
Já o crédito contratado com recursos livres corresponde a 68% do volume de crédito total atingindo R\$ 498,3 bilhões em dezembro de 2006. Este valor representa um crescimento de 23,4% em relação a 2005 e de 95% nos últimos três anos. Dentre as operações destacam-

se: (1) arrendamento mercantil (aumento de 62,6% em relação a 2005); (2) operações de *leasing*; (3) crédito referencial (aumento de 22,6% em relação a 2005 e de 82,6% nos últimos três anos).

O crédito referencial atingiu R\$ 409,5 bilhões e esse resultado se deve fundamentalmente a expansão das modalidades de crédito a pessoas físicas. Estes alcançaram R\$ 191,8 bilhões que representam aumento de 23,6% em relação a 2005 e de 118% a 2003.

O crescimento do crédito referencial, principalmente às pessoas físicas, se deve ao declínio significativo nas taxas ativas ao longo do processo redução da taxa de juros (6,5 pontos percentuais, quando a Selic chegou a 13,25% em dezembro de 2006). Seguindo essa tendência, o *spread* médio das operações reduziu 1,4 pp em 2006, atingindo o menor valor desde dezembro de 2004. Vale ressaltar a retração do *spread* médio das operações com pessoas físicas que decresceu de 42,9 pp, em agosto de 2005, para 39,6 pp, em dezembro de 2006.

O gráfico abaixo, retirado do Relatório do BCB (2006), resume as oscilações da Selic e das taxas médias do *spread* bancário<sup>12</sup> no período 2003-2006.



Podemos observar que de fato os *spread* acompanham as variações na taxa Selic e, que o *spread* bancário médio foi sendo reduzido de forma significativa. Entretanto, os *spreads* permanecem em patamares ainda elevadíssimos o que sugere uma rigidez para baixo do *spread* bancário.

<sup>12</sup> Representa a média das taxas das operações para pessoas físicas e pessoas jurídicas ponderadas pelos respectivos volumes.

## CAPÍTULO III – CONCLUSÃO

### 2.3 – Taxa de Juros e *Spread*: Determinantes Macroeconômicos

Segundo Oreiro e De Paula (2005) “(...) um dos principais fatores que impede o crescimento do crédito no Brasil são as elevadíssimas taxas de juros dos empréstimos que tem sido praticadas no país, que explica, ao menos em parte, a alta rentabilidade dos grandes bancos varejistas. Por sua vez, o baixo nível de crédito no Brasil é um dos fatores que tem contribuído para que a economia cresça abaixo de seu potencial.”

As palavras dos referidos autores, embora tratem das especificidades brasileiras, convergem com os resultados dos modelos internacionais estudados neste trabalho, os quais apontam a influência (estaticamente) significativa das variáveis macroeconômicas sobre os *spreads* bancários.

As principais conclusões destacadas por Oreiro e De Paula, Oreiro et alli, Gomes e Holland e Jonas e Onu podem ser resumidas em:

- i. A alta volatilidade da taxa básica de juros (Selic) eleva o risco da taxa de juros enfrentado pelo banco e, conseqüentemente, aumenta seu grau de aversão ao risco de crédito<sup>13</sup>.
- ii. A produção industrial também afeta o *spread* através de dois canais. A baixa atividade resulta em aumento da inadimplência e em reduzida demanda por novos créditos, o que faz com que os bancos, para compensarem a perda de escala (com a redução da demanda e crescimento da inadimplência), elevem a taxa de empréstimos.
- iii. A alta taxa de juros que remunera os títulos públicos do governo torna os títulos públicos uma alternativa segura, líquida e lucrativa de recursos<sup>14</sup>. Dessa forma, o custo de oportunidade para realizar empréstimos aumenta muito e faz com que os bancos exijam um prêmio de risco acima do justificado pelas condições de inadimplência.

---

<sup>13</sup> A elevada volatilidade da taxa básica de juros gera alta variabilidade do nível de produção real.

<sup>14</sup> A opção de aplicação financeira com maior liquidez e menor risco de *default* é a compra de títulos públicos pós-fixados, as assim chamadas *Letras Financeiras do Tesouro* (LFT). Uma característica importante das LFT's é que o seu valor nominal é indexado pela taxa Selic fixada pelo BCB nas reuniões do Conselho de Política Monetária. Dessa forma, o seu valor de mercado não sofre alterações em virtude de mudanças da taxa nominal de juros, ou seja, a *duration* desses títulos é igual a zero, o que lhes confere um elevado grau de liquidez.

Dessa forma, a análise dos trabalhos internacionais e nacionais mostrou a importância das variáveis macroeconômicas, em particular, à taxa básica de juros na determinação dos *spreads* bancários brasileiros. Ao compararmos os estudos teóricos com a realidade brasileira no período do primeiro governo Lula, pode-se comprovar que efetivamente as taxas de juros determinam o patamar dos *spreads* bancários, conforme resumido no gráfico 1.

Podemos, portanto, concluir que o problema do elevado *spread* bancário é um reflexo direto do problema das elevadas taxas de juros observadas na economia brasileira. Além disso, há um forte componente inercial na determinação do *spread* o que indica que ainda que houvesse uma redução significativa da taxa básica de juros, os *spreads* permanecerão elevados por um longo período.

Com relação à manutenção dos juros altos, destaca-se a perda substancial da eficácia da política monetária brasileira devida: i) a volatilidade cambial, ii) a grande participação dos preços administrados no IPCA, iii) manutenção das LTFs como os principais indexadores da dívida pública. Esses fatores contribuem para a política monetária só surta o efeito desejado com aumento gigantescos na taxa básica de juros.

Sabe-se que um dos fatores mais importantes para manutenção de altas taxas de crescimento é taxa de investimento. Essa, por sua vez, reflete diretamente as decisões de investimento das firmas que estão atreladas ao custo do capital.

Dessa forma, se o objetivo é um crescimento sustentável não inflacionário que busque a redução dos *spreads* bancários, a análise realizada nessa monografia aponta para adoção de políticas macroeconômicas que conciliem aceleração do crescimento econômico com redução do nível e da volatilidade da taxa referencial de juros.

Usando as palavras de Saunders e Schumacher, citados por Oreira e De Paula (2005): “se uma significativa proporção das margens dos bancos em um certo país é determinada pela volatilidade da taxa de juros, em vez do comportamento monopolístico dos bancos, a atenção da política pública deve ser melhor focada nas políticas macroeconômicas como um instrumento para reduzir o custo de serviços de intermediação” (Saunders e Schumacher apud Oreira e De Paula, 2005, p.3).

## Referências Bibliográficas

ARONOVICH, S. *Uma nota sobre os efeitos da inflação e do nível de atividade sobre o spread bancário*. Revista Brasileira de Economia, vol.48, n.1, jan-mar., 1994

BELAISCH, A. *Do Brazilian Banks Compete?* IMF (International Monetary Fund) WorkingPaper. WP/03/113, Maio de 2003.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Economia Bancária e Crédito: Avaliação de 5 anos do Projeto Juros e Spread Bancário*. Banco Central do Brasil, Dezembro de 2004.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório anual de inflação*. Banco Central do Brasil, Dezembro de 1999.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório anual de inflação*. Banco Central do Brasil, Dezembro de 2004.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de Economia Bancária e Crédito*. Banco Central do Brasil, 2006.

BOGDANSKI, J.; TOMBINI, A. & WERLANG, S. *–Implementing Inflation Targeting in Brazil*, Banco Central do Brasil Working Paper Series, Brasília, n.1, 2000

COSTA, A.C.A.; NAKANE, M.I. *Revisitando a metodologia de decomposição do spread bancário na Brasil*. Departamento de Estudos e Pesquisas do Banco Central do Brasil, Setembro de 2004.

FIPECAFI. *Estudo sobre a Estrutura da Taxa de Juros no Brasil Apuração do Spread da Indústria Bancária*. FIPECAFI (Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuárias e Financeiras), Dezembro de 2004.

GIAMBIAGI, F.; MATHIAS, A.; VELHO, E. *Aperfeiçoamento do regime de metas de inflação no Brasil*. Texto para discussão nº 1183. IPEA, 2006

GOMES, C.; HOLLAND, M. *Regra de Taylor e Política Monetária em condições de endividamento público no Brasil*. ANPEC, 2003.

- LEAL, R.M. *Estrutura e Determinantes do Spread Bancário no Brasil: Uma resenha comparativa da literatura empírica*. Dissertação de Mestrado. UERJ, 2005.
- MATIAS, A.B. *Sky-High Interest Rates in Brazil: Myths Debunked by Science?* Week of Apr 10 – 16, 2004.
- MENDES, R. *Taxas de Empréstimos e Spreads Bancários no Brasil: Implicações e Causas do Alto Nível dos Spreads*. Monografia de conclusão do curso de Ciências Econômicas. Rio de Janeiro: FCE/UERJ, 2004
- NKUSU, M. *Interest Rates, Credit Rationing, and Investment in Developing Countries*. IMF (International Monetary Fund) Working Paper, nº 03/63, 1 de Março de 2003.
- OREIRO, J.L.; DE PAULA, L.F. *Fatores Macroeconômicos do Spread Bancário*. Valor Econômico, 2005.
- OREIRO, J.L.; DE PAULA, L.F.; DA SILVA, G.J.C.; AMARAL, R.Q. *Porque o custo do capital no Brasil é tão alto?* Conselho de Política Industrial da Confederação Nacional da Indústria, 2007.
- OREIRO, J.L.; DE PAULA, L.F.; DA SILVA, G.J.C.; ONU, F.H. *Determinantes Macroeconômicos do Spread Bancário no Brasil: Teoria e Evidência Recente*. Revista de Economia Aplicada, São Paulo, v.10, n.4, 2006.
- TROSTER, R.L. *Concentração Bancária*. FEBRABAN, 2004.
- TROSTER, R.L. *Spread Bancário no Brasil*. FEBRABAN, 2005.
- Site Oficial do Banco Central do Brasil. Acessado em 20/10/2007. Disponível em:  
<http://www.bcb.gov.br>