



SENADO FEDERAL
SECRETARIA ESPECIAL DE EDITORAÇÃO E PUBLICAÇÕES
SUBSECRETARIA DE EDIÇÕES TÉCNICAS

Perspectiva Senado

Crédito e Spread

Custo da Intermediação Bancária

Crédito e *Spread*
CUSTO DA INTERMEDIÇÃO BANCÁRIA



Senado Federal
Secretaria Especial de Editoração e Publicações
Subsecretaria de Edições Técnicas

Crédito e *Spread* CUSTO DA INTERMEDIÇÃO BANCÁRIA

Situação Atual
Recomendações e Observações
Estudos Técnicos

Brasília–2010

Edição do Senado Federal
Diretor-Geral: Haroldo Feitosa Tajra
Secretária-Geral da Mesa: Claudia Lyra Nascimento

Impresso na Secretaria Especial de Editoração e Publicações
Diretor: Florian Augusto Coutinho Madruga

Produzido na Subsecretaria de Edições Técnicas
Diretora: Anna Maria de Lucena Rodrigues
Praça dos Três Poderes, Via N-2, Unidade de Apoio III
CEP: 70165-900 – Brasília, DF
Telefones: (61) 3303-3575, 3576 e 4755
Fax: (61) 3303-4258
E-mail: livros@senado.gov.br

Organização: Marcos Antonio Köhler e Paulo Springer de Freitas
Revisão: Marise Fiusa
Editoração Eletrônica: Jussara Cristina S. C. Shintaku
Capa: Renzo Viggiano
Ficha Catalográfica: Marjorie Fernandes Gonçalves

ISBN: 978-85-7018-282-1

Crédito e *Spread* : custo da intermediação bancária. – Brasília : Senado Federal, Subsecretaria de Edições Técnicas, 2010.
166 p.

Conteúdo: Situação Atual – Recomendações – Estudos Técnicos.

1. Crise econômica, Brasil. 2. Política financeira, Brasil.

CDDir 338.54

Sumário

Apresentação	9
Situação Atual	
A crise financeira internacional e o Brasil	15
O <i>spread</i> bancário	19
O crédito.....	25
O cenário macroeconômico	27
Recomendações	
Medidas para reduzir o <i>spread</i> bancário centradas na redução da inadimplência.....	33
Implantação do chamado <i>cadastro positivo</i>	33
Portabilidade cadastral	34
Fundo público de aval.....	35
Permitir carteiras mais alavancadas para bancos que avaliem corretamente o risco de crédito	36
Estímulos fiscais para bancos que avaliem corretamente sua carteira de crédito.....	37
Desestimular esquemas de pagamento que incentivam concessão irresponsável de crédito.....	37
Medidas visando aumentar a concorrência no sistema financeiro	37
Proibição de cobrança de tarifas para transferência de valores para contas de mesmo titular entre diferentes instituições financeiras.....	37
Compartilhamento de terminais de autoatendimento	38
Aprimorar o sistema de divulgação de taxas de juros cobradas em operações ao tomador final	38
Reduzir as restrições para financiadores	38
Aprimorar o marco regulatório do Sistema Financeiro	39
Aprofundamento de estudos sobre o grau de competição e eventuais práticas anticompetitivas pelo órgão regulador	39
Uniformização das alíquotas de imposto de renda sobre rendimento de aplicações financeiras.....	40
Uso da Caixa Econômica Federal (CAIXA) para baixar os juros	40
Medidas para reduzir demais custos	41
Redução da cunha fiscal.....	41
Redução dos compulsórios	41
Incentivos para Expansão do Crédito	42
Outras medidas em torno do crédito	43
Manutenção do crédito direcionado e melhor avaliação dos seus impactos.....	43
Reforçar a Supervisão Bancária.....	44
Regulação mais rígida para os Derivativos.....	45
Melhorar a transparência bancária e financeira	46
Aprimorar a mensuração oficial do <i>Spread</i>	47

Educação financeira	47
Eficiência das Ações Governamentais	48
Recomendações no Campo da Macroeconomia	48
Estabilidade macroeconômica e equilíbrio das contas públicas	48
Relacionamento entre Tesouro e Banco Central	49
Equilíbrio das medidas tributárias de estímulo econômico	50
Observações Finais	55
Anexo – Estudos Técnicos	59
Juros básicos da economia brasileira	59
Preços e juros básicos	59
SELIC e espaço fiscal	62
Medidas para reduzir os juros básicos	68
Evolução de determinantes do <i>spread</i>	70
Introdução	70
Breve histórico	72
Fatores determinantes	79
Decomposição Contábil (BACEN)	79
Estimativas do <i>Spread</i>	82
Avaliação metodológica	84
Fragilidades pontuais na metodologia de mensuração do <i>spread</i>	86
Medidas para reduzir o <i>spread</i> bancário	93
Outras Medidas	105
A evolução recente do crédito no Brasil	108
Introdução	108
Componentes do crédito	110
Financiamento externo	110
Emissão primária de títulos no mercado doméstico	113
Crédito doméstico	115
O efeito da inadimplência sobre os saldos dos empréstimos	124
O índice de Basileia e o comportamento do crédito durante a crise	127
Para ampliar e baratear a oferta de crédito	130
Para debater a poupança	136
Para melhorar a transparência e a supervisão	138
Interconexões das finanças privadas com as pública	142
O cenário macroeconômico	142
Contas externas	148
Contas fiscais	150
Relações entre Tesouro e Banco Central	158
Medidas para melhorar o ambiente macroeconômico	161

Apresentação

A recessão que assola a economia brasileira, como a mundial, reclama um esforço nacional para diagnosticar realisticamente os problemas e, o mais importante, buscar alternativas e construir soluções para superar essa situação o mais rápido possível, de modo sustentado e com os menores custos para a sociedade. Ainda que a macroeconomia seja uma matéria de atribuição clássica do Poder Executivo Federal, não poderia o Congresso Nacional se furtar a participar desse esforço.

Criada pelo Ato do Presidente do Senado Federal nº 16, de 16 de fevereiro de 2009, a Comissão de Acompanhamento da Crise Financeira e da Empregabilidade (CACFE) é composta pelo Senador Francisco Dornelles, Presidente, e pelos Senadores Aloizio Mercadante, Marco Maciel, Pedro Simon e Tasso Jereissati.

Os objetivos desta Comissão Temporária são: prover o Senado Federal com informações acerca dos desdobramentos da crise econômica e financeira que o mundo atravessa na atualidade, com repercussões no nível de empregabilidade; e atuar na busca de soluções para minorar seus efeitos no País, por meio de estudos, análises técnicas e medidas criativas, com respaldo dos diversos segmentos envolvidos, de acordo com a vocação do Parlamento de ser o interlocutor da sociedade, do mercado e do governo.

A Comissão ouviu diversas autoridades econômicas federais, bem assim representantes de entidades empresariais, economistas e especialistas, em audiências públicas, algumas em conjunto com a Comissão de Assuntos Econômicos – CAE do Senado e, por vezes, até com outras Comissões da Casa, sendo as seguintes realizadas entre março e maio deste ano:

- em 28/05/2009 – Audiência Pública com a participação do Ministro da Fazenda, Sr. Guido Mantega, conjunta com a Comissão de Assuntos Econômicos, a de Infraestrutura e a de Assuntos Sociais, para discorrer “sobre a desvalorização da moeda brasileira; a crise econômica; os efeitos da redução de IPI sobre a arrecadação da União, dos Estados e dos Municípios; e sobre as mudanças no rendimento da Caderneta de Poupança”;
- em 27/05/2009 – Audiência Pública com a participação do Sr. Luciano Galvão Coutinho, Presidente do BNDES, conjunta com a Comissão de Assuntos Econômicos, a de Infraestrutura, a de Assuntos Sociais e a de Agricultura e Reforma Agrária, sobre o tema “O papel do BNDES no enfrentamento da crise financeira e de seus impactos na empregabilidade”;
- em 05/05/2009 – Audiência Pública com a participação do Sr. Paulo Francini, Vice-Presidente do Conselho Superior de Economia e Diretor Titular do Departamento de Pesquisas e Estudos Econômicos. Sr. Roberto Proença de Macedo, Presidente da Federação das Indústrias do Estado do Ceará; e Sr. Paulo Fernandes Tigre,

Presidente da Federação das Indústrias do Estado do Rio Grande do Sul, sobre o tema “Crise Financeira e a Indústria Brasileira”;

- em 14/04/2009 – Audiência Pública com a participação do Sr. Sr. Jorge Gerdau Johannpeter - Presidente do Conselho de Administração do Grupo Gerdau, sobre o tema “A Crise Internacional e o Brasil: Visão Empresarial”;
- em 26/03/2009 – Audiência Pública com a participação do Sr. Fábio Colletti Barbosa, Presidente da Federação Brasileira de Bancos – FEBRABAN; Sr. Rubens Sardenberg, Economista Chefe da FEBRABAN, e Sr. Oswaldo Assis, Diretor Executivo da FEBRABAN, sobre o tema “Operações de crédito, *spread* bancário e taxa Selic”;
- em 25/03/2009 – Audiência Pública com a participação do Sr. Henrique Meirelles, Presidente do Banco Central do Brasil, sobre o tema “Os elevados *spreads* bancários e a identificação de possíveis soluções; a forte desvalorização da moeda brasileira, bem como sobre a política monetária e cambial adotada face à crise financeira e econômica internacional”;
- em 19/03/2009 – Audiência Pública com a participação do Sr. Antoninho Marmo Trevisan, Coordenador do Comitê de Monitoramento da Crise do Conselho de Desenvolvimento Econômico e Social – CDES; Sr. José Lopez Feijó e Paulo Godoy, Integrantes do Comitê de Monitoramento da Crise do Conselho de Desenvolvimento Econômico e Social; Sr. Paulo Safady Simão, Conselheiro do Conselho de Desenvolvimento Econômico e Social – CDES e Presidente da Câmara Brasileira da Indústria da Construção; Sr. Vicente Mattos, Presidente do Sindicato da Indústria da Construção do Estado da Bahia, sobre o tema “Construção civil e indústria”;
- em 18/03/2009 – Audiência Pública com a participação da Sra. Maria Fernanda Ramos Coelho, Presidente da Caixa Econômica Federal, e do Sr. Antonio Francisco de Lima Neto, Presidente do Banco do Brasil, sobre o tema “Operações de crédito, *spread* bancário e taxa Selic”;
- em 12/03/2009 – Audiência Pública com a presença dos Senhores Maílson da Nóbrega, José Márcio Camargo, Marcos de Barros Lisboa e Luiz Guilherme Schymura de Oliveira, sobre o tema “operações de crédito, *spread* bancário e taxa SELIC”.

A Comissão realizou ainda encontros reservados com autoridades do governo, o Ministro da Fazenda, o Presidente do Banco Central e a Secretária da Receita Federal. Complementarmente, assessores da CACFE participaram de encontros de trabalho com técnicos de entidades empresarias e entidades governamentais. O relator e o presidente da comissão também discutiram assuntos e receberam sugestões de especialistas, empresários, autoridades governamentais e parlamentares, que, se fossem listar aqui, correria o risco de alguma omissão.

Para o acompanhamento dos trabalhos e a participação nas reuniões e discussões, a Comissão contou com corpo técnico de assessoramento composto pelo Consultor-Geral de Orçamentos, Fiscalização e Controle e pelo Consultor-Geral Legislativo, por três Consultores de Orçamento, três Consultores Legislativos e por um Secretário

da Comissão, indicado pela Secretaria Geral da Mesa (Ato do Presidente do Senado Federal nº 19, de 2009). Dentre eles, gostaria de fazer um registro particular aos serviços prestados árdua e eficientemente pelos Senhores Marcos Antonio Köhler e Paulo Springer de Freitas, que, inclusive, respondem por boa parte das análises técnicas incorporadas ao anexo deste relatório. Os Consultores André Miranda Burello, Cristina Thedim Brandt, Fernando Veiga Barros e Silva e Maria Liz de Medeiros Roarelli também tiveram participação destacada, inclusive na elaboração dos boletins informativos. Além deles, também participaram dos trabalhos a Sra. Ana Lúcia Lobato e o Sr. Samuel de Abreu Pessoa, Assessores Técnicos do Senador Tasso Jereissati, e o Sr. José Roberto Rodrigues Afonso, Assessor Técnico requisitado pelo Senado junto ao BNDES. Registro, ainda, os relevantes apoios prestados pela Assessora Técnica Márcia Maria Corrêa de Azevedo e pelo Secretário da CACFE, Sr. Dirceu Vieira Machado Filho,

Este Relatório trata dos trabalhos da Comissão concentrados nas questões do crédito na economia brasileira, que sofreu drástica contenção e encarecimento com a crise financeira global e que acabou por levar o País até a sua segunda recessão nesta década. A análise toma por ponto de partida um brevíssimo diagnóstico da natureza e dos determinantes da crise. As atenções são focadas na evolução mais recente do crédito e na estruturação das taxas de juros praticadas pelo sistema financeiro nacional, mas sem perder de vista os efeitos nefastos da recessão. Como a crise de crédito acabou provocando uma crise mais geral na economia brasileira, com consequências diretas sobre os níveis de investimentos e de atividades econômicas, bem como sobre as contas monetárias e fiscais, estes outros aspectos também foram objeto de análise do relatório.

A conclusão do Relatório compreenderá um conjunto de recomendações para que sejam tomadas providências em vários níveis, desde a realização de mais estudos, passando pela adoção de atos administrativos, até a apreciação de proposições legislativas. Essas recomendações têm por objetivo retomar e ampliar o crédito ao setor privado e reduzir os seus custos, com vistas a atenuar os efeitos da crise recessiva e, o mais importante, para preparar a retomada do crescimento no horizonte mais curto possível.

É assumido, desde já, que o conjunto dessas recomendações não compõe uma posição pronta e acabada, nem tem caráter determinativo. Este é um relatório propositivo, portanto, tais recomendações devem ser entendidas como contribuições do Senado para o debate e para a superação da recessão que assola o País, tarefa precípua do Poder Executivo Federal, a quem compete a responsabilidade exclusiva pela formulação e pela execução das políticas macroeconômicas do País. O Poder Legislativo muito pode colaborar, ao debater e deliberar por reformas e aperfeiçoamentos na legislação vigente, de modo que seja criado um ambiente institucional favorável para a retomada mais rápida de uma trajetória de desenvolvimento sustentável.

Quanto ao formato de apresentação deste relatório, é feita uma opção de deixar para um anexo os estudos técnicos, compreendendo uma análise exaustiva de conceitos e metodologias e a apresentação de estatísticas que, por sua vez, fundamentam a

análise sumária apresentada no corpo principal desta peça, elaborada e assinada por este Relator. Tal formato permite apresentar um texto mais sumário, de fácil leitura e comunicação, com foco na apresentação de recomendações para enfrentamento da crise. Ao redigir os estudos apresentados em anexo, os técnicos que assessoram a CACFE buscaram aprofundar os temas tratados no corpo principal deste Relatório, mantendo a linguagem clara e tentando evitar ao máximo o uso de expressões técnicas. Não custa insistir que, neste formato, o Relatório pode evitar citações excessivas de números, figuras e referências bibliográficas, mas o seu embasamento foi extraído dos estudos apresentados no anexo, que reúne as contribuições técnicas dos consultores e assessores que apoiam a Comissão. Neste contexto, registramos ainda, nesta apresentação, que a CACFE editou cinco boletins informativos, nas duas quinzenas de março, e no início dos meses de abril, maio e junho. A Comissão também mantém uma página no portal do Senado na *Internet*, na qual divulga as atas e pautas das audiências, como também as apresentações e os textos recebidos dos participantes dessas reuniões. Seu endereço é: <http://www.senado.gov.br/sf/atividade/comissoes/comissao.asp?origem=SF&com=1447>

Este Relatório, que compreende as discussões e as proposições dos três primeiros meses de trabalho da CACFE, está organizado em duas partes, além do referido anexo com os detalhamentos mais técnicos. Na primeira, é apresentada uma avaliação da situação atual, descrevendo as principais características da crise financeira internacional e seus impactos sobre a economia brasileira; a evolução e determinantes do *spread*; o comportamento do crédito; e o cenário macroeconômico de recessão. A segunda parte apresenta as recomendações que, grosso modo, puderam ser agrupadas entre aquelas destinadas a reduzir a inadimplência; aumentar a concorrência no sistema financeiro; reduzir custos; além de propostas para as matérias correlatas. A conclusão deixa clara a postura do Senado colaborativa e propositiva com o Poder Executivo Federal para mitigar e superar a recessão instalada no País, a partir da crise financeira global. Com essas considerações, apresentamos este primeiro relatório preliminar dos trabalhos inicialmente realizados e submetemos à apreciação dos Membros da Comissão.

Sala da Comissão, de junho de 2009.

Situação Atual

A CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL E O BRASIL

Uma recessão de fato foi instalada no Brasil depois da crise financeira global que, para muitos, teve como epicentro a falência do banco norte-americano de investimentos Lehman Brothers, em 15/09/2008. Os números são incontestáveis e falam mais que adjetivos ou qualificações. O PIB declinou 3,7% no quarto trimestre de 2008 e 0,8% no primeiro trimestre de 2009, sempre em relação ao trimestre imediatamente anterior. A gravidade da recessão brasileira transparece em outros dois dados: locomotiva da economia contemporânea, e atingida de forma ainda mais dura, a indústria declinou 8,2% e 3,1%, na mesma base comparativa; componente da demanda atual, e que condiciona o futuro da economia, a formação bruta de capital fixo recuou ainda mais, 9,3% e 12,6%, respectivamente. Mitigar os efeitos da recessão brasileira e, o principal, buscar superá-la o mais rápido possível e de forma sustentada são desafios postos ao governo brasileiro, bem assim ao seu Parlamento e segmentos da sociedade organizada.

Depois de três meses ouvindo, em audiências, autoridades do mais alto escalão da República, bem assim representantes das principais entidades patronais e sindicais e especialistas os mais renomados, esta Comissão de Acompanhamento da Crise do Senado Federal espera poder dar uma contribuição para a resolução desses desafios.

O tom deste Relatório Preliminar é o de uma avaliação construtiva. Entendemos que, mais importante do que resumir, repetir ou detalhar o diagnóstico sobre a natureza da crise recessiva e seus efeitos, é avaliar as alternativas para atenuar suas consequências e para abreviar sua duração sobre a economia brasileira.

Isto não significa ignorar os problemas, muito menos achar que o Brasil é uma ilha imune aos temporais que arrastam economias de todo o mundo. Tampouco podemos nos apegar à antiga ilusão de que países emergentes conseguiriam se descolar das economias avançadas, em plena era da globalização.

A crise financeira global tem como marco mais simbólico a quebra do banco norte-americano Lehman Brothers. Há um consenso entre analistas de diferentes correntes de que se trata da maior crise que o capitalismo mundial já atravessou desde a Grande Depressão de 1929.

Não faltam análises e analistas para discorrer sobre os determinantes dessa crise. E muito menos faltam indicadores sobre a retração do crédito, a queda das vendas, o aumento do desemprego e, agora, o recuo continuado e generalizado da produção nacional – ou seja, a recessão é um fato no Brasil. Não há mais a menor dúvida, portanto, que a recessão infelizmente interrompeu a melhor trajetória de crescimento de nossa economia nos últimos anos.

É importante saber onde se está e por que se chegou a esta situação, até para saber para onde ir e como ir. Uma avaliação crítica é relevante, mas ela não precisa ser exaustiva e, muito menos, perder de perspectiva que objetivo básico é encontrar saídas para a crise.

A recessão também traz à tona muitas de nossas fraquezas ou distorções de caráter estrutural. Isto quer dizer que uma parcela das questões que ora precisamos enfrentar não decorre apenas da conjuntura extremamente adversa e motivada pelo exterior, mas de debilidades próprias e estruturais da economia brasileira. Esses problemas e condições, estruturais e conjunturais, estão hoje misturados no turbilhão da recessão e isso só eleva o desafio a ser enfrentado. Por outro lado, o arrasto da crise recessiva gera uma boa oportunidade para enfrentar e resolver questões, inclusive históricas. A sabedoria chinesa ensina que o mesmo ideograma significa crise e oportunidade.

Talvez poucas outras matérias econômicas se encaixem com tanta perfeição neste contexto quanto o crédito. Ele é ainda muito baixo no Brasil, sua qualidade não é das melhores (a começar pela concentração bancária e nas operações de curto prazo) e seus custos são inegavelmente absurdos (com taxas reais de juros muito superiores às da expansão real do PIB e também superando, em muito, as práticas em outras economias). Tais distorções – vamos deixar bem claro e ter sempre em mente – já existiam antes de a crise estourar. Seus efeitos negativos foram potencializados e colocados no centro do debate público nacional depois da crise financeira global. As distorções estruturais foram agravadas pela drástica e rápida contenção conjuntural do crédito. Pois bem, é hora de o País solucionar esse desafio.

Justiça seja feita, o acesso ao crédito até melhorou no País desde meados desta década e vinha sendo um motor decisivo para a expansão real que a economia experimentava, como há muito não se assistia. Uma inovação marcante foi a criação do crédito consignado, que se tornou uma fonte crucial e relativamente barata para o financiamento das famílias. Os financiamentos bancários para compra de automóveis cresceram no cenário de expansão do consumo privado. Já no campo das empresas, o mercado de capitais foi modernizado, se expandiu e assumiu um papel importante no financiamento de grandes empresas nacionais, recorrendo a operações sofisticadas e com conexões sólidas com o exterior. Apesar de todos esses fatores positivos, e do significativo aumento da relação crédito/PIB, o crédito no Brasil, como proporção do PIB, encontra-se ainda em patamares muito aquém dos observados em outras economias, inclusive emergentes.

O paradoxo do crédito é que ele também foi determinante crucial para a forte contração que sofreu a economia brasileira no quarto trimestre de 2008. O estopim da crise não foi uma clássica e bem conhecida crise de demanda, como se famílias, empresas e governo tivessem perdido o interesse por adquirir bens e serviços. Pelo contrário, a demanda nacional estava inegavelmente aquecida e, segundo as autoridades monetárias e vários analistas, vinha crescendo até mais do que a produção.

O estouro da crise bancária nos Estados Unidos, que se propagou por todas as economias avançadas, provocou uma súbita e radical aversão ao risco nos ofertantes de

crédito no Brasil. Ao mesmo tempo, a captação de recursos no exterior cessou e a taxa cambial sofreu uma súbita e radical depreciação. De meados de setembro até o final do ano passado, o Brasil esteve entre as economias que sofreram a maior depreciação cambial e as maiores perdas na bolsa de valores.

O crédito, que era a locomotiva do crescimento acelerado, subitamente passou a ser um vagão muito pesado e retardado: nos primeiros dias, praticamente parado; depois, voltando a operar, porém, com taxas absurdas, com extrema seletividade de clientes e com exigências complementares.

A primeira e principal reação das autoridades econômicas brasileiras foi adotar uma série ampla e diversificada de medidas, inicialmente, para destravar e para retomar o volume de concessões, e, posteriormente, para baratear suas taxas. Desde mudanças legais até ações administrativas, não faltaram esforços e apoio da sociedade em geral, e do Parlamento, em particular, às autoridades econômicas neste enfrentamento.

Infelizmente, ainda há muito por fazer. Os credores, potenciais ou efetivos, continuam reclamando das dificuldades de acesso. As estatísticas de crédito não mostram uma retomada clara. E, o sintoma mais conhecido, as taxas de juros praticadas pelo sistema bancário, inclusive do seu famoso *spread*, continuam em patamar muito elevado.

O crédito está no centro da crise recessiva nacional e, por isso, esta Comissão o escolheu como tema básico nas suas primeiras atividades. Por que o crédito é tão escasso e tão caro no Brasil? Esta é a pergunta crucial, até porque não existe uma resposta simples e exata.

Ainda que alguns possam achar que saibam a resposta milagrosa, não há dúvida que será preciso uma conjunção maior de medidas e um processo longo de transformações estruturais. O bom senso ensina que não há solução fácil para questões complexas.

Ouvidos especialistas e desenvolvidas extensas reflexões, acreditamos que podemos contribuir com o debate nacional. Nas próximas páginas, alinhamos nossa avaliação dos problemas e nossas recomendações para enfrentamento deles. É uma postura crítica e construtiva. Não queremos só apontar e repetir problemas, mas apresentar alternativas para combater o crédito escasso e caro e para mitigar e depois superar a recessão. Para tanto, não é nossa pretensão crer que temos uma resposta simples, pronta e acabada, para questões tão complexas e estruturais, porém, nos vestimos da postura mais colaborativa possível.

Neste contexto, cabe alertar, em particular, que reduzir o *spread* bancário não é uma panaceia, por mais que pudéssemos desejar que fosse só esse o maior desafio nacional. Ora, não adianta só baixar a taxa de juros cobrada do financiamento bancário se não houver, de um lado, quem queira ofertar crédito e, de outro, quem queira tomá-lo. A aversão ao risco dos bancos já era alta no Brasil e, quando irrompeu a crise global, parece que foi elevada ao infinito. Se a demanda arrefece, acaba adiada a tomada de decisão de investir e até mesmo a decisão de quanto produzir passa a ser duvidosa. E isso, mesmo que o *spread* caísse para nível praticado em outras economias, e ainda

que houvesse a mesma oferta de crédito observada nessas economias, possivelmente faltariam clientes nos bancos querendo tomar seus empréstimos. Não se deve focalizar todo debate apenas no *spread*, até porque a própria solução para sua redução exige mudanças profundas na estrutura e na forma de operação do sistema bancário.

Como o crédito está no centro de uma economia capitalista, quanto mais ela avança, o desafio de tornar o crédito barato e acessível passa também a ser de interesse da política macroeconômica. É preciso uma visão sistêmica e harmônica dos diferentes instrumentos daquela política. Por exemplo, se as empresas não conseguem crédito nos bancos, ou com taxas civilizadas, e assim optam por atrasar o pagamento de impostos – como há sinais de estar acontecendo –, acabam criando um problema em outra frente da economia. A arrecadação tributária e o orçamento público são contaminados, ao final. Pior, isso reduz a margem de manobra das autoridades para encontrar solução para o problema original: a crise de crédito. Por outro lado, se as finanças públicas estão desequilibradas, o governo passa a ser um importante demandante de crédito, encarecendo seu custo para toda a sociedade. Por isso, discutir crédito é discutir a economia como um todo.

Atendendo a esse princípio, este Relatório apresentará, nas próximas páginas: inicialmente, uma análise mais extensa do *spread* bancário, que foi o tema por onde começaram as análises desta Comissão; depois evoluirá para uma breve avaliação do comportamento do crédito; e, em seguida, do cenário macroeconômico. Desta forma, será percorrido um trajeto analítico de ampliação progressiva do espectro de análise.

Para facilitar a leitura deste Relatório e manter sua abordagem mais política, optou-se por não se reproduzir aqui a fundamentação estatística, nem a bibliográfica específica. Essas se encontram no Anexo, que reúne os aspectos técnicos de forma mais pormenorizada e fornece os subsídios para a elaboração do corpo deste Relatório dos primeiros meses de trabalho da CACFE.

O SPREAD BANCÁRIO

Entende-se como *spread* bancário a diferença entre o custo de captação das instituições financeiras e a taxa, por elas cobradas, nos créditos concedidos. O *spread*, portanto, é apenas um dos componentes do custo final dos empréstimos. O que parece a conta matemática mais elementar possível tem por trás uma complexa apuração e uma polêmica avaliação.

Este tema nunca havia sido abordado de forma tão profunda e ganhado tamanha proeminência na agenda nacional, como depois de passados os primeiros meses da quebra do banco norte-americano Lehman Brothers. Em grande parte, foi pautado pelas próprias autoridades econômicas brasileiras, partindo do pressuposto de que, mesmo que a oferta de crédito venha a se recuperar após a crise (o que certamente ocorrerá), o problema principal, qual seja, o alto custo dos empréstimos, permanecerá.

Se o *spread* já era demasiadamente elevado antes da crise recessiva, a primeira reação das instituições financeiras foi elevá-lo ainda mais, inclusive tendo em vista a esperada e confirmada elevação da inadimplência. Nos últimos meses, as taxas de juros e de *spread* recuaram, mas ainda se situam em um patamar muito elevado.

Quando se transforma a questão do *spread* bancário como o problema básico da política econômica brasileira, está se supondo que todas as demais variáveis macroeconômicas apresentam-se relativamente equilibradas, que a demanda se sustentou, inclusive por financiamentos, e que até as instituições financeiras já teriam retomado a disposição de emprestar. O problema a ser resolvido seria então o enorme diferencial entre o custo do empréstimo ao tomador e o custo financeiro das instituições financeiras para captar recursos.

Neste contexto, inclusive político, seria inevitável que a CACFE também começasse os seus trabalhos concentrando as atenções na análise do *spread* bancário. Isto é justificado, em primeiro lugar, pelo interesse em entender melhor o funcionamento do sistema financeiro brasileiro, quais suas potencialidades e que fatores viriam impedindo uma atuação mais eficiente. Em segundo lugar, porque o *spread* corresponde a mais da metade do custo total do empréstimo.

O Banco Central do Brasil é a única instituição que estima o *spread* bancário com certa regularidade no Brasil. Por isso, baseamos nossas avaliações primordialmente nas séries divulgadas por aquela instituição.

Preliminarmente à análise dos dados, é importante apontar alguns pontos críticos da metodologia utilizada pelo Banco Central. Ele considera como custo financeiro de captação das instituições o custo dos CDB. Isso, em nosso entendimento, é um erro metodológico, pois a captação dos bancos é composta por uma cesta de produtos com

diferentes custos financeiros de captação. Os depósitos à vista, por exemplo, têm custo financeiro de captação nulo; os depósitos de poupança têm custo financeiro de TR + 6%, inferiores, portanto, aos custos históricos dos CDB;

O nível de agregação usado nas análises é muito alto. Isso traz complicações metodológicas e reduz a validade dos indicadores.

A mensuração dos custos administrativos não nos parece válida. Por exemplo, as receitas de tarifas são usadas como *proxy* dos custos administrativos dessas mesmas tarifas, o que equivaleria a dizer que as operações de tarifas dos bancos têm margem de lucro nula. Esse caso apenas demonstra que o alto nível de agregação utilizado nos trabalhos de mensuração do *spread* pelo Banco Central traz enormes complicações metodológicas.

Os impostos diretos são considerados como componentes do *spread* bancário, o que nos parece totalmente impróprio. De fato, ao considerar impostos diretos como parte integrante do *spread* bancário, a autoridade reguladora parece admitir que as instituições têm condições de ditar suas margens brutas, o que seria consistente com a existência de poder de mercado.

Não há, nos estudos do Banco Central, referência à lucratividade sobre patrimônio líquido das instituições (RoE) e à eventual relação entre essa variável e os *spreads* bancários. Essa relação poderia ser tomada como indício, ainda que insuficiente, de existência de poder de mercado pelas instituições líderes. Novamente, a redução do nível de agregação da metodologia seria importante para a obtenção de resultados mais relevantes.

Deveria ainda ser dedicada maior atenção às chamadas operações direcionadas, pois, ao contrário do que acredita o senso comum, os estudos efetuados pela CACFE comprovaram que grande parte dos depósitos de operações direcionadas, como os depósitos de poupança, não é efetivamente direcionada para operações regulamentadas, mas pode ser utilizada em operações livres. Com isso, o *spread* médio efetivo obtido pelas instituições depositantes é bem mais elevado do que o estimado com base nos tetos de juros estipulados nas operações direcionadas. No caso dos depósitos de poupança, essa diferença entre direcionamento esperado e direcionamento efetivo é, na melhor das hipóteses, da ordem de quase R\$ 35 bilhões de reais.

Feitas essas ressalvas metodológicas, é possível tomar as mensurações do Banco Central como base para a avaliação recente do *spread* bancário.

Uma primeira característica é que o *spread* cobrado de pessoas físicas é maior do que de pessoas jurídicas. Algumas possíveis explicações são: o custo por real emprestado tende a ser maior para pessoas físicas; a taxa de inadimplência é menor para pessoas jurídicas do que para pessoas físicas; o mercado para financiamento para pessoas jurídicas é mais concorrencial.

A evolução recente do *spread* é marcada por uma queda significativa, de quase 30 pontos percentuais, do *spread* cobrado nas operações com pessoas físicas, entre o início

de 2003 e o final de 2007, enquanto o cobrado de pessoas jurídicas ficou praticamente estável no período. É interessante observar que esse período foi caracterizado por uma série de mudanças no cenário macroeconômico que, de acordo com a literatura, contribuiriam para a queda no *spread*: a economia entrou em trajetória de crescimento; a taxa Selic caiu; e houve melhora das contas públicas. Houve também uma série de avanços institucionais, no sentido de dar maior garantia aos credores. Por exemplo, a aprovação do novo regime falimentar (Lei nº 11.101, de 2005); ampliação da alienação fiduciária; possibilidade de penhora eletrônica (BacenJud); implementação do novo Sistema de Pagamentos Brasileiro; introdução do patrimônio de afetação; e melhoria do grau de garantia da Cédula de Crédito Bancário.

A despeito desses avanços, a queda do *spread* se deveu mais a uma realocação da carteira dos bancos, com aumento na participação das modalidades mais baratas, do que a uma redução generalizada do *spread*. Quando se observa o comportamento por modalidade de crédito, é constatado que o *spread* caiu de forma significativa somente para o crédito pessoal. Isso porque, no período, instituiu-se o crédito consignado, espécie de crédito pessoal que, ao permitir o desconto em folha das prestações do financiamento, aumentou substancialmente a probabilidade de ser efetivamente pago.

Outro aspecto que chama a atenção na evolução recente é que, bem antes da falência do Lehman Brothers, os *spreads* já vinham subindo – desde o início de 2008. Pode-se argumentar que, até o terceiro trimestre, esse movimento se deu em função do aquecimento da economia e do consequente aumento da demanda por crédito. Já no 4º trimestre, não há dúvida de que a tendência de alta dos *spreads* se intensificou pelo motivo oposto: a crise financeira internacional fez com que a oferta de crédito caísse mais rapidamente que a demanda e provocou um aumento da inadimplência, ocorrida e esperada. Os *spreads* voltaram a cair no primeiro trimestre de 2009, embora ainda se situem acima dos valores pré-crise. Ainda é cedo para avaliar as causas dessa redução. As prováveis candidatas são: a redução da taxa Selic e uma melhora das expectativas para a economia, com perspectivas de retomada do crescimento a partir do segundo semestre.

Para o combate à recessão, mais importante do que descrever a evolução recente do *spread* é conhecer os fatores determinantes dessa taxa.

Uma primeira forma de avaliação é por meio de uma decomposição contábil, como o Banco Central faz. É um exercício importante porque permite avaliar, *ex post*, como é formado o *spread*. Mas, por não incorporar a reação dos agentes econômicos a alterações das variáveis, não permite fazer inferências. Por exemplo, suponha que a decomposição indique que 10% do *spread* correspondam ao custo da tributação direta e indireta. Isso não significa que, se a carga tributária for eliminada, o *spread* irá se reduzir em 10%. O quanto da redução de impostos será repassado para o tomador depende das elasticidades de oferta e demanda. Não se pode descartar, por exemplo, a hipótese de que uma redução da carga tributária tenha efeito nulo sobre o *spread*.

Adicionalmente, a decomposição não permite que se quantifique o impacto de outras variáveis sobre o *spread*. Por exemplo, o *spread* está fortemente correlacionado com

a conjuntura macroeconômica, aumentando em períodos de incerteza. Há evidências empíricas mostrando que o *spread* é positivamente correlacionado com a volatilidade da taxa de câmbio, que serve como *proxy* para o estado de incerteza da economia. Para conhecer esse impacto, é necessário fazer uso de algum método econométrico que quantifique a relação entre as variáveis explicativas e o *spread*. Decomposições contábeis, no estilo da estimada pelo Banco Central, não permitem mensurar essa relação.

Importa dedicar um espaço à parte para descrever os cinco componentes nos quais o Banco Central decompõe o *spread*:

- i) custo administrativo: refere-se aos custos com os insumos utilizados pela indústria bancária: capital físico, trabalho, recursos operacionais e depósitos. Observe-se que a apropriação desses custos não é algo trivial. Os bancos oferecem diferentes serviços, como tesouraria, crédito ou manutenção de conta corrente, e a forma como os custos são alocados para cada atividade influenciará na decomposição do *spread*;
- ii) inadimplência: equivale a 20% das provisões para devedores duvidosos, calculadas de acordo com as regras de provisionamento estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional. Observe-se que esta mensuração contabiliza a inadimplência ocorrida. Já, para os bancos, o que interessa é a inadimplência esperada. Dessa forma, em períodos em que se espera um aumento futuro da inadimplência, mas ainda não concretizado, os bancos tendem a aumentar o *spread*. Nesta situação, a decomposição incorretamente apontaria que houve queda na participação da inadimplência no *spread*, e consequente aumento da participação do resíduo;
- iii) custo do compulsório: de acordo com o Banco Central, corresponde ao custo de oportunidade que os bancos incorrem em deixar parte de seus depósitos à vista e a prazo depositados no Banco Central com rendimento inferior ao que obteriam, caso pudessem emprestar esses recursos. É verdade que, quanto maior o compulsório, maior deve ser o *spread*, pois, tudo o mais constante, alíquotas mais elevadas de compulsório implicam menor oferta de crédito. Mas o depósito compulsório não constitui um custo de oportunidade para os bancos, simplesmente porque eles não possuem outra alocação alternativa para os recursos que são, como o nome indica, compulsoriamente depositados no Banco Central. O impacto da alíquota do compulsório sobre o *spread* poderia ser estimado por algum procedimento econométrico, mas não por meio de uma decomposição contábil;
- iv) tributos e taxas: incluem tanto impostos indiretos como o Imposto de Renda e a Contribuição Social sobre o Lucro Líquido. Como já foi afirmado, o entendimento desse relatório é que os impostos diretos, Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido não devem ser contabilizados no *spread*. O fato gerador do imposto direto não é a operação de crédito, como ocorre com o IOF, por exemplo, mas sim o lucro gerado pela instituição financeira no exercício;
- v) resíduo: corresponde à diferença entre o *spread* total e a soma dos quatro componentes anteriores. Pode ser utilizado como indicador da margem auferida pelo

banco, embora inclua outros fatores, como erros de mensuração e, argumenta-se, subsídios cruzados, decorrentes da limitação de juros imposta nos empréstimos com recursos direcionados (como crédito rural e repasses do BNDES). A margem dos bancos, por sua vez, pode ser decomposta em remuneração do capital; remuneração pelo risco incorrido; e a renda, no sentido econômico, decorrente do poder de mercado da instituição financeira. Não foram encontrados artigos que conseguissem quantificar esses três componentes da remuneração.

As estatísticas divulgadas pelo Banco Central para o período 2001/2007 revelam que a inadimplência e o resíduo bruto (isto é, a margem antes da dedução de impostos diretos) constituem os principais componentes do *spread*, respondendo, cada um, por cerca de 35% do total. Ao se descontar os impostos diretos do resíduo bruto, obtém-se o resíduo líquido, cuja participação no *spread* é da ordem de 25%. Em seguida, aparecem os custos administrativos e os impostos diretos, com participações entre 10% e 15%, respectivamente.

Sobre a inadimplência, há toda uma literatura mostrando como o ambiente institucional, ao aumentar ou reduzir a probabilidade de recuperação do crédito, influencia o *spread*. Na pesquisa bibliográfica realizada, não foram encontradas referências sobre o caráter endógeno da inadimplência, embora não possa ser desprezado. Esse caráter endógeno deve ser entendido de duas formas:

- a primeira, em razão do público alvo: um banco pode resolver se especializar em um nicho de mercado mais arriscado, cobrando taxas mais altas. Trata-se de um arranjo, em princípio, economicamente eficiente, não havendo por que intervir nesse mercado; por outro lado, a inadimplência pode ser alta porque os bancos não investem suficientemente em análise de crédito devido, por exemplo, a atuarem em um ambiente pouco competitivo que não estimula tal investimento. Em consequência, os bons pagadores ou se afastam do mercado, ou pagam taxas ineficientemente altas. Nesse caso, pode-se pensar na criação de um sistema de incentivos para que os bancos passem a investir mais pesadamente na análise de crédito.

Depois de comentar a evolução e a composição do *spread* bancário, com base nas estatísticas do Banco Central sobre o assunto, vale comentar, brevemente, as lições que podem ser extraídas da literatura mais usada sobre finanças.

Estudos econométricos mostram que o ambiente legal, o nível de risco da economia, a taxa de crescimento e a taxa básica de juros afetam o *spread*. Quanto pior for o ambiente legal, no sentido de menos garantir o direito de propriedade, maior deve ser o *spread*. Conforme já argumentado, ambientes legais ruins estimulam a inadimplência, importante componente do *spread*. Adicionalmente, aumentam o risco da economia, o que justifica um maior prêmio para os credores.

O nível de risco da economia, usualmente mensurado pela volatilidade de alguma variável macroeconômica, como taxa de câmbio, inflação ou crescimento do PIB, também justifica a cobrança de *spreads* mais elevados, como forma de compensação pelo risco. Basta imaginar uma situação em que um banco se depare com uma

forte e inesperada elevação da taxa de juros, após ter pactuado um empréstimo. Essa variação na taxa de juros pode converter em prejuízo uma operação potencialmente lucrativa.

Economias que crescem mais rapidamente usualmente são menos voláteis, o que implica maior segurança. Além disso, o crescimento econômico diminui a probabilidade de inadimplência e aumenta a demanda por empréstimos, o que pode gerar algum ganho de escala, com redução de custos. Por esses motivos, o crescimento econômico está associado a menores *spreads*.

Já a relação entre taxa básica da economia e *spread* é menos óbvia. Por um lado, a taxa básica pode refletir o estado de risco da economia. Além disso, quanto maior a taxa de juros, maior a rentabilidade necessária para um projeto ser viável. Como projetos mais rentáveis tendem a ser mais arriscados, taxas básicas maiores devem estar associadas a uma maior inadimplência. Pode-se conjecturar também que, como o sistema financeiro é não competitivo, a alta taxa de juros oferecida pelo governo poderia deixar os banqueiros mais relaxados, pouco interessados em investir recursos na oferta de crédito para o setor privado, encarecendo o seu preço.

Curiosamente, é mais difícil detectar o impacto da concentração do sistema financeiro sobre os *spreads*. Isso porque há forças atuando em sentidos opostos. Por um lado, a maior concentração implica maior oportunidade de abuso de poder econômico e conseqüente aumento dos *spreads*. Por outro, se houver ganhos de escala significativos, os custos podem cair.

Ainda que seja relativamente fácil detectar relações qualitativas entre as variáveis, a determinação dos impactos quantitativos é mais controversa, uma vez que tais impactos podem ser muito sensíveis à especificação do modelo escolhido. Para estimar esses impactos, é necessário ter dados desagregados no nível de bancos, o que, dada a dificuldade de obtê-los, faz com que haja poucos artigos sobre o tema.

É importante ressaltar, por último, que a literatura consultada rejeita fortemente a ideia de que o setor bancário brasileiro se comporte como um cartel. Também, como ocorre para diversos países, rejeita-se que o setor atue em competição perfeita. Conseqüentemente, segundo a literatura acadêmica consultada, pode-se afirmar que o setor atua na forma de competição monopolística, mais próxima da estrutura competitiva do que a cartelizada.

O CRÉDITO

Nesta década, o Brasil experimentou rápido crescimento do volume do crédito em relação ao PIB. Essa relação saltou de 26%, em junho de 2000, para 42,5%, em março de 2009. Esse aumento do crédito se deu, em boa medida, pela expansão das operações livres, cuja proporção em relação ao PIB dobrou entre agosto de 2004 e março de 2009. O Brasil, entretanto, continua mantendo uma baixa proporção de créditos em relação ao PIB, quando comparado a países desenvolvidos e mesmo a outros países emergentes.

A explicação mais plausível para esse aumento do crédito na economia foi a conjugação de maior estabilidade macroeconômica – queda na taxa de juros básica e prevalência de menores taxas de inflação – com a maturação de uma série de medidas microeconômicas, tomadas ao longo da década, voltadas para dar mais segurança jurídica ao crédito. Dessas últimas, destacam-se a alienação fiduciária dos bens imóveis, a cédula de crédito bancário, o patrimônio de afetação, o crédito consignado em folha de pagamentos e a aprovação do novo regime falimentar, com a criação da recuperação judicial (Lei nº 11.101, de 2005).

No segundo semestre de 2008, intensificaram-se os sinais de arrefecimento da atividade econômica mundial. O início da contração da liquidez internacional teve como reflexo no mercado de crédito interno uma elevação pronunciada da participação na demanda de crédito de operações de maior valor, já no início do ano.

Esse deslocamento dos tomadores de maior dimensão, do mercado externo para o mercado interno, recrudescer em seguida à falência do Banco Lehman Brothers, marco da fase mais aguda da crise internacional de liquidez. Adicionalmente, a emissão primária de títulos e valores imobiliários, como ações e debêntures, outra importante fonte de financiamento para grandes empresas, diminuiu drasticamente no último trimestre de 2008.

Os dados demonstram que, independentemente do comportamento da oferta total de crédito, houve forte alteração na distribuição dessa oferta na direção dos grandes tomadores de crédito.

Paradoxalmente, os dados do saldo total das operações de crédito não apontariam o choque de crédito que foi sentido em toda a economia. Olhando os dados agregados, a oferta de crédito não teria sofrido contração.

Para explicar essa aparente contradição, é necessário observar efeitos estatísticos que fizeram crescer o valor do saldo total em relação ao PIB, sem que tenha havido aumento efetivo na oferta do crédito. É também preciso analisar os dados de forma desagregada, especialmente discriminando a oferta de crédito dos setores público e privado e levando em conta a dimensão dos tomadores.

Um primeiro efeito estatístico significativo é derivado da expansão dos saldos em reais das operações de ACC, decorrente da depreciação do real e ocorrida a partir de agosto de 2008. Somente esse efeito responde por um aumento aparente do crédito da ordem de 0,5% do PIB.

O aumento da inadimplência é outro fator que fez aumentar os saldos das operações de crédito sem que tenha havido aumento efetivo de novas concessões. No caso brasileiro, em que tipicamente os prazos são curtos e os juros nominais elevados, esse efeito tende a ser amplificado.

O acúmulo de juros, prestações e parcelas não pagas no saldo das operações de crédito, contribui para o aumento da relação crédito total/PIB, mesmo na ausência de concessões de efetivo crédito novo. Essa tese é consistente com o aumento agressivo das provisões verificado a partir de setembro de 2008, especialmente nos níveis de risco mais baixos, como AA e A.

Outro indicador que aponta para a efetiva redução do crédito disponível é o Índice de Basileia dos maiores bancos. Esse índice expressa a relação entre duas variáveis: o capital próprio do banco e os ativos totais ponderados pelo risco. Análise de amostra dos sete maiores bancos nacionais por patrimônio e ativos revela que o Índice de Basileia cresceu depois da fase aguda da crise de liquidez, tanto para os bancos públicos quanto para bancos privados. Essa circunstância é consistente com um comportamento defensivo de redução relativa das operações de crédito e de aumento das disponibilidades de caixa, ou em títulos. Quando se observa o sistema financeiro como um todo, a disposição dos bancos em financiar o setor privado (em oposição a financiar o governo, por meio da aquisição de títulos públicos) parece ser um fator tão importante para explicar o aperto no crédito quanto os problemas de liquidez. Esses problemas foram mais concentrados em alguns bancos, notadamente os de menor porte. Não é por menos que várias medidas tomadas pelo Banco Central no período destinavam-se a aumentar a liquidez, principalmente daqueles bancos.

Desde que recrudescer a crise financeira global, verificou-se que houve aumento expressivo dos saldos das operações compromissadas, nas quais o Banco Central absorveu liquidez do sistema financeiro. De junho de 2008 a abril de 2009, o saldo das operações compromissadas totais variou de R\$ 233,3 bilhões para R\$ 402,9 bilhões. Isso é outro indicativo de que, do ponto de vista agregado, o problema no crédito não se deveu à falta de liquidez.

O CENÁRIO MACROECONÔMICO

A crise chegou ao Brasil, como já foi dito, na forma de uma súbita interrupção da concessão de crédito à economia. Merece todos os elogios a reação do governo que adotou uma série de medidas, inicialmente voltadas para o mercado de crédito e de moeda, e depois também no campo fiscal. Na essência, tentou-se retomar a situação anterior, desde a concessão de liquidez para instituições financeiras privadas, até a expansão de crédito dos bancos públicos, notadamente das agências de fomento.

Paradoxalmente, o que sempre foi apontado como uma grave deformação da economia brasileira – a taxa básica real de juros (SELIC) das mais altas do mundo – tornou-se uma vantagem ímpar, relativamente a outras economias. Raros foram os países que puderam usar a política monetária como a principal arma no combate à crise, porque já praticavam taxas de juros muito baixas. Precisaram, assim, se valer desde cedo e de forma concentrada da política fiscal, seja reduzindo impostos (principalmente o imposto de renda), seja ampliando gastos (especialmente investimentos em infraestrutura). Sem pressões inflacionárias, ainda mais diante de um novo cenário de queda acentuada dos preços das *commodities*, o Banco Central pode reduzir continuamente a taxa básica de juros – a taxa SELIC. Se historicamente essa taxa recuou para os níveis mais baixos das últimas décadas, por outro lado, continua alta na comparação internacional. Os críticos cobram cortes mais profundos e ousados nessa taxa – mesmo depois da decisão histórica no início de junho que reduziu a SELIC à casa de um dígito, pela primeira vez em trinta anos.

Em que pese o arsenal de múltiplas medidas acionadas pelas autoridades econômicas, a produção sofreu uma queda significativa, nos dois últimos trimestres (o quarto de 2008 e o primeiro de 2009), e generalizada (as últimas retrações foram observadas na agricultura, na indústria extrativa, de transformação e de construção, nas utilidades públicas industriais, no comércio e nos transportes, ou seja, só crescendo os demais serviços, instituições financeiras e administrações públicas). Por conta disto, o País entrou recessão (técnica ou seja qual for a qualificação).

A indústria foi de longe o setor mais afetado da economia, com intensa queda de produção e, o pior, do emprego. Os demais setores, especialmente o de serviços, ainda mantiveram uma expansão moderada. Porém, a teoria e recessões passadas ensinam que, após um tempo, esses setores acabam sendo puxados pelo setor mais dinâmico da economia, o industrial. Para fomentar a indústria, entre outras medidas, o governo reagiu expandindo a oferta de crédito para giro e para fomento ao investimento pelos bancos públicos, além de conceder uma série de incentivos fiscais. Destaca-se aqui a redução de IPI sobre veículos, que levou à rápida reação em termos de aumento de vendas e da produção automotiva – fazendo com que o Brasil se tornasse dos poucos países em que a produção do primeiro trimestre de 2009 fosse superior à de igual período de 2008.

Ressalta ainda o forte ajustamento nos estoques. No quarto trimestre de 2008 e primeiro trimestre de 2009 a redução de estoques correspondeu, respectivamente, a 2,7% e a 3,3% do PIB. Esse longo ciclo de estoques contribuiu para reduzir a produção industrial. Por outro lado, os efeitos da recessão da indústria devem ser minorados quando o ajuste de estoques for completado, o que deve ocorrer no segundo trimestre de 2009.

À parte a produção, dois segmentos merecem preocupação inegável – as contas das transações com o resto do mundo e as das administrações públicas.

As contas externas sofreram os mesmos efeitos de todos outros países, em razão da profunda retração do comércio internacional. As exportações brasileiras sofreram pelo lado dos produtos primários, com a contenção de preços de *commodities* muito exportadas pelo Brasil – como minérios e aço –, e, pelo lado da manufatura, com a retração das outras economias, não apenas dos países ricos, mas também dos vizinhos latinos, principal destino de nossos bens industriais. Se a depreciação cambial compensou tais efeitos, a recente apreciação do Real está impondo inegáveis danos aos exportadores. Já as importações recuaram diante da mesma depreciação mas, sobretudo, da importante recessão que atingiu a produção. A queda das importações mais que compensou a das exportações e acabou não transformando a balança comercial numa questão de maior preocupação.

O cenário externo só não preocupa mais porque o Brasil detém um volume expressivo de reservas internacionais – na casa dos US\$ 200 bilhões, um diferencial em relação a todas as outras crises externas. De qualquer forma, a movimentação de capitais que sofreu drástica queda, tão logo estourou a crise no segundo semestre do ano passado, já passou a apontar nova tendência nos últimos meses, com entrada maciça de reservas, especialmente junto ao mercado de capitais. Para muitos, por ser um dos mercados mais líquidos entre as economias emergentes e, principalmente, por ainda oferecer uma das taxas de juros reais mais elevadas no mundo, acabamos atraindo capitais externos de forma crescente, o que levou à inversão da tendência de depreciação da taxa cambial.

O cenário das finanças públicas é o mais preocupante porque vem combinando queda de receitas com elevação de despesas. Por princípio, poderia ser alegado que essa é a recomendação clássica de uma política fiscal anticíclica, porém, teoria e experiência internacional recomendam alterações em variáveis que tenham caráter nitidamente temporário. Em particular, no caso dos gastos, os esforços deveriam ser concentrados nos investimentos públicos, como no caso da infraestrutura. Não é isso que vem sendo observado, especialmente no âmbito da esfera federal de governo. A forte expansão de gastos vem sendo puxada por despesas correntes, compreendendo desde decisões tomadas bem antes de estourar a crise global (como no caso daquelas que impulsionam o gasto com pessoal), até uma falta de controle de custeio (manifesta por maiores gastos com serviços e compras de consumo no início de 2009, muito superiores às do começo de 2008).

O comportamento da arrecadação tributária merece atenção especial. Ainda que estudos econométricos apontassem na direção de alteração na elasticidade da receita quando a economia entra na fase declinante do ciclo, isso não é suficiente para expli-

car taxas de decréscimo real no início de 2009, muito superiores às projetadas pelo mercado para o PIB. Medidas discricionárias contribuiriam para explicar tal diferença, como os incentivos concedidos pontualmente para estimular alguns segmentos da economia – o caso mais emblemático foi a redução do IPI da indústria automobilística. Análise mais pormenorizada da arrecadação tributária federal revelou, entretanto, que outros impostos e outros setores da economia sofreram perdas reais mais relevantes – tendo ganhado destaque o caso da maior empresa do País, que confirmou estar se compensando de tributação da renda, que teria pago a maior em 2008. Foi noticiado, ainda, que muitos outros contribuintes estariam recorrendo ao mesmo mecanismo, da compensação tributária. À parte as discussões envolvendo fisco e fiscalização, isto é mais uma indicação que planejamento tributário e o simples atraso no recolhimento de tributos, conforme confirmado por pesquisa junto aos maiores industriais do País, podem ter se constituído em uma forma de acesso a crédito, mais rápido e sem depender de terceiros (fora a questão do custo comparado entre multas e juros de mora e as taxas de juros bancárias).

Os impactos fiscais da recessão para os governos estaduais e municipais revelaram-se muito mais danosos, pelo fato de que eles não têm alternativas de financiamentos, ainda mais para cobrir *deficits* correntes. O pior é que esses efeitos foram ainda mais graves justamente para os governos localizados nas regiões menos desenvolvidas e, por natureza, mais dependentes dos repasses federais dos fundos de participação (FPM e FPE). Com a concessão de incentivos federais concentrados no IPI e com a queda de lucros inerente à crise financeira, a base dos fundos sofreu uma queda real de receita muito superior ao conjunto dos tributos da União não compartilhados. O fato de os *superavits* primários dos governos regionais diminuírem em volume inferior ao da queda das transferências federais para eles é um indicador do ajuste forçado que realizam – porque, mesmo que quisessem gastar mais, eles não têm como se financiar. Em particular, preocupa os efeitos sobre os gastos daqueles governos com educação e saúde, vinculados à receita de impostos, e com investimentos, historicamente muito descentralizados no País (ao ponto dos municípios chegarem a investir mais que a União). A resposta do governo federal foi oferecer um repasse extraordinário ao FPM e abrir uma linha de financiamento do BNDES aos Estados.

Por último, se cabe adotar uma política fiscal ativa para combater a crise, não se pode descuidar da sustentabilidade fiscal. O Brasil já tem vantagens institucionais inegáveis nesse campo porque promoveu uma profunda e longa reforma das finanças públicas, que culminou com a edição da lei de responsabilidade fiscal no início deste século. Acionar medidas fiscais para estimular a economia no curto prazo não pode significar descuido com a disciplina fiscal no longo prazo.

Podemos concluir estes breves comentários alertando que *spread* e a oferta de crédito não estão descolados dos demais aspectos que marcam a política macroeconômica brasileira. Se já é um grande desafio, em tempos de normalidade econômica, buscar coerência e consistência entre as diferentes políticas que compõem a política econômica de um país, ele se torna ainda maior quando há que se enfrentar uma crise, global e sistêmica, e uma nova recessão inegável na economia brasileira.

Recomendações

A avaliação específica do *spread* e do crédito no País e a análise global da interconexão desses componentes com os demais integrantes da política econômica devem concluir por recomendações que possam, ao mesmo tempo, contribuir para o debate público nacional, constituir subsídios às autoridades econômicas no enfrentamento da crise e, o principal, orientar a atuação do Senado Federal em suas funções.

Como já se afirmou, este é um Relatório que contém uma avaliação breve e parcial focada no *spread* e no crédito. Cabe ter sempre presente que é competência precípua do Poder Executivo Federal formular e executar a política econômica, cuja responsabilidade fica ainda mais concentrada quando se enfrenta um cenário de crise sistêmica. Ainda assim, ao discutir e aperfeiçoar a legislação vigente, o Poder Legislativo tem um papel fundamental na criação de um ambiente institucional favorável para se vencer a recessão e para se retomar uma trajetória sustentável de desenvolvimento econômico e social.

Feitas essas ressalvas, as recomendações são apresentadas a seguir, agrupadas por temas, desde aquelas especificamente voltadas para reduzir o *spread* bancário, até as que tratam da oferta de crédito e, depois, dos principais efeitos colaterais da recessão na economia.

MEDIDAS PARA REDUZIR O SPREAD BANCÁRIO CENTRADAS NA REDUÇÃO DA INADIMPLÊNCIA

A seguir são apresentadas propostas que visem à: a) diminuição geral do risco das operações de crédito por reduzirem sistematicamente o risco de inadimplência nos empréstimos; e b) aperfeiçoar a capacidade do sistema financeiro de imputar margens de perdas prováveis consistentes com os riscos individuais de cada operação, o que pode ser melhor exemplificado com a introdução do chamado cadastro positivo.

Implantação do chamado *cadastro positivo*

O cerne da proposta é a construção de um banco de dados contendo o histórico de créditos de um indivíduo por um período tão extenso quanto possível, permitindo, dessa forma, avaliar se o indivíduo é um bom pagador. Atualmente, existe somente um cadastro negativo, que diz se o indivíduo deixou de honrar algum compromisso.

Projeto de lei em tramitação no Congresso Nacional prevê também autorização para que os bancos de dados realizem análises de risco dos cadastrados, o que fornecerá avaliações “independentes” e mais completas aos potenciais emprestadores. Mesmo se examinada e aprovada com celeridade, a futura lei dependerá ainda de regulamentação e, assim, não terá efeito imediato na disponibilização das informações que poderiam contribuir para a redução imediata do *spread* bancário.

Apesar de desejáveis, os efeitos da introdução do cadastro positivo provavelmente serão modestos. Em primeiro lugar porque, mesmo reconhecendo que o cadastro

positivo reduziria o custo de se obter informações relevantes, deve-se lembrar que muitas delas podem ser providas pelo próprio cliente, como comprovantes de carnês pagos, ou seu próprio histórico de relacionamento com outras instituições financeiras. O mais importante, contudo, é que a percepção de risco é apenas um dos aspectos levados em consideração por um banco ao definir a taxa de juros cobrada. Outras considerações, como estratégias de *marketing* e fidelização, são ainda mais importantes para definir as taxas. Há inúmeros exemplos de bancos que não utilizam informações hoje já disponíveis de correntistas de longa data para definir a taxa de juros.

No entanto, vale ressaltar que a percepção de que as instituições financeiras não utilizam de todas as informações disponíveis sobre o cliente na concessão de crédito não é motivo para subestimar o impacto do cadastro positivo sobre o *spread*. A literatura teórica e empírica de bancos mostra que há forte assimetria de informação no setor e que essa assimetria de informação reduz a competição. Por conta disto, a reação dos bancos estabelecidos em uma localidade, quando defrontam-se com a potencial entrada de um novo concorrente, é oferecer aos melhores clientes – que somente eles sabem quem são – pacotes diferenciados, mantendo-os em sua carteira de clientes. Os piores clientes deixam os bancos estabelecidos e dirigem-se ao novo concorrente. Este incorre em prejuízo pela baixa qualidade da carteira. Os mesmos bancos, que oferecem pacotes diferenciados aos bons clientes na eminência do mercado ser contestado por um novo competidor, podem extrair renda de monopólio desse mesmo cliente, quando não há essa ameaça. Essa pode ser a explicação dos bancos normalmente não diferenciarem o histórico de crédito dos clientes.

O efeito da criação do cadastro positivo é justamente, ao reduzir o custo informacional aos concorrentes e permitir que o potencial ingressante também distinga o tipo do cliente, incentivar os bancos estabelecidos a utilizarem o histórico de crédito dos clientes na concessão de crédito. Consequentemente, a observação de que as instituições financeiras não utilizam o histórico de crédito não é motivo para minimizar a importância do cadastro positivo no estímulo à competição no setor, redundando, consequentemente, em reduções do *spread*.

Portabilidade cadastral

O art. 3º da Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 3.401, de 6 de setembro de 2006, obriga os bancos, quando solicitados pelos clientes, a enviar, no prazo de 15 dias, informações cadastrais relevantes para outros bancos. Isso facilita que um indivíduo carregue seu histórico de um banco para outro, o que contribui para disseminar o nível de informações e a concorrência entre instituições financeiras. O problema dessa Resolução é que ela não estabelece limite de tarifas, de forma que, na prática, um banco pode inviabilizar a transferência de dados. Deveria também haver maior divulgação dessa portabilidade. Curiosamente, a portabilidade do crédito, que permite que um indivíduo transfira seu saldo devedor para outra instituição financeira, estabelecida pela mesma Resolução, é de conhecimento bem mais difundido.

Fundo público de aval

A inadimplência *esperada* pode ser alta por ausência de garantias. Este problema é particularmente relevante para pequenas empresas e a criação de fundos de aval públicos poderia resolvê-lo. Se bem desenhado, o fundo de aval pode contribuir tanto para um maior acesso ao crédito quanto para *spreads* mais reduzidos. O Tesouro poderia aportar recursos iniciais e o fundo, em tese, poderia ser autossustentável, sendo financiado, por exemplo, por uma tarifa incidente sobre os financiamentos.

Em 9 de junho, a Medida Provisória (MPV) nº 464 autorizou a União a participar com até R\$ 4 bilhões em fundos que venham a garantir, direta ou indiretamente, operações de crédito para microempreendedores individuais, empresas de micro, pequeno e médio portes, e autônomos, para aquisição de bens de capital. Essa legislação previu limite máximo de cobertura do seguro de crédito em 80% do valor de cada operação segurada e definiu que deverão ser estabelecidos limites máximos de seguro por instituição financeira beneficiada, inclusive com segregação por tipo de operação, porte de mutuários, períodos, etc.

É de se destacar que o Brasil já dispunha de um fundo garantidor para microempresas, mas de caráter muito limitado: o Fundo de Garantia à Promoção da Competitividade (FGPC), operado pelo BNDES e dirigido para companhias exportadoras de pequeno porte. Em função de contínuos contingenciamentos dos recursos orçamentários que deveriam custeá-lo, tornou-se praticamente inoperante. Também foram criados recentemente o Fundo de Garantia para a Construção Naval (Medida Provisória nº 462, de 14 de maio de 2009) e o Fundo de Garantia a Empreendimentos de Energia Elétrica (Lei nº 11.943, de 28 de maio de 2009). Contudo, são fundos constituídos para garantir financiamentos destinados a setores específicos.

O desenho institucional de um fundo de aval deve ser capaz de lidar com diversos problemas. O primeiro é o de incentivos. Se houver garantia de aval, os bancos deixariam de ter interesse em fazer uma análise criteriosa de crédito, afinal, receberiam o empréstimo de qualquer forma. Os bancos tampouco teriam interesse em recuperar créditos não pagos, estimulando a inadimplência dos tomadores. Nesse sentido, a limitação da garantia em 80% prevista na MPV nº 464, de 2009, vai na direção correta, embora não elimine completamente o problema.

Muitas questões precisam ser respondidas para nortear a constituição de um fundo de aval: o fundo deve ser tal que, mesmo se acionado, ensejaria perdas aos bancos? O fundo deve cobrir cada empréstimo individual, ou a carteira? É aconselhável limitar a taxa de juros para os empréstimos concedidos com a proteção do fundo de aval?

A ideia de o fundo de aval cobrir uma carteira, e não cada empréstimo individual, deriva da hipótese de que os bancos não investem suficientemente na avaliação de riscos e conseguem, por causa de seu poder de mercado, impor uma taxa de juros associada a uma taxa de inadimplência acima da esperada. Isso porque aqueles tomadores que efetivamente pagam o empréstimo pagam uma taxa de juros que remunera

ao banco não somente o próprio risco (*ex ante*) de inadimplência, mas também o risco dos demais tomadores. Como o fundo de aval já está cobrindo esse risco, os bancos ganhariam duplamente.

Em relação à limitação da taxa de juros, há três considerações a fazer. Em primeiro lugar, se o fundo de aval cobrir cada empréstimo, em vez da carteira, gera-se um incentivo para aumento da taxa de juros, pois os bancos receberiam as taxas mais elevadas dos tomadores que honrarem as dívidas, e receberia do fundo os valores correspondentes aos empréstimos não pagos. Em segundo lugar, conforme já discutido, se houver subsídio público e não existir motivos suficientemente fortes para financiar projetos mais arriscados, faz sentido limitar a garantia oferecida somente a financiamentos mais seguros. Por último, o fundo de aval pode ser interpretado como um seguro que o banco estaria adquirindo. Nesse caso, faz sentido que ele pague, via cobrança de uma taxa de juros mais baixa, pelo menor risco.

Em qualquer caso, é importante estabelecer algumas regras limitando os empréstimos elegíveis para o fundo de aval. Uma limitação óbvia seria para aqueles tomadores que já se encontram inadimplentes. Do contrário, os bancos poderiam construir uma nova carteira, refinanciando a dívida não paga e já tida como irrecuperável, e contar com o fundo de aval para reaver pelo menos parte desses empréstimos.

Neste contexto, se é recomendável apoiar as medidas recentemente adotadas pelo Executivo Federal para ampliar a cobertura, assegurar melhores reservas e dar agilidade operacional aos mecanismos de aval concedidos, direta ou indiretamente, aos créditos que beneficiam especialmente as microempresas e empresas de pequeno porte, é preciso também alertar para que não sejam adotados mecanismos que criem distorções ou brechas regulatórias ou levem à inadequada utilização dos recursos públicos aportados.

Permitir carteiras mais alavancadas para bancos que avaliem corretamente o risco de crédito

Apesar de não haver dados que quantifiquem o problema, há uma série de evidências que aponta no sentido de que parte da inadimplência se deve a um desinteresse dos bancos em fazer uma análise de crédito criteriosa, que discrimine corretamente a probabilidade de *default* dos tomadores de empréstimo. Para estimular os bancos a avaliarem com maior rigor os seus clientes, poder-se-ia pensar em definir o grau de alavancagem com base no risco esperado da carteira. Os bancos diriam qual a probabilidade de inadimplência de sua carteira (o banco poderia apresentar várias carteiras de crédito, com diferentes probabilidades de inadimplência). Em princípio, o Banco Central confiaria na avaliação do banco, e as carteiras para as quais não fosse apresentada nenhuma probabilidade associada seriam aquelas que permitiriam menor grau de alavancagem. Caso a probabilidade ocorrida tenha sido diferente da projetada (dentro de certos limites), o banco sofreria alguma punição, por exemplo, pagamento de multa ou menor possibilidade de alavancagem no período seguinte. Esse mecanismo teria a vantagem de lidar com dois problemas: estimular uma avaliação criteriosa por parte dos bancos e aumentar a oferta de crédito.

A implementação desse mecanismo pode ser gradual: inicialmente, os bancos apenas declarariam a probabilidade de inadimplência da carteira; somente após um período de acertos é que o Banco Central poderia permitir maior alavancagem para carteiras menos arriscadas.

Estímulos fiscais para bancos que avaliarem corretamente sua carteira de crédito

Outra forma de estimular os bancos a fazerem uma avaliação mais criteriosa de suas carteiras seria tornar as deduções tributárias condicionais ao grau de acerto da inadimplência da carteira. Os bancos somente poderiam abater despesas referentes a créditos irrecuperáveis se a inadimplência da carteira tiver sido corretamente prevista (admitindo uma tolerância). Do contrário, as deduções seriam inversamente proporcionais ao erro de previsão. Ainda se pode pensar em cláusulas de escape, por exemplo, quando houver choques não antecipados e de magnitude significativa na economia. Como se trata de uma medida inegavelmente complexa, é recomendado desenvolver estudos, antes de tudo, para avaliar a viabilidade operacional de tais regras.

Desestimular esquemas de pagamento que incentivam concessão irresponsável de crédito

Pacotes de benefícios deveriam ser baseados nas vendas efetivamente pagas, e não nas vendas efetuadas. Essa observação deveria ser válida não somente para bancos como para empresas de varejo que fornecem crédito. A proibição poderia ser tanto prevista diretamente em lei, ou indiretamente. Um exemplo seria proibir a dedução, no imposto de renda, das despesas incorridas por conta de créditos irrecuperáveis por parte das empresas que remuneram com base nas vendas efetuadas. Mais uma vez, a recomendação é por avaliar inicialmente a viabilidade operacional para implementar tal medida.

MEDIDAS VISANDO AUMENTAR A CONCORRÊNCIA NO SISTEMA FINANCEIRO

Além das medidas voltadas para reduzir a inadimplência e conseqüentemente o *spread* bancário, cabem recomendações que objetivem estimular a concorrência entre os bancos. É importante notar que o aumento da competição também terá efeito sobre os *spreads*, na hipótese de existência de poder de mercado, pela redução da parcela correspondente às margens brutas dos bancos.

Proibição de cobrança de tarifas para transferência de valores para contas de mesmo titular entre diferentes instituições financeiras

Essa medida visa estimular os clientes a possuírem contas em mais de um banco, o que permitiria melhor pesquisa de preços. Aumentar a chamada portabilidade é insuficiente para tornar o mercado bancário mais contestável e competitivo. Seria necessário considerar também os vários fatores que tornam difícil e custoso mudar

de conta de um banco para outro. Atualmente, há ligação entre a conta corrente e sistemas de débito em conta de prestadoras de serviço, de cartões de crédito, etc. Dessa forma, reduzir os custos de manutenção de contas correntes e de transferência de fundos (DOC e TED) seria essencial para aumentar a competitividade entre as instituições financeiras.

Assim, é recomendada uma regulação mais estrita nesse campo, mais avançada tecnicamente e mais eficiente, para garantir a efetiva redução de custos de tarifa no setor.

Compartilhamento de terminais de autoatendimento

Um dos motivos que afasta a clientela de bancos médios e pequenos é a falta de terminais de autoatendimento. Os altos custos iniciais de instalação de uma rede extensa e pulverizada de terminais de atendimento é o que se chama na teoria de barreira à entrada de concorrentes. A obrigação de compartilhamento de terminais (com imposição de uma tarifa justa) é recomendada para aumentar a atratividade de bancos pequenos e médios, de modo que seja mais estimulada a competição no setor.

Aprimorar o sistema de divulgação de taxas de juros cobradas em operações ao tomador final

O Banco Central divulga as taxas cobradas para cada tipo de operação. Apesar de ajudar o consumidor a ter alguma ideia de como está o mercado de crédito no País, acreditamos que, na forma como se encontram, as informações divulgadas devem ter um impacto mínimo sobre a competição entre os bancos. Isso porque os bancos informam as taxas efetivamente pactuadas e isso, como se sabe, depende de uma série de fatores, como porte do tomador, volume da operação, etc. Assim, o fato de algum banco ter oferecido taxa mais baixa em uma modalidade específica, não quer dizer que um cliente de outro banco irá conseguir a mesma taxa.

Como forma de melhorar as informações, recomendada-se que elas sejam estratificadas por nível de risco do cliente e por volume de empréstimo. Se o cadastro positivo vier a ser efetivamente adotado, os bancos poderiam divulgar a taxa de juros cobrada para os clientes em função da pontuação do cadastro.

Reduzir as restrições para financiadores

Outra forma recomendada para aumentar a concorrência no mercado de crédito é reduzir as restrições para que uma pessoa (física ou jurídica) possa conceder empréstimos. Atualmente, só as instituições financeiras podem conceder empréstimos, e a Lei nº 4.595, de 1964, que disciplina o Sistema Financeiro Nacional, prevê uma série de restrições a esses credores – por exemplo, têm de ser organizados na forma de sociedade anônima. Desde que o financiamento tenha como fonte recursos próprios; que seja proibida a captação; e que esteja sujeito às normas tributárias e de prevenção de lavagem de dinheiro, qualquer pessoa, física ou jurídica, poderia ter o direito de conceder empréstimos.

Aprimorar o marco regulatório do Sistema Financeiro

No Brasil, todo o sistema financeiro está sob controle do Banco Central. Isso cria conflito de interesses. O Banco Central tem por mandato garantir a estabilidade do sistema financeiro e, ao mesmo tempo, coibir abusos à livre competição. Ocorre que, quanto mais abusos houver, maior a lucratividade dos bancos e, portanto, menor a probabilidade de ocorrer problemas sistêmicos.

O ideal seria deixar a avaliação de abusos de poder a cargo dos órgãos de defesa da concorrência. Além do problema de conflito de interesses mencionado anteriormente, esses órgãos possuem um corpo técnico especializado na análise de problemas associados à concorrência. Para reforçar esta recomendação, menciona-se que, na experiência internacional, é comum a atuação conjunta dos bancos centrais e dos órgãos de defesa da concorrência, para analisar processos de concentração bancária e avaliação de eventuais práticas anticoncorrenciais.

Aprofundamento de estudos sobre o grau de competição e eventuais práticas anticompetitivas pelo órgão regulador

Compete ao Banco Central coibir abusos cometidos por instituições financeiras, como estabelecido pelo § 2º do art. 18 da Lei nº 4.495, de 1964. Caso não seja alterado o marco regulatório, é necessário que o Banco Central aprofunde os estudos sobre a competitividade no setor. É verdade que já existe um trabalho extenso sobre *spread*. Entretanto, muito pouco foi feito até hoje sobre rentabilidade e preços do sistema financeiro, com o objetivo de verificar se há evidências de práticas anticompetitivas (em contraposição à análise de rentabilidade com vistas a avaliar a estabilidade do sistema).

Sem desprezar a importância de estudos sobre *spreads* ou sobre outros produtos oferecidos por bancos, como as tarifas, é importante ter uma visão da rentabilidade geral do sistema. É perfeitamente possível ocorrer situações, por exemplo, em que *spreads* elevados coexistem com tarifas e taxas de administração baixas, de forma que a rentabilidade dos bancos seja considerada adequada. Nesse contexto, medidas para reduzir o *spread* podem resultar em fortes perdas e instabilidade do sistema financeiro. Por outro lado, um cenário, onde *spreads* elevados coexistem com rentabilidade elevada, requer um entendimento melhor da estrutura competitiva do mercado.

O Banco Central poderia fazer uso da extensa literatura na área de organização industrial destinada a verificar a existência de cartéis tácitos e de outras práticas anticoncorrenciais. Também pode aproveitar a literatura de finanças para testar se a lucratividade dos bancos é compatível com o nível de risco assumido.

O próprio Banco Central, em conjunto com a Secretaria de Acompanhamento Econômico e com a Secretaria de Direito Econômico, divulgou, recentemente, Relatório sobre a Indústria de Cartões de Pagamento. Neste Relatório é feito um exercício que conclui que as principais credenciadoras do País (empresas da indústria de cartões

responsáveis pelo credenciamento de estabelecimentos comerciais) auferem rentabilidade bem superior daquela verificada em atividades com características de risco empresarial semelhante.

A última das recomendações neste campo é que avaliações, nas formas aqui sugeridas, sejam estendidas para o Sistema Financeiro Nacional e realizadas periodicamente.

Uniformização das alíquotas de imposto de renda sobre rendimentos de aplicações financeiras

A diferenciação de alíquotas de imposto de renda de acordo com o prazo de aplicação tem como justificativa estimular a poupança de longo prazo. Não é claro que haja justificativa econômica para tal. De fato, a diferenciação distorce a decisão individual quanto ao prazo de investimento (interferindo, assim, nos sinais do mercado emitidos pela curva de juros), e gera rigidez no mercado de captação de recursos. Isso aumenta o poder de mercado das instituições financeiras, pois penaliza o aplicador que queira mudar de fundo ou aplicar em outro banco, reduzindo a competitividade no setor. Uma forma de resolver este problema, mantendo a diferenciação de alíquota, seria permitir a portabilidade de aplicações, entre instituições financeiras, sem afetar o prazo da aplicação. Isto é, o aplicador ao mudar de instituição financeira carregaria para a nova instituição o prazo que tinha na antiga, da mesma forma que se permite alteração de seguradora de plano de saúde, sem nova carência. Quanto ao imposto de renda, o mais correto seria ter como fonte geradora os ganhos reais, e não nominais. O recomendável, antes de tudo, é que as autoridades monetárias e as fiscais empreendessem uma avaliação conjunta dessas alternativas.

Uso da Caixa Econômica Federal (CAIXA) para baixar os juros

O Instituto Brasileiro de Economia (IBRE), da Fundação Getúlio Vargas, propôs que o governo passe a utilizar a Caixa Econômica Federal (CAIXA) para estabelecer parâmetros de rentabilidade do setor bancário. Essa sugestão baseia-se em duas hipóteses, ambas razoáveis: a CAIXA é um dos líderes do mercado e os *spreads* elevados decorrem do poder de mercado das instituições financeiras. Dessa forma, o preço cobrado pelos financiamentos (ou seja, a taxa de juros) estaria acima do socialmente ótimo e a CAIXA, ao reduzir suas taxas, poderia estimular a competição no setor. O eventual uso da CAIXA como tal instrumento deve-se ao fato de que 100% de seu capital pertencem à União, enquanto que, no caso de outros bancos estatais comerciais, há que se considerar os interesses dos acionistas minoritários, que poderiam ser prejudicados por essa atuação mais pró-ativa.

Dois pontos nessa proposta requerem uma melhor reflexão. O primeiro refere-se à eficácia da medida: a CAIXA é pouco relevante no mercado de crédito, exceto o imobiliário, que já é direcionado. Assim, é pouco provável que a CAIXA consiga influenciar a taxa de juros no segmento livre. Em segundo lugar, há riscos de geração de custos fiscais, caso os *spreads* sejam fixados em níveis excessivamente baixos.

Um aspecto, entretanto, deve merecer a atenção da gestão econômica do país: há evidência empírica recente de que a presença de bancos públicos em uma praça, tudo o mais constante, contribui para reduzir a competição bancária na localidade. Sendo esta uma evidência ainda preliminar, recomenda-se que sejam desenvolvidos e divulgados estudos para que haja um melhor entendimento do papel dos bancos públicos na promoção da concorrência bancária e, conseqüentemente, na redução do *spread*.

MEDIDAS PARA REDUZIR DEMAIS CUSTOS

Além da inadimplência e do resíduo (que serve como indicativo da lucratividade do setor), merecem atenção também os outros componentes do *spread* bancário, ainda que pesem menos na sua formação, segundo a apuração realizada pelo Banco Central.

Redução da cunha fiscal

Nas Audiências Públicas realizadas no âmbito da CACFE, vários palestrantes chamaram a atenção para a cunha fiscal e para a necessidade de eliminá-la. Em particular, foi sugerida a redução e mesmo a eliminação do IOF sobre operações de crédito, em caráter temporário ou emergencial, isto é, enquanto o governo avaliasse que persistissem dificuldades para o acesso ao crédito e com taxas reduzidas.

De acordo com o Relatório de Crédito e *spread* do Banco Central, os tributos indiretos contribuíam, em 2007, com 2,3 pontos percentuais do *spread*, cuja média era de 28,4 p.p. Mas isso é somente uma decomposição, não representa o repasse que haveria se houvesse eliminação ou redução substancial da cunha fiscal. Se o repasse fosse de 1 para 1, o *spread* médio reduziria para 26,1 p.p. Há poucas evidências na literatura sobre o coeficiente de repasse, tendo sido encontrado coeficiente de repasse estatisticamente não diferente de zero, indicando que uma redução de carga tributária não levaria a menores *spreads*.

Ao decidir, assim, por uma redução da cunha fiscal, é necessário ponderar o eventual impacto sobre o *spread* com a perda de arrecadação. Uma sugestão seria a implementação de um programa de redução gradual, que evoluísse de acordo com a avaliação de seus efeitos ao longo do tempo. A recomendação inicial é no sentido de dimensionar essa renúncia e, especialmente, avaliar como assegurar que essa eventual diminuição da cunha fiscal seja efetivamente repassada aos tomadores do crédito.

Redução dos compulsórios

Outra sugestão, frequentemente ouvida durante as audiências públicas e nas visitas técnicas, foi a redução dos compulsórios. De fato, a alíquota brasileira é das mais altas do mundo. No decorrer da crise, e em resposta à redução da oferta de crédito, o Banco Central atuou na direção de reduzir o volume dos compulsórios.

Ao retirar recursos do sistema financeiro, e, conseqüentemente reduzir a oferta de crédito, os compulsórios têm um impacto sobre o *spread*. Entretanto, não se pode esquecer que o controle dos compulsórios também faz parte da política monetária.

ria. Uma liberação muito forte dos compulsórios em períodos de aquecimento da economia pode forçar o Banco Central a elevar a taxa Selic, o que pressionaria os *spreads* para cima. Dessa forma, a redução dos compulsórios é tão desejável quanto a redução da taxa Selic, mas a recomendação é que essas reduções sejam avaliadas e adotadas, desde que não comprometam o objetivo precípua da política monetária, o da estabilidade dos preços.

Incentivos para Expansão do Crédito

Além das medidas já adotadas pelo governo para elevar a oferta de crédito, cabe considerar, nos debates, alternativas mais ousadas com vistas a premiar diretamente a expansão do crédito e a redução do *spread*, como nas três seguintes hipóteses:

- i) Avaliar a adoção de uma tributação diferenciada dos ganhos com operações de tesouraria em comparação com as operações de crédito, para incentivar essas últimas, em detrimento das primeiras. Seria uma alternativa para coibir a manutenção pelos bancos de posições elevadas, por exemplo, em operações compromissadas com o BACEN e incentivá-los a conceder mais empréstimos.
- ii) Estudar a utilização de exigibilidades como forma de incentivar as instituições financeiras a concederem crédito. Por exemplo: os bancos são obrigados a recolher ao BACEN 42% sobre depósitos à vista, deduzidos R\$ 44 milhões da base de cálculo, em espécie e sem remuneração. Poderia ser estudada uma maneira de liberar percentual maior, proporcional ao incremento na carteira de crédito do banco. Se não houver expansão nas operações de crédito, os bancos deverão continuar recolhendo 42% dos depósitos à vista como compulsório. Neste caso, é necessário estudar o impacto de tais liberações, para saber se, de fato, é possível dinamizar as operações de crédito com alterações nos recolhimentos compulsórios. Também é preciso analisar a forma de viabilizar essa liberação, pois demandará fiscalização do BACEN para o cumprimento destas novas regras. Neste sentido, deve-se verificar se a estrutura do COSIF (Plano de Contas das Instituições Financeiras) pode atender a demanda.
- iii) Avaliar adicionar exigibilidades sobre as operações de empréstimos que o BACEN está fazendo às instituições financeiras, em função da crise financeira internacional, para que esses recursos sejam aplicados em operações de crédito, ainda que não exista direcionamento sobre que modalidade de empréstimo. Caso os recursos emprestados das reservas internacionais pelo BACEN não sejam utilizados para a liberação de operações de crédito, que haja algum tipo de penalidade. Por exemplo, que os recursos tomados sejam depositados no BACEN, sem remuneração para a instituição financeira.

Especificamente, no caso do crédito voltado para as exportações, diante das dificuldades enfrentadas pelas linhas que dependem de recursos captados de bancos estrangeiros (ACCs), caberia avaliar a proposta dos exportadores em favor da criação de linhas de crédito pré-embarque, com *funding* em Reais, utilizando recursos do depósito compulsório. Assim, alegam eles, se evitaria a antecipação do fluxo de entrada de câmbio e seus efeitos de valorização cambial.

OUTRAS MEDIDAS EM TORNO DO CRÉDITO

Recomendações que não afetam diretamente a formação do *spread* ou a oferta bancária de crédito, mas importantes para a melhoria da política financeira, são relacionadas a seguir.

Manutenção do crédito direcionado e melhor avaliação dos seus impactos

Créditos direcionados são aqueles cuja taxa ao tomador é controlada pela autoridade reguladora. Os principais exemplos de crédito direcionado são: o crédito rural; os repasses do BNDES; e o financiamento imobiliário, no âmbito do SFH.

Existem duas visões bem antagônicas sobre tais operações.

A eliminação do crédito direcionado foi uma das sugestões frequentemente feitas, durante as audiências e visitas técnicas. A argumentação geralmente apresentada tem duas vertentes: a de que os créditos direcionados são subsidiados pelos créditos livres, o que explicaria, em parte, os altos *spreads* nas operações do último tipo; e a de que, por restringir o volume de recursos para as operações livres, o crédito direcionado faz aumentar a disputa por recursos naquele segmento, elevando o custo.

Em contraponto, o argumento do subsídio cruzado é considerado falacioso porque os bancos não são obrigados a oferecer crédito direcionado. Se os bancos utilizam essas linhas de crédito, é porque devem ser lucrativas. Entrevistas com representantes de bancos tampouco confirmaram que seriam deficitárias as operações direcionadas. Aquela tese também é criticada sentido, porque a elevação dos recursos para o crédito livre, que se seguiria ao fim do direcionamento, corresponderia a um aumento equivalente de demanda, originária dos clientes que vinham sendo atendidos pelo crédito direcionado. De todo modo, ainda que as taxas médias de ambos os segmentos convergissem, nada se pode afirmar sobre o *spread* médio daí resultante.

Aprofundar a avaliação técnica e evitar preconceitos na partida é a recomendação óbvia diante de opiniões tão polarizadas, em relação ao chamado crédito direcionado.

Seria até possível acrescentar mais algumas observações. Em relação à redução das taxas no segmento livre, e conseqüente aumento das taxas no segmento direcionado, cabe questionar, em primeiro lugar, se haverá redução do *spread* agregado, pois isso dependerá das elasticidades de *demanda por* e de *oferta de* cada modalidade de crédito. Além disso, a existência de crédito direcionado pressupõe que há setores (ou modalidades) que merecem tratamento especial. Eliminar o crédito direcionado implicaria avaliar se essas operações especiais devem ou não continuar existindo. Em se aceitando que não faz sentido ter crédito direcionado, tampouco fará sentido manter captações a taxas privilegiadas, como ocorre atualmente com a caderneta de poupança ou com os recursos do FAT, principais fontes de recursos do BNDES. É adiantado que a crítica mais acentuada a tal argumentação se aplica no caso da poupança.

No caso dos recursos da poupança habitacional (SBPE), há grande divergência entre os valores esperados de aplicação em habitação e os valores efetivamente aplicados. A base de cálculo, pela média dos últimos doze meses, reduz a exigibilidade efetiva em R\$ 16 bilhões (valores de janeiro/09). O lançamento de valores de *floating* como se fossem financiamentos efetivos – desembolsos futuros, cartas de crédito e financiamentos compromissados – inflam o cumprimento da exigibilidade em mais R\$ 18,4 bilhões (valores de janeiro/09). Somados, esses dois efeitos correspondem a 16% do saldo total da poupança do SBPE e reduzem a exigibilidade efetiva dos 65% esperados para 50%.

Por essa razão, seria recomendável que o Banco Central divulgasse a estimativa do *spread* médio dos recursos direcionados, de modo que a sociedade tenha uma correta estimativa do comportamento e da rentabilidade desses saldos.

Reforçar a Supervisão Bancária

O Brasil atingiu um grau de excelência no tocante à regulação prudencial do sistema bancário brasileiro e do mercado de capitais, bem como com relação às atividades de supervisão e fiscalização. Isto ficou bem comprovado em meio à atual crise, sendo o Brasil um dos países menos afetados nesse aspecto pela crise financeira global. Esse bom resultado reforça a necessidade de não se flexibilizar nenhuma medida e de adotar prontamente toda a normatização internacional, em especial os chamados acordos de Basileia.

Consistente com um princípio básico da Constituição Federal, de que a iniciativa privada deve merecer o mesmo tratamento dispensado a empresas ou instituições controladas pelo Poder Público, recomendamos que nenhuma decisão das autoridades monetárias adote tratamento diferenciado entre bancos privados ou públicos, pela ótica do credor, nem entre empresas públicas ou privadas, pela ótica do devedor (com exceção do contingenciamento da oferta global de crédito ao setor público, que está em outra órbita que não a financeira – na verdade, constitui uma medida da política fiscal).

O preceito constitucional não impede que a União conceda crédito a um banco público, porém, significa que não se pode permitir, por hipótese, que o banco público compute tal empréstimo como se capital fosse, para fins de atender as exigências de Basileia, enquanto um empréstimo da mesma modalidade, tomado por banco privado, não pudesse assim ser registrado.

Do mesmo modo, um financiamento concedido a uma empresa controlada pelo Poder Público, mesmo que o credor seja uma instituição financeira controlada pelo mesmo governo, por si só, não pode merecer um disciplinamento diferente do aplicado a uma operação da mesma modalidade de crédito tomada por empresa privada. Se for para diferenciar, seria no sentido contrário e novamente para fins fiscais, como já está previsto na lei de responsabilidade fiscal, que veda a concessão de crédito por um banco público ao governo que o controla.

Particularmente sobre a análise do risco de crédito, o preceito constitucional da isonomia de iniciativas e a prudência bancária, para não falar no bom senso, não permitem que se considere apenas a empresa que realiza a operação, e não o grupo empresarial que a controla, quando for o caso. Portanto, como nos casos anteriores, a recomendação é para sempre atentar e manter a isonomia de tratamento, entre público e privado.

Regulação mais rígida para os Derivativos

A regulação do uso de novos instrumentos financeiros já mereceria atenção corrente das autoridades responsáveis pelos mercados bancários e de capitais, mas precisa ser redobrada depois dos prejuízos sofridos por grandes empresas brasileiras, que contrataram derivativos cambiais com excesso de alavancagem (os chamados derivativos tóxicos).

É bom deixar bem claro que esta recomendação não visa proibir ou desestimular o uso de mecanismos de proteção. Muito pelo contrário, a melhor forma de ampliar seu uso é adotar uma regulação prudencial e uma supervisão adequada, que evitem a sua aplicação excessiva ou indevida. A autorregulação deve ser sempre privilegiada, como bem atesta o bom funcionamento do mercado de futuros no Brasil, um dos maiores do mundo. Porém, é preciso coibir com vigor operações que tanto tentem fugir dessa autorregulação quanto driblar a regulação estatal. Isto exigirá integração aos esforços internacionais, realizados tanto por autoridades monetárias quanto de organismos multilaterais.

O recente movimento de apreciação cambial do Real deve apressar as mudanças regulatórias a serem adotadas pelas autoridades monetárias nacionais, com vistas a evitar que voltem a ser realizados os ditos derivativos tóxicos. Especialistas e organismos internacionais (como foi o caso recente do Bank for International Settlements - BIS) fizeram recomendações categóricas para se reformar o controle prudencial, lembrando que os excessos não foram observados em todos os países. Em outras palavras, vale conhecer e avaliar quais lições podem ser extraídas das legislações e práticas de outros países – o BIS recomenda especificamente o Chile e a Colômbia, como contraponto ao Brasil e México cujas perdas significativas com derivativos cambiais (25 e 5 bilhões de dólares, respectivamente) alimentaram desvalorizações cambiais mais intensas.

Importa qualificar que o maior problema referente aos derivativos de câmbio, no segundo semestre de 2008, foi a inexistência de uma instituição que consolidasse a posição de cada empresa. A falta da informação sobre a posição total em derivativos de câmbio de cada empresa dificultou o cálculo de exposição de risco por parte dos bancos. Diversas empresas exportadoras fizeram a mesma operação com diversos bancos. Do ponto de vista de cada operação o risco era baixo, pois a exposição da empresa estava no limite da sua receita com exportação. No entanto, como a empresa havia feito a operação com diversos bancos, a exposição total da empresa era muito maior. Assim, mesmo mantendo as características de contrato de balcão desses produtos, é importante que seja de conhecimento público, inclusive para efeitos de balanço, a posição líquida de cada empresa.

Melhorar a transparência bancária e financeira

A transparência é elemento fundamental para o que se pode chamar de responsabilidade financeira. O país já avançou muito nesse quesito, em particular exigindo das instituições financeiras a divulgação periódica e ampla de uma série de requisitos, seja para garantir a prudência e dar credibilidade às próprias instituições, seja para atender a governança corporativa das próprias instituições. A crise constitui uma oportunidade para o aprimoramento desse processo, em particular para estender o mesmo princípio da maximização da publicidade das contas e gestões às próprias autoridades reguladoras e às instituições financeiras públicas.

O Banco Central do Brasil pode ampliar a divulgação de estatísticas sobre o crédito no país aproveitando sua excelência técnica e tecnológica e seus poderes para requisitar informações mais precisas das instituições financeiras. Antes de tudo, valeria publicar estatísticas sobre a concessão de crédito com o mesmo grau de detalhamento hoje aplicado aos saldos das operações de crédito, ainda mais num contexto de crise de crédito em que o acompanhamento e avaliação do sucesso das medidas deve estar muito mais centrado nos fluxos, do que nos estoques.

Certas operações têm como característica a concessão de um volume total de crédito com renovações periódicas. O exemplo típico são as operações de cheque especial. Para esses tipos de operações, seria interessante haver um sistema de segregação de dados que distinguisse os créditos novos daquelas concessões que apenas refletem a incorporação de juros ao saldo devedor.

A mesma finalidade de aumentar a transparência dos dados leva ao pedido para diferenciar, no crédito ao setor privado, o que foi concedido às empresas estatais e àquelas controladas pela iniciativa privada. Também seria aconselhável passar a diferenciar o porte das empresas devedoras, pois muitas vezes é mais importante saber, por exemplo, quanto se concedeu para microempresas, do que o tamanho das operações individualmente concedidas.

As instituições financeiras públicas devem atender princípios mais rígidos de transparência do que as privadas quando mobilizadas para o enfrentamento de uma crise financeira global. Assim, não haveria mais dúvidas sobre a qualidade de sua expansão de crédito e aumentaria a credibilidade das políticas públicas. Recomendamos que se publiquem notas explicativas ou anexos que aprofundem a análise das classificações de riscos dos créditos concedidos, da inadimplência e das provisões, inclusive comparando com os mesmos índices observados por instituições privadas, que operam com modalidades semelhantes.

Quando essas instituições públicas concedem empréstimos, tendo como fonte de seus recursos, direta ou indiretamente, o orçamento fiscal (seja pela vinculação de contribuições ou receitas para-fiscais, seja pela concessão de empréstimos especiais), recomendamos que se divulguem: os nomes dos beneficiários; os valores contratados; e uma descrição sumária do objetivo. Não se pode alegar quebra de sigilo bancário,

e muito menos dificuldade operacional, porque tal prática já é adotada pelo BNDES, que publica na *Internet* uma lista de seus principais clientes anuais. Logo, a sugestão é que BB, CEF, BNB e BASA adotem o mesmo procedimento.

Especificamente, no caso das instituições oficiais de fomento, elas deveriam discriminar, ainda, em relação ao total das concessões no período e do crédito acumulado ao final dele, o quanto foi aplicado em projetos que diretamente contribuem para aumento dos investimentos fixos das demais finalidades, em particular no caso da chamada reestruturação empresarial (que, aliás, deveria ser objeto de nota para cada operação, inclusive para fins de abordar os impactos esperados na produção e no emprego).

Aprimorar a mensuração oficial do *Spread*

Em consonância com a avaliação metodológica do modelo de mensuração do *spread* bancário adotado pelo Banco Central, recomendamos que essa instituição estude a possibilidade de efetuar os seguintes aprimoramentos:

- deixar de considerar o custo dos CDB como o custo médio financeiro de captação das instituições financeiras, devendo levar também em consideração a parcela de depósitos com custo financeiro de captação nulo (depósitos à vista) ou mais baixo que o dos CDB (por exemplo, cadernetas de poupança);
- adotar melhores métodos de mensuração dos custos administrativos das instituições e eliminar as distorções geradas pela metodologia que desconta, dos custos administrativos, as receitas arrecadadas com as tarifas, uma vez que isso traz dois problemas: deixa de tratar as tarifas como fonte de receita de serviços prestados pelos bancos e adota essas receitas como *proxy* dos custos administrativos relativos a essas mesmas tarifas.
- dar tratamento mais minucioso aos depósitos e operações direcionadas, de modo a discriminar com clareza as parcelas dos depósitos regulamentados aplicadas em operações ativas efetivamente direcionadas e de menor rentabilidade e aquelas correspondentes a operações livres, de maior rentabilidade; de modo a dar transparência ao efetivo *spread* auferido pelas instituições financeiras captadoras dos recursos direcionados;
- reduzir o nível de agregação na apuração dos *spreads*, concentrando-se nas operações e nas instituições mais representativas, o que diminuiria as dificuldades metodológicas inerentes aos altos níveis de agregação hoje utilizados e permitiria melhor utilização dos indicadores apurados;
- ampliar o escopo dos estudos sobre o *spread*, incorporando a avaliação sistemática da rentabilidade sobre o patrimônio das instituições líderes, inclusive com o uso de comparações internacionais.

Educação financeira

Pode-se pensar em campanhas veiculadas em meios de comunicação de massa alertando para os riscos de inadimplência e enfatizando que o relevante é o gasto com

juros, e não se o tomador pode arcar com o valor da prestação. O credor deveria ser obrigado a informar, além da taxa de juros, qual o valor, em reais, que está sendo pago a título de juros e o que isso representa em número de prestações. A cada prestação paga, o credor deveria ser obrigado a informar quanto falta ainda para pagar e quanto o devedor economizaria se liquidasse a dívida antecipadamente. Apesar da relevância, é forçoso reconhecer que qualquer impacto mensurável de uma maior educação financeira deverá vir no longo prazo.

Eficiência das Ações Governamentais

Se as autoridades econômicas responderam acertada e adequadamente à crise, e foram expeditas em adotar uma série de medidas monetárias, creditícias e fiscais, para combater a recessão, por outro lado, representantes da sociedade civil, ouvidos em Audiências Públicas na Comissão, reclamaram da enorme distância entre o prometido ou o deliberado, de um lado, e o efetivamente realizado, de outro. Um caso exemplar foi o do programa emergencial para o capital de giro da construção civil: foram liberados R\$ 3 bilhões em outubro de 2008, mas aplicados tão-somente R\$ 50 milhões até fevereiro, conforme reclamado pela Câmara Brasileira da Indústria da Construção (CBIC). É recomendado, que não apenas na área da habitação, como nas de todas as demais medidas de estímulo, as autoridades econômicas procurem, sempre que possível, fixar metas facilmente quantificáveis, designar responsáveis e acompanhar a correspondente execução.

RECOMENDAÇÕES NO CAMPO DA MACROECONOMIA

Estabilidade macroeconômica e equilíbrio das contas públicas

Evidências empíricas apontam que reduções da volatilidade do câmbio (*proxy* para estabilidade macroeconômica) e da Selic (outra *proxy* de estabilidade, além de estar relacionada com endividamento do governo) contribuem para reduzir o *spread*. Trata-se de um resultado esperado, pois os mesmos motivos que permitiriam uma taxa Selic mais baixa – maior geração de poupança, menor inflação, maior previsibilidade da economia – também permitiriam, aos bancos, cobrar *spreads* mais baixos, tendo em vista a redução do nível de risco agregado da economia.

O Brasil dispõe hoje de espaço privilegiado para reduzir juros, o que o torna um dos poucos países que podem usar a política monetária como instrumento de combate à crise. Isto não significa que haja uma independência de causas e efeitos com a política fiscal. É notória a ansiedade por criar um espaço fiscal, ao se diminuir a despesa com o serviço da dívida pública decorrente da queda da Selic. Porém, para viabilizar uma redução mais acentuada dessa taxa e, principalmente, para mantê-la num patamar reduzido por longo prazo, constitui pré-requisito demonstrar a sustentabilidade fiscal do País.

No curto prazo, é recomendado que o governo federal adote medidas que visem conter a expansão de seus gastos primários, desde a adoção de um contingenciamento pre-

ventivo do custeio em geral, até a retomada do projeto de lei que limita a expansão dos gastos com pessoal. Esta última foi uma iniciativa do Executivo Federal, justamente no lançamento do Plano de Aceleração ao Crescimento (PAC), o que deixava claro que a moderação na expansão da folha salarial do funcionalismo seria um pré-requisito para maiores investimentos fixos, em particular na infraestrutura; sem aquela lei, a realidade está revelando uma situação inversa à desejada pelos mentores daquele plano, tão necessário ao País.

No médio e longo prazo, a sustentabilidade fiscal está associada às instituições. Os princípios da responsabilidade fiscal e a estabilidade de preços são hoje instituições com elevado apoio popular. No entanto, é necessário completar a regulação – o Senado deve fixar limites para a dívida consolidada, e o Congresso Nacional, além de fixar limites para a dívida mobiliária federal, precisa regulamentar o Conselho de Gestão Fiscal. Caberiam ainda ajustes na redação da lei, não para flexibilizar, mas, sim, para tornar mais rígidos e eficazes seus princípios, especialmente envolvendo o controle da criação de novas despesas, em particular pelos Poderes ditos autônomos (para evitar que excedam o limite de gasto com pessoal e assim acabem impondo sanções aos outros Poderes).

Se a LRF precisa ser aperfeiçoada, o processo de elaboração dos orçamentos e toda a gestão contábil, financeira e patrimonial da administração pública precisam de uma reestruturação geral. Mudanças profundas devem ser efetuadas para ordenar a elaboração e a estruturação das leis do plano plurianual, das diretrizes e dos orçamentos, de modo que se tornem instrumentos realmente úteis e realistas, bem assim que a execução financeira e a contabilidade espelhem fiel e automaticamente todas as transações do setor público.

Tais matérias também devem ser contempladas em uma lei complementar, de modo a serem aplicadas pelas três esferas de governo.

Relacionamento entre Tesouro e Banco Central

Se o Banco Central deve ser independente do Tesouro Nacional, é preciso, também, que as relações entre eles sejam as mais transparentes e harmônicas. A crise financeira global e o seu enfrentamento revelaram a estreita relação entre as políticas monetária, cambial e a fiscal.

A súbita depreciação cambial provocou um atípico e volumoso resultado positivo no Banco Central, que foi transferido ao Tesouro, como previsto na Lei de Responsabilidade Fiscal (art. 7^o) e regulamentado por recente lei ordinária (n. 11.803, de 5/11/2008). Este último ato determina (no seu art. 3^o) que aqueles recursos “... serão destinados exclusivamente ao pagamento da Dívida Pública Mobiliária Federal, devendo ser paga, prioritariamente, aquela existente junto ao Banco Central do Brasil”. Como aquela receita ainda permanece no caixa do Tesouro, e responde por metade de seu saldo, a sua enorme dimensão, por si só, recomenda que haja um melhor debate público sobre seus aspectos econômicos e legais.

Uma argumentação econômica a favor do resgate é que o Tesouro precisa resgatar os seus títulos da carteira do Banco Central (inclusive, muitos deles repassados no passado justamente para cobrir os mesmos resultados, quando eram negativos), para que não reste a menor hipótese que emissão de moeda se transforme em receita fiscal, ainda que indiretamente (por intermédio da remuneração das disponibilidades financeiras do Tesouro ou da eventual conversão em *superavit* financeiro ao final do exercício). Contra essa posição é alegado que o pagamento não foi efetuado porque o Banco Central não vendeu as reservas.

O debate no campo legal é mais simples. Há uma determinação legal em vigor, fruto de uma medida provisória baixada no ano passado, que vincula a receita do resultado positivo do Banco Central ao pagamento da dívida. Logo, se o Poder Executivo Federal entender que não seria pertinente tal vinculação, é recomendado que ele baixe uma nova medida provisória e revogue a regra que ele mesmo propôs e sancionou.

Equilíbrio das medidas tributárias de estímulo econômico

É preciso mais atenção no uso de medidas tributárias como meio de estímulo à economia. Se é inegável que sejam necessárias, em caráter emergencial, para enfrentar a recessão e estimular a economia, não se pode negar e nem descuidar dos seus efeitos colaterais. Antes de tudo, é altamente recomendado que sejam adotadas medidas paliativas em torno dos fundos de participação e regionais.

O ideal seria não concentrar as medidas de estímulo em impostos compartilhados com outros entes da Federação, como é o caso do IPI. É inegável que esse seja um tributo de caráter regulatório. Mas, sendo necessário seu uso, cabe à União compensar as perdas de recursos dos outros governos, especialmente das regiões menos desenvolvidas do País. Já foi proposto um repasse extraordinário, e só para o FPM, porém, é preciso ir além e prever uma garantia que seja transferido em 2009 o mesmo valor repassado em 2008, acrescido da inflação no período. A mesma medida de caráter excepcional precisa ser aplicada ao FPE, uma vez que padece de um vício a oferta de crédito junto ao BNDES: além de esbarrarem nos controles fiscais e nas inúmeras exigências burocráticas, os Estados só podem tomar empréstimos para financiar despesas de capitais, enquanto os repasses do FPE são aplicados em sua grande maioria em despesas correntes.

É reconhecido que a medida anterior, cujo princípio já foi adotado pelo governo federal, mas apenas em favor dos Municípios, constitui um paliativo, e de caráter excepcional, para que os governos das regiões menos desenvolvidas não sofram tanto os efeitos da recessão. O ideal seria promover uma mudança geral na sistemática dos fundos de participação, de modo a atenuar a sua sensibilidade ao ciclo, como será proposto a seguir.

Uma alternativa de caráter estrutural e que poderia ser examinada neste momento envolve uma medida há muito tempo reclamada na reforma tributária – ampliar a base dos fundos de participação. O próprio Executivo Federal endossou a ideia no projeto

de emenda que incluía o IVA na base. A subcomissão que examinou o assunto no Senado Federal foi além e sugeriu que tal base contemplasse a arrecadação de todos os impostos e contribuições sociais e econômicas (a única exceção seria a previdenciária). Poder-se-ia examinar a possibilidade de se antecipar e adotar isoladamente tal mudança constitucional, uma vez que não há maiores dificuldades para a sua operacionalização (prática semelhante já é adotada pela Desvinculação da Receita da União – a DRU). Com isto, as autoridades federais teriam maior liberdade para gerir os tributos de caráter regulatório e os fundos de participação estariam sujeitos a menores oscilações, ou mudanças pontuais.

Pelo lado dos contribuintes, é importante destacar que, passada a etapa dos incentivos pontuais e emergenciais, o novo cenário macroeconômico também reclama que sejam antecipados dois princípios básicos da reforma tributária, inclusive contemplados no próprio projeto do governo federal – a completa desoneração tributária dos investimentos fixos e das exportações. Muito pode ser feito sem emenda constitucional, mas modificando leis complementares (no caso da Lei Kandir, para o ICSM federal) e leis ordinárias, de modo que, no caso de aquisição de bens de capital, seja dado crédito à vista e automático nos tributos não-cumulativos (IPI, ICMS, PIS e COFINS) e que, no caso dos créditos já acumulados pelos exportadores dos mesmos tributos, seja resolvido, o quanto antes, o estoque passado (via compensações, transferências para terceiros ou quitação direta pelo Tesouro antecipando apoio aos Estados). Portanto, é recomendado que sejam adotadas medidas de caráter estrutural, que beneficiam segmentos mais amplos da economia, ainda que seja para substituírem as concessões pontuais e temporárias de incentivos.

Observações Finais

As autoridades econômicas brasileiras merecem todo apreço e apoio pela rápida e eficiente reação, diante da crise financeira global e da recessão que assola a economia e a sociedade brasileira. Se, por um lado, o enfrentamento desta e de qualquer crise econômica é uma atribuição própria e exclusiva do Executivo Federal, de outro, esta Comissão do Senado não pode se furtar a participar do esforço nacional para mitigar e superar os seus danos.

Este Relatório, dos três primeiros meses de trabalho da CACFE, traz uma contribuição para esse esforço, ao agregar elementos para análise e, sobretudo, ao promover recomendações para nortear os próximos passos no combate à recessão.

Frisamos, mais uma vez, que este é um relatório preliminar e parcial. O foco das atenções foi para o *spread* e o crédito bancário, uma vez que a crise irrompeu no Brasil justamente por essa entrada, e nos levou até a uma recessão, técnica ou generalizada. Antecipamos nossa opinião de que, em essência, não há nenhuma contradição, muito menos reclamação, entre a linha aqui sugerida e a que já vem sendo adotada pelas autoridades econômicas brasileiras. A diferença tem mais a ver com o ritmo e a natureza das mesmas medidas, uma vez que estamos sugerindo, primeiro, medidas mais ousadas e agressivas para solucionar aquelas questões e, segundo, ao tomar por base uma visão mais abrangente e integrada com outras facetas da política econômica.

Há muito por analisar e sugerir diante da natureza global desta crise financeira e dos danos à produção nacional, em razão da recessão brasileira. Nestes três primeiros meses de trabalho, a Comissão concentrou as atenções nos primeiros sintomas da crise no Brasil, inclusive seguindo a estratégia mais geral do governo federal, marcada quase por uma obsessão por reduzir o *spread* e aumentar o crédito.

Alerta-se que é insuficiente estimular ou sustentar o consumo, se isso não reverter as expectativas empresariais para investir – e, por vezes, até para produzir. Preocupamos o fato de que a estrutura do crédito mostra um comportamento mais recente das concessões para pessoas jurídicas em nível bem inferior ao das pessoas físicas, sendo que as linhas de capital de giro apresentam os piores índices de desempenho relativo pós-crise. Isto tudo, para não falar que, com a retração dos recursos externos para investimentos e das novas emissões de papéis no mercado doméstico de capitais, o crédito para projetos de investimentos fixos voltou a ficar excessivamente dependente dos aportes das instituições oficiais de fomento – basicamente o BNDES. Porém, este está precisando de recursos financeiros e humanos para dar suporte às chamadas reestruturações empresariais, que não podem ser confundidas com os investimentos fixos, estes sim multiplicadores de renda.

O cenário preocupante em torno do investimento privado só agrava a crítica ao baixo nível do investimento público. De pouco adianta orçar dezenas de bilhões de reais nas leis anuais, se a maior parte não é sequer contratada, de modo que se acumulam

restos a pagar, que também significam empenhos a realizar. A visão centralizadora em relação às metas de *superavit* primário imporá um ajuste fiscal exageradamente duro aos governos estaduais e municipais, que não foram beneficiados por redução de meta, como no caso da esfera federal. Isto poderá levá-los a cortar obras e, assim, segurar ainda mais o investimento público, que é muito descentralizado na federação brasileira.

Enfim, é preciso mais atenção no diagnóstico e mais estímulos voltados para a retomada da produção de bens, especialmente industriais. Principalmente, são necessários mais estímulos para elevar de forma sustentada os investimentos, privados e públicos no país. Sem isso, corremos o risco de comemorar que a economia brasileira não decrescerá tanto quanto economias ricas, mas lamentar uma baixa taxa de crescimento, e continuar muito atrás do comportamento da média das economias emergentes, como aconteceu nos últimos anos. Se o Brasil já tinha perdido oportunidades, quando a economia mundial experimentou seu mais intenso e longo ciclo expansionista do pós-guerra, pode correr o risco de perder, de novo, as oportunidades abertas ou exigidas pela crise, especialmente para conciliar uma política econômica pró-ativa e anticíclica com uma agenda de reformas estruturais.

Esta Relatoria conclui sugerindo a empregabilidade como o tema que monopolize as atenções futuras da Comissão de Acompanhamento da Crise do Senado Federal, reclamando, antes de tudo, um estímulo mais objetivo e direto para as decisões empresariais de investir e de produzir.

ANEXO
Estudios Técnicos

Este anexo ao Relatório Preliminar da Comissão de Crise Financeira e da Empregabilidade, datado de junho de 2009, constitui a fonte de subsídios técnicos para os membros da Comissão e, especialmente, para fundamentar o diagnóstico e as proposições apresentadas no Relatório citado. O anexo compreende análises elaboradas pelos consultores e assessores que prestam apoio técnico aos membros da Comissão. Trata-se da consolidação de análises elaboradas por Marcos Köhler, Paulo Springer de Freitas, Samuel Pessoa e José Roberto Afonso. Também colaboraram com os técnicos, em particular, Mansueto Almeida e Ana Paula Higa. As opiniões aqui expressas são de responsabilidade exclusiva dos autores e não necessariamente do Relator ou da própria Comissão. Trechos parciais desta consolidação de textos foram extraídos de trabalhos e artigos dos assessores técnicos antes citados.

JUROS BÁSICOS DA ECONOMIA BRASILEIRA¹

Uma abordagem geral e sintética sobre a formação dos juros na economia brasileira deve preceder a análise mais específica sobre o *spread* bancário e o crédito. A mesma precedência deve ser dada à relação dos juros com as demais variáveis macroeconômicas.

Esta introdução, desse modo, se dedica a investigar os fatores que impõem limites relativos à redução mais vigorosa da taxa básica de juros, alguns deles institucionais. Dois desses fatores institucionais podem ser apontados de imediato: a indexação de contratos e de tarifas por índices gerais de preços, potencialmente sensíveis às variações dos preços por atacado e, portanto, às oscilações cambiais; e a existência de um piso nas taxas de juros representada pela remuneração líquida mínima de 6,17% ao ano dos depósitos de poupança. Também existem fatores microeconômicos que estão relacionados à conformação e funcionamento do sistema financeiro brasileiro que são analisados a seguir.

Essa perspectiva, alerta-se desde já, traz para o centro das preocupações a questão da taxa básica de juros da economia (mais conhecida como SELIC). Não há dúvida de que o seu nível e sua trajetória exercem influência decisiva para o *spread* e para o crédito em qualquer economia, quanto mais para a brasileira, na qual o mercado financeiro ainda é, direta ou indiretamente, muito dependente do Estado. Em meio a um ambiente de crise sistêmica e de recessão, mais do que discutir as causas de o País adotar juros reais tão elevados, importa também avaliar as consequências fiscais benéficas de uma redução dessas taxas, mais precisamente no dimensionamento do espaço fiscal que poderia ser aberto nessa hipótese.

PREÇOS E JUROS BÁSICOS

Os preços da economia constituem, como é evidente, a variável fundamental para a escolha da taxa de juros na economia – ou seja, a taxa de inflação é o elemento básico a ser tomado em conta na definição da remuneração do crédito.

Apesar da estabilidade de preços alcançada nos últimos anos, o processo inflacionário no Brasil tem elevada sensibilidade à ocorrência de choques negativos, em função dos mecanismos existentes que propagam estes efeitos.

Um destes mecanismos que favorecem a propagação de choques adversos sobre os preços é a indexação. Vale lembrar que 30% do IPCA é composto por preços administrados que, em boa parte, são reajustados de acordo com a inflação passada. O problema maior aqui não é propriamente a indexação, mas a prevalência da indexação com base no IGP, que é extremamente sensível às variações cambiais e aos choques externos. Essa prevalência é verificada nos contratos de aluguéis e serviços de utilidade pública em geral. Qualquer desvalorização tem potencial de ser imediatamente

¹ Esteve à frente da elaboração desta seção José Roberto Afonso.

captada por esses indicadores que acabam contaminando o IPCA. Desta forma, o cumprimento da meta de inflação pode ficar comprometido, sem necessariamente ter havido pressões de demanda. Por outro lado, importa registrar que, desde meados do ano passado, houve uma compensação importante por conta da queda generalizada dos preços das *commodities*.

Desta forma, se houver um repique inflacionário e os índices de preços no atacado (presentes apenas nos IGPs) se acelerarem, a inflação ao consumidor será impactada diretamente, independente das taxas de juros. Como o regime de metas no Brasil persegue uma meta anual (ano calendário), para se atingir a meta, será necessário um esforço monetário maior para alcançá-la (outros setores da economia terão que sofrer contração para compensar a alta desse segmento).

É possível citar algumas alternativas para dirimir os efeitos de indexação sobre a inflação e que condicionam o funcionamento do regime de metas de inflação. Primeiro, utilizar um índice de inflação que aborde somente os preços livres. Segundo, abandonar a meta de ano calendário (janeiro a dezembro) e trabalhar com períodos móveis de doze meses, o que daria mais tempo para acomodar a inércia da inflação passada e o repasse da variação cambial. Terceiro, seria tentar harmonizar os índices de preços utilizados em contratos, inclusive revendo aqueles frutos de regulação ou aluguel, porém, sempre tendo presente a necessidade de respeitar o livre mercado.

É forçoso reconhecer que esta argumentação merece críticas e reparos. Em primeiro lugar, importa notar que a indexação pode “atrapalhar” a política monetária quando há choques que aumentam os preços administrados, mas “favorecer” quando os choques são no sentido de reduzir os preços. Em relação a essas duas posições, a situação nos primeiros meses de 2009 é neutra porque o IGP subiu fortemente no final do ano passado, mas nos últimos meses está abaixo do IPCA (o IGP-M médio dos últimos doze meses foi de 0,30% a.m., ante 0,45% a.m. para o IPCA, até maio de 2009). Além disso, a depreciação cambial que ocorreu no final de 2008 poderia ter sido instantaneamente repassada para os preços de alguns serviços de utilidade pública, o que não ocorreu, justamente por causa da indexação.

No mesmo sentido, importa ressaltar que excluir os preços administrados do índice que faz parte da meta implica que a conclusão não é nem um pouco óbvia. Para ter ideia do *trade-off*, a indexação, de fato, reduz a potência da política monetária. Mas a existência de indexação junto com preços rígidos na economia cria distorções nos preços relativos que não podem ser simplesmente ignorados pela política monetária (que é o que ocorreria caso a política monetária passasse a se preocupar somente com um núcleo de exclusão). Há trabalhos acadêmicos que não dão suporte à tese de que haveria ganhos de bem-estar social se a política monetária tivesse como alvo um núcleo de exclusão². A maior parte dos bancos centrais trabalha com o conceito de índice cheio, alegando que, em termos de bem-estar, o que interessaria é que a inflação agregada subiu; do contrário, se estaria medindo a inflação de um subgrupo de itens

² Ver, por exemplo, BUGARIN, M. N. S. ; FREITAS, Paulo Springer de. A Study on Administered Prices and Optimal Monetary Policy. In: XXIX Encontro Brasileiro de Econometria, 2007, Recife. *Anais...* 2007.

que pouco acompanha o poder de compra da moeda, que é, em última instância, o que interessa para os consumidores.

Outro fator que pode dificultar a adoção de taxas de juros baixas no caso brasileiro refere-se a remunerações mínimas existentes para alguns tipos de operações financeiras³. O exemplo frequentemente mencionado pela imprensa é a remuneração que incide sobre a caderneta de poupança.

A caderneta de poupança rende 6,17% ao ano (a.a.), além da Taxa Referencial (TR), atualmente em torno de 0,7% a.a., e é livre de impostos. A grande amarra acerca da poupança não está na TR, e, sim, na remuneração (os 6,17% a.a., ou 0,5% a.m.) que extrapola seu indexador. Pela fórmula que gera o valor da TR, para taxas SELIC baixas (10% a.a., por exemplo), a TR assume um valor muito próximo de zero.

Desta forma, uma interpretação é que a remuneração de 0,5% ao mês (a.m.), livre de impostos, imporia um limite para a remuneração das demais aplicações financeiras (6,17% a.a.), ou seja, qualquer aplicação, depois dos impostos, que renda menos que 6,17% não gera interesse para o investidor. Nessa visão, a redução mais acelerada da SELIC esbarraria em uma possível armadilha para o financiamento da dívida pública: uma remuneração abaixo da taxa mínima disponível no mercado poderia provocar uma migração de recursos dos fundos de investimento (grandes compradores de títulos públicos) para a poupança. Além disso, a poupança tem garantia de R\$ 60 mil por aplicador pelo Fundo Garantidor de Crédito (FGC) e não está sujeita à volatilidade de remuneração que a marcação a mercado traz aos fundos de investimento. Assim, por exemplo, com uma taxa SELIC de 10% a.a., para um horizonte de um ano (alíquota de IR de 20%) e uma taxa de administração de um fundo de investimento de 2%, o investidor terá, grosso modo, $(10 - 2) - 20\% = 6,3\%$ de rentabilidade. Ou seja, um valor muito próximo à remuneração da poupança.

Como é sabido, ocorreu um debate amplo sobre a remuneração da caderneta que desembocou no anúncio pelo governo federal de propostas para mudar a forma de tributação. Cabe, porém, chamar a atenção para um aspecto de que pouco se falou. Esse debate atentou apenas para o lado da captação e praticamente ignorou a sua contrapartida inexorável – o lado da aplicação. Importa lembrar que os depósitos em poupança devem financiar a aquisição da casa própria. Assim, o crescimento do volume de depósitos em poupança também pode gerar um problema para as institui-

³ Por exemplo, na Ata do COPOM de março de 2009, o BACEN mencionou a existência de elementos do arcabouço do sistema financeiro nacional que foram herdados do período de inflação elevada que impedem flexibilização adicional da política monetária: “O Comitê entende que o desaquecimento da demanda, motivado pelo aperto das condições financeiras, pela deterioração da confiança dos agentes e pela contração da atividade econômica global, criou importante margem de ociosidade dos fatores de produção. Esse desenvolvimento deve contribuir para conter as pressões inflacionárias, mesmo diante das consequências do processo de ajuste do balanço de pagamentos e da presença de mecanismos de realimentação inflacionária na economia, abrindo espaço para flexibilização da política monetária. Por outro lado, além do fato de que mudanças da taxa básica de juros têm efeitos sobre a atividade e a inflação que se acumulam ao longo do tempo, a avaliação do Copom sobre o espaço para flexibilização monetária adicional também leva em conta aspectos, resultantes do longo período de inflação elevada, que subsistem no arcabouço institucional do sistema financeiro nacional”. Ver: BACEN *Ata do Comitê de Política Monetária – COPOM*. Brasília: mar. 2009.

ções financeiras, que deverão incrementar suas operações de empréstimo imobiliário (ativo de longo prazo), ao mesmo tempo em que terão que administrar um tipo de passivo de curto prazo e volátil. Em princípio, esse nó só seria desfeito facilmente se a remuneração da caderneta de poupança não seguisse a taxa mínima de 0,5% a.m. Mas, esta é apenas uma opção e não uma recomendação.

No curto prazo, como o mecanismo proposto pelo governo para reduzir a remuneração líquida dos depósitos esbarra no princípio da anterioridade – que impede a cobrança do IR ainda em 2009 –, já se observa forte migração de recursos dos fundos para a poupança. Isto para não falar que, até o momento, o anúncio pelas autoridades não se desdobrou na elaboração da correspondente proposição legislativa. Esse movimento era previsível, uma vez que o limite de isenção do imposto para aplicações de até R\$ 50 mil reais foi considerado relativamente elevado.

Entretanto, à parte o tratamento que o governo federal preferiu dar aos rendimentos dos poupadores, cabe chamar a atenção para o outro lado dessas aplicações – ou seja, o tratamento que as autoridades econômicas possam vir a dispensar as aplicações dos novos recursos captados pelas cadernetas de poupança. Devem ser evitadas decisões precipitadas, pois a exigibilidade de aplicações de recursos em financiamentos habitacionais não é acionada imediatamente. Em função da natureza das regulamentações do Conselho Monetário Nacional há uma defasagem temporal grande entre o crescimento dos depósitos e o momento de conceder financiamentos com base nessa variação. Como expediente de última instância, se houver uma migração de recursos sistematicamente elevada para a poupança no médio prazo, o CMN poderia, até que se adote uma solução efetiva para a competitividade relativa da poupança e em caráter temporário, permitir aplicações adicionais em títulos públicos com eventuais excessos de captação.

O importante é que as autoridades monetárias não descuidem do equilíbrio da estrutura temporal de ativos e passivos do SBPE e nem permitam a concessão de financiamentos habitacionais em condições que reduzam a segurança prudencial do Sistema. O ideal é que a complexa estrutura de ativos e passivos do sistema de depósitos da poupança sofresse um profundo redesenho, tendo em conta as graves implicações que o modelo atual tem no sentido de limitar uma redução mais agressiva da taxa SELIC e, ao mesmo tempo, o fato de que remendos na estrutura dos passivos podem levar a graves comprometimentos na relação jurídica de longo prazo que se estabelece entre agentes financeiros e mutuários.

Não há como negar que a experiência brasileira nos anos 80, e mesmo a presente crise financeira norte-americana e a internacional, colocam o crédito habitacional como o calcanhar de Aquiles do sistema financeiro.

SELIC E ESPAÇO FISCAL

Ao se analisar os impactos fiscais da política monetária, a questão central consiste em avaliar os efeitos de alterações da SELIC sobre as contas públicas.

Não é simples nem consensual o cálculo do custo de aumento dessa taxa, bem como da economia que o governo angaria com sua redução. Vale apresentar brevemente uma revisão das várias metodologias adotadas pelos economistas para o cálculo do impacto fiscal advindo de variações (aumentos ou reduções) da taxa básica de juros.

As diferenças metodológicas advêm de vários fatores que compreendem desde definições sobre que parcela da dívida pública interna é afetada por variações da taxa SELIC, até a complexidade do modelo empregado. É sutil a diferença entre metodologias porque partem da parcela da dívida atrelada à SELIC e a multiplicam por uma variação da taxa, mudando a abrangência da dívida considerada no exercício e a eventual formulação de hipóteses de reações à primeira alteração da SELIC.

Existem metodologias menos sofisticadas, que são adotadas por alguns analistas, que tomam como referência o percentual da dívida líquida interna indexada à taxa SELIC em relação à dívida líquida total do setor público e sobre este percentual aplicam o diferencial (estimado ou o efeito) da taxa de juros.⁴

O pressuposto deste tipo de cálculo é que a proporção entre dívida líquida interna indexada à taxa SELIC em relação à dívida total não sofrerá alteração nos próximos 12 meses, bem como a taxa de juros permanecerá no patamar definido para cálculo também por 12 meses. Mais importante, supõe que o Tesouro continuará se financiando à mesma taxa nas demais modalidades de endividamento. Trata-se, obviamente, de uma hipótese muito forte e que ignorá-la pode levar a erros substanciais de previsão dos gastos com juros. Por exemplo, suponha um cenário favorável, em que a redução da taxa SELIC é entendida pelos agentes econômicos como compatível com a estabilidade de preços da economia. Nesse caso, é muito provável que os juros embutidos em títulos pré-fixados também caiam, bem como dos títulos indexados à inflação ou ao câmbio. Já em um cenário desfavorável, em que os agentes econômicos acreditam que a redução na taxa SELIC levará a repiques inflacionários que, por sua vez, obrigarão o Banco Central a elevar a taxa de juros adiante, e talvez com bastante virulência, ocorrerá, muito provavelmente, um aumento o custo do financiamento dos títulos públicos indexados a outros indexadores. O impacto sobre o serviço da dívida líquida total é obtido multiplicando-se a participação da dívida interna atrelada à SELIC ao diferencial de taxa de juros e ao percentual da dívida interna em relação à dívida líquida do setor público.

O IPEA apresentou em 2009 outra metodologia para o cálculo do impacto fiscal de alterações na taxa básica de juros.⁵ Para efetuá-lo, tomou como referência o estoque

⁴ Ver, por exemplo, Carta Econômica Galanto (2003). “Endividamento interno e eficácia da política monetária”. Consultoria Galanto, novembro de 2003. Tal fonte reporta que: considerando que a dívida interna atrelada à SELIC correspondia a 50,1% da dívida líquida do setor público em agosto de 2003 e estimando-se uma elevação da taxa básica em 5% a.a., sustentado por 12 meses, estimou-se que o impacto sobre o serviço da dívida interna correspondia a 2,5% do PIB (5% x 50,1%). Para calcular o impacto sobre o serviço da dívida líquida total, multiplicou-se ainda pelo percentual, de 77,4%, que a dívida interna representa da dívida líquida do setor. Assim, estimou-se que o impacto sobre o serviço da dívida líquida total seria de 1,9% do PIB (5% x 50,1% x 77,4%). Estes números, acrescidos de estimativas para outras variáveis (tais como crescimento econômico, inflação e taxa de câmbio) servem como referência para o modelo apresentado neste estudo, que tem como objetivo discutir a relação entre dívida pública e a eficácia da política monetária.

⁵ Ver: Sicsú, J. A gravidade da crise e a despesa de juro do governo. Nota técnica do IPEA, 2009.

da dívida pública atrelada à taxa SELIC como *proxy* para o estoque médio em 2009 e aplicou o diferencial de juros estimado também para 2009, obtendo a economia fiscal com juros a partir de vários cenários de redução da taxa básica ao longo do ano⁶. A partir desta metodologia, adotando-se vários cenários para a trajetória da taxa SELIC em 2009, os resultados da economia fiscal proveniente de reduções na taxa básica de juros são reproduzidos na tabela a seguir:

Cenários	Taxa Selic média no ano de 2009 (em %)	Taxa Selic ao final de 2009 (em %)	Economia fiscal no ano de 2009 (em R\$ milhões)
1	9,85	7,00	30.018
2	9,99	7,75	28.895
3	10,32	8,75	26.366
4	10,77	9,75	22.952
5	11,33	10,75	18.652
6	12,00	11,75	13.468
7	12,81	12,75	7.250

Fonte: Sicsú (2009)

Outra forma de cálculo para aferir o custo fiscal da política monetária foi apresentada em estudo do IEDI.⁷ foi considerado como estoque de dívidas diretamente vinculadas à SELIC não só o percentual da dívida mobiliária do Tesouro Nacional, como também a dívida mobiliária do BACEN e as operações compromissadas, independente do indexador (o que leva a uma abrangência diferente da adotada pelo IPEA). Talvez em função da combinação entre perfil e prazos (dívida prefixada de curto prazo) da dívida mobiliária federal à época, foi assumido que a taxa SELIC serviria de referência para estimar o custo do serviço da dívida. Calculou-se o estoque médio da dívida diretamente atrelada à taxa SELIC. Este montante foi multiplicado por diferentes taxas de juros, de acordo com os cenários estabelecidos, para aferir o custo do serviço da dívida no período de 12 meses. O diferencial do custo do serviço da dívida de um cenário de taxa de juros para outro representaria uma medida aproximada do impacto da redução da taxa de juros sobre o serviço da dívida.⁸

⁶ “Segundo o quadro XI da NI de Política Fiscal, divulgada em 27/02/2009, o estoque ‘SELICado’ da dívida pública líquida em janeiro de 2009 era de R\$ 769.278,27 milhões. Considerando este estoque como uma *proxy* para o estoque médio do ano de 2009, o cálculo da economia fiscal pode ser representado pela seguinte equação: Economia fiscal: $Ef_i = (0,1375 - r) \times R\$ 769.278,27 \text{ milhões}$, onde r_i é a taxa SELIC média em 2009 segundo o cenário i .” (Sicsú, 2009).

⁷ Ver: Carta IEDI, n. 162 (2005). *Quanto custa a política Econômica?*. IEDI, jul. 2005.

⁸ “A partir do estoque médio da dívida pública atrelada à SELIC em abril de 2005, temos que o custo anualizado da dívida no 1º cenário (taxa SELIC de 12%) seria de R\$ 103 bilhões, ou R\$ 61 bilhões a menos que no 3º cenário, ou seja, o cenário equivalente à política monetária em vigor (SELIC de 19,75%). Na hipótese de taxa SELIC de 14% ao ano (2º cenário), o custo da dívida anualizado seria de R\$ 119 bilhões ou R\$ 45 bilhões a menos que no cenário da política econômica atual. Neste último caso, o custo sobe para R\$ 164 bilhões. Em percentagem do PIB projetado para os próximos doze meses, essas reduções do custo da dívida corresponderiam, no primeiro caso (R\$ 61 bilhões a menos, equivalente ao 1º cenário) a 3% do PIB e, no segundo (R\$ 45 bilhões, equivalente ao 2º cenário) a 2,2% do PIB.” (Carta IEDI, n. 162).

A própria Secretaria do Tesouro Nacional também costuma apurar o impacto de alterações na taxa SELIC sobre a dívida pública.⁹ A imprensa também costuma divulgar números sobre o impacto causado à dívida do governo em função de alterações na política monetária.¹⁰

Uma metodologia mais sofisticada de determinação da dívida mobiliária, dívida líquida do setor público e necessidade de financiamento do setor público envolvem definições de equações mais complexas que aquelas apresentadas anteriormente, como faz Pinheiro (2000).¹¹ Das equações apresentadas em seu modelo, foram selecionadas duas que descrevem os fatores condicionantes da dívida mobiliária:

$$DM_{t+1} = ADM_{t+1} - SPRIM(T) + \Delta RES(T) - \Delta B(T) + \Delta AP(T) \quad (1)$$

(dívida mobiliária total)

$$ADM_{t+1} = TIT_t * (1 + r1) - R_{t+1} \quad (2)$$

(termo de atualização da dívida mobiliária, líquido de resgates)

sendo:

t e $(t + 1)$ = instantes do tempo (referências para os estoques);

T = período de tempo entre t e $(t+1)$ (referência para fluxos)

ADM = componente de atualização do estoque da dívida mobiliária, líquido de resgates;

AP = ajuste patrimonial líquido (“esqueletos” menos receitas de privatização);

B = estoque de base monetária líquida dos ativos públicos sem rendimento (arrecadações a recolher e depósitos à vista);

DM = estoque de dívida mobiliária federal;

R = volume de resgates da dívida mobiliária (conforme cronograma de vencimentos);

RES = estoque de reservas internacionais (liquidez internacional);

$SPRIM$ = *superavit* primário consolidado do setor público;

TIT = estoque dos títulos federais, estaduais e municipais (desagregado por título);

$r1$ = fatores de atualização (indexadores mais taxas de juros) dos títulos da dívida mobiliária;

⁹ Em abril de 2008, a imprensa divulgou que o Secretário do Tesouro, Arno Augustin, havia estimado o impacto da elevação da taxa SELIC de 11,25% ao ano para 11,75% ao ano em R\$ 2,9 bilhões. No entanto, não foram encontradas informações sobre a metodologia de cálculo adotada pelo Tesouro para apurar este tipo de estimativa.

¹⁰ Por exemplo, a reportagem publicada pela Folha Online em julho de 2008, destacava que o aumento da taxa SELIC em 0,75 ponto percentual produziria um impacto de R\$ 3,49 bilhões na dívida do governo federal nos próximos 12 meses. Este resultado foi obtido a partir da multiplicação do aumento de 0,75 p.p. da taxa básica de juros sobre o montante da dívida pública do governo federal atrelada à taxa SELIC. Para aferir o impacto sobre o setor público, apurou-se o montante da dívida do setor público indexada à taxa SELIC e efetuou-se a mesma conta

¹¹ Ver: Pinheiro, M. M. S. *Dívida mobiliária federal e impactos fiscais: 1995/1999*. IPEA: Texto para Discussão, n. 700. Rio de Janeiro, 2000.

A equação (1) representa os fatores responsáveis pelo comportamento da dívida mobiliária, principal item da dívida líquida do setor público (DLSP). Esta é composta por dívida interna líquida (dívida mobiliária e outras dívidas internas, líquidas de ativos) e da dívida externa líquida (dívida externa bruta menos as reservas internacionais).

As equações (1) e (2) procuraram explicar a dinâmica da dívida mobiliária federal (DMF). O primeiro termo do lado direito da equação (2) representa a carga de juros que incide sobre a dívida mobiliária. Além disso, a equação (2) supõe implicitamente que o estoque de títulos são “rolados” e resgatadas a cada período t . O principal problema desta suposição é que o modelo não capta os efeitos de alterações nos prazos dos títulos sobre o estoque e carga de juros da DMF.

A equação (1) supõe a hipótese de que a DMF é explicada por diversos fatores, de natureza fiscal (*superavit* primário), monetária (base monetária e taxa de juros), cambial e patrimonial.¹²

Para avaliar a sensibilidade da DLSP (dívida líquida do setor público) e da NFSP (necessidade de financiamento do setor público) a variações nos níveis da taxa over-SELIC, Pinheiro (2000) analisa a composição da dívida mobiliária e, além do percentual da dívida mobiliária atrelada à taxa SELIC, também considera a dívida mobiliária prefixada de curto prazo¹³, pois a seu ver, a taxa SELIC influencia a formação dos juros implícitos nos deságios dos títulos prefixados. O autor também entende que o impacto da taxa *over-SELIC* na estrutura da DLSP não se restringe à DMF, pois esta taxa também corrige dívida das empresas estatais junto a empreiteiros e fornecedores, bem como ativos públicos, como créditos do BACEN a instituições financeiras, carteiras de crédito dos fundos (autônomos e constitucionais), carteiras de títulos públicos das estatais e aplicações das disponibilidades da previdência social.

Pinheiro (2000) concluiu que a dívida líquida indexada *over-SELIC* (dívida mobiliária mais dívidas das estatais junto a empreiteiros e fornecedores menos ativos públicos) era aproximadamente 37% da DLSP e 20% do PIB em junho de 1999. Tomando como referência estas projeções, calculou-se que, para cada ponto percentual de aumento da taxa SELIC média projetada para 1999, a dívida e o *deficit* nominal tenderiam a crescer em média 0,12% ponto percentual do PIB no período.

Como demonstrando, não faltam metodologias para apurar os impactos da política monetária sobre o serviço da dívida pública e estas diferem, sobretudo, quanto à definição da parcela da dívida interna sofre impacto direto da taxa SELIC num dado

¹² Uma questão que poderia ser examinada posteriormente pelos formuladores do estudo é a seguinte: se a DM depende da TIT, que inclui títulos de todos os entes, por que não fazer a DM(t) depender diretamente de DM(t-1)?

¹³ “No que diz respeito à dívida mobiliária, a *over-SELIC* é, diretamente, fator de remuneração da LFT e da Nota do Tesouro Nacional – série S (NTN-S) e da maior parte dos títulos estaduais e municipais. Além disso, essa taxa também orienta a formação dos juros implícitos no deságio dos títulos prefixados [LTN e Bônus do BACEN (BBC)] e dos papéis de remuneração atrelada a este último (NTN-J).” (Pinheiro, op. cit., 2000). Vale observar que os títulos públicos mencionados datam de período que o BACEN ainda podia emitir títulos públicos. Atualmente, o perfil da dívida quanto ao tipo de título e prazo é distinto do referido no estudo.

horizonte temporal. Deve-se observar que a composição da dívida (perfil e prazo) quando da elaboração da análise pode determinar a escolha por uma metodologia de cálculo em detrimento de outra. Além disso, a abrangência do modelo a ser utilizado dependerá diretamente dos objetivos pretendidos.

Um bom caminho para evitar ter que escolher entre as diferentes metodologias é utilizar um número oficial, que até faz parte de lei, mas que raramente é citado, nem utilizado – aliás, nem mesmo em análises ou discursos de autoridades federais. O anexo de riscos fiscais que, por exigência da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), integra a lei de diretrizes orçamentárias (LDO), de cada governo e a cada ano, compreende, entre outros, os chamados riscos recorrentes da administração da dívida pública mobiliária.¹⁴ No caso da União, essa avaliação de risco contempla, entre outros, os efeitos de uma variação na taxa SELIC, entre outras.

Na versão mais recente desse anexo exigido pela LRF, na proposta da LDO para o exercício financeiro de 2011, pode-se inferir, invertendo o risco projetado de elevação da dívida, que a Poder Executivo Federal oficialmente estima¹⁵ que, para cada 1% de redução da taxa SELIC, seria feita uma economia de 0,047% do PIB (montante inferior de despesas com o serviço da dívida) e reduzida a dívida pública em 0,18% do produto (diminuição da dívida líquida do setor público).

Chama-se a atenção que estas projeções que integram o anexo de riscos fiscais para o exercício financeiro de 2010 em muito contrastam (a economia fiscal seria bem menor)

¹⁴ É interessante conferir a definição metodológica deste risco apresentada no Anexo VI do último Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias da União para 2011: “O risco inerente à administração da dívida pública mobiliária federal decorre do impacto de eventuais variações das taxas de juros, de câmbio e de inflação nos títulos vincendos. Essas variações, quando verificadas, geram impacto no orçamento anual, pois provocam variações no volume de recursos necessários ao pagamento do serviço da dívida dentro do período orçamentário. Elas também têm efeito sobre os títulos cujo prazo de vencimento se estende além do exercício fiscal, com impactos nos orçamentos dos anos seguintes. Além desse efeito direto, a maior volatilidade dessas variáveis altera o valor de estoque da dívida pública mobiliária, cuja elevação pode ensejar desconfiança quanto à capacidade de solvência da dívida pelo Governo. Os riscos de dívida são especialmente relevantes, pois afetam a relação Dívida Líquida/PIB, considerada o indicador mais importante de endividamento do setor público.”

¹⁵ Vale reproduzir o anexo de Riscos Fiscais do projeto do Executivo para a LDO de 2011: “O primeiro exercício avalia o impacto orçamentário decorrente das flutuações de variáveis macroeconômicas (taxa básica de juros, variação cambial e inflação) sobre as despesas referentes à dívida pública em mercado sob responsabilidade do Tesouro Nacional. Na análise de sensibilidade, adota-se uma variação padrão de 1% nos principais indicadores econômicos que afetam a DPF, para estimar seu impacto sobre os fluxos financeiros de despesas de principal e juros da dívida pública projetados para o ano de 2008. As estimativas, dada a atual composição da DPF, indicam que um aumento (redução) de 1% na taxa de câmbio elevaria (reduziria) a despesa orçamentária da dívida em 0,006% do PIB. Da mesma forma, uma variação positiva (negativa) de 1% na taxa de inflação provocaria uma variação positiva (negativa) na despesa da dívida em torno de 0,021% do PIB. Para a dívida indexada à taxa SELIC, um aumento (redução) de 1% sobre a taxa de juros elevaria/reduziria os pagamentos de principal e juros em aproximadamente 0,047% do PIB. Na análise de sensibilidade estima-se que um aumento (redução) de 1% ao ano da taxa de juros SELIC geraria um aumento (redução) de 0,18% na razão DLSP/PIB ao final de 2010. Essa medida de sensibilidade era igual a 0,23% em dezembro de 2008. Essa redução da sensibilidade da dívida pública às variações da taxa básica de juros é resultado do esforço do Tesouro Nacional para a melhora da composição da DPF, em especial, o aumento da participação dos títulos prefixados e a queda da participação de títulos remunerados pela taxa SELIC, reduzindo substancialmente a volatilidade da dívida pública.”

com as resultantes dos exercícios anteriormente comentados, quando não até com discursos de autoridades econômicas federais.¹⁶ Por outro lado, não se pode esquecer que elas têm uma força que nenhum outro cálculo ostenta – fazem parte de uma lei, a de diretrizes orçamentárias, o que significa terem sido elaboradas e propostas pelo Poder Executivo Federal, apreciadas e aprovadas pelo Congresso Nacional e, finalmente, passado pelo crivo e sanção presidencial. Uma possível explicação para essa discrepância é que a estimativa da LDO baseia-se no critério caixa, e não de competência. Como os títulos indexados à Selic têm, frequentemente, prazos de maturação superior a um ano e só pagam juros no vencimento, não há desembolso efetivo de pagamento de juros antes de sua maturação e, portanto, não são considerados pela LDO.

MEDIDAS PARA REDUZIR OS JUROS BÁSICOS

Polêmicas à parte sobre o que determina, ou melhor, o que impede uma queda mais forte e sustentada da taxa básica de juros, bem assim de qual o seu real impacto sobre as contas públicas, há uma tendência a apontar que o equilíbrio macroeconômico constitui pré-condição para que a SELIC finalmente caia e permaneça num patamar baixo, semelhante ao das outras economias emergentes.

Evidências empíricas apontam que reduções da volatilidade do câmbio (*proxy* para estabilidade macroeconômica) e da SELIC (outra *proxy* de estabilidade, além de estar relacionada com endividamento do governo) contribuem para reduzir o *spread*. Trata-se de um resultado esperado, pois os mesmos motivos que permitiriam uma taxa SELIC mais baixa – maior geração de poupança, menor inflação, maior previsibilidade da economia – também permitiriam que bancos cobrassem *spreads* mais baixos, tendo em vista a redução do nível de risco agregado da economia.

O Brasil dispõe hoje de espaço privilegiado para reduzir juros, o que o torna dos poucos países que podem usar a política monetária como instrumento de combate à recessão. Isto não significa que haja uma independência de causas e efeitos com a política fiscal. É notória a ansiedade por criar um espaço fiscal ao diminuir a despesa com o serviço da dívida pública decorrente da queda da SELIC. Porém, não há dúvida de que para se viabilizar uma redução mais acentuada dessa taxa e, principalmente, para mantê-la num patamar reduzido por longo prazo, constitui pré-requisito assegurar um mínimo de equilíbrio fiscal no País.

Isto significa que, no curto prazo, é recomendado que o governo federal adote medidas que visem a conter a expansão de seus gastos primários, desde a adoção de um contingenciamento preventivo do custeio em geral até a retomada do projeto de lei que

¹⁶ A economia projetada pela LDO equivale a algo como R\$ 1,5 bilhão para cada 1% de queda na SELIC (0,047% x R\$ 3 trilhões). Em declarações a imprensa, o Secretário do Tesouro chegou a falar em uma economia anual de aproximadamente R\$ 8 bilhões para cada ponto de queda na taxa SELIC. Afinal, numa conta mais simplória, menciona-se que, se o estoque de títulos indexados à SELIC estão na casa de R\$ 800 bi, uma queda de 1% significaria uma economia de R\$ 8 bilhões, numa apuração direta. Porém, é preciso considerar hipóteses sobre a queda da arrecadação do IR e o ajuste dos juros nos títulos indexados por índices de preços, TR, etc. De qualquer forma, a diferença é muito grande entre projeções e discursos e as estimativas imputadas na LDO para 2010.

limita a expansão dos gastos com pessoal. Esta última foi uma iniciativa do Executivo Federal, justamente no lançamento do Plano de Aceleração ao Crescimento (PAC), o que deixava claro que a moderação na expansão da folha salarial do funcionalismo seria um requisito para maiores investimentos fixos, em particular na infraestrutura; sem aquela lei, a realidade está revelando uma situação inversa à desejada pelos mentores daquele plano tão necessário ao País. Complementarmente, caberia adotar uma agenda de reformas institucionais para se perseguir a sustentabilidade fiscal no longo prazo.

Quanto aos aspectos específicos relativos à indexação, antes comentados, uma sugestão seria avaliar como conciliar o livre mercado com uma revisão de contratos na tentativa de alterar indexações, associando-as ao IPCA e dissociando-as do IGP. Isto significaria debater os contratos das agências reguladoras e de aluguel, na busca de harmonizar esses contratos com o objetivo de evitar a propagação dos choques adversos externos sobre os índices de preços.

EVOLUÇÃO E DETERMINANTES DO *SPREAD*¹⁷

INTRODUÇÃO

O *spread* bancário no Brasil é das matérias mais complexas e polêmicas. Esse grau elevado de polêmica que a matéria encerra já era presente bem antes de estourar a crise financeira global e a recessão no País. O *spread*, que já era um problema estrutural, se elevou e tornou mais premente a busca de soluções para que seja reduzido a níveis ditos civilizados, ou seja, semelhante ao de outras economias emergentes. Portanto, o *spread* é alvo de muita controvérsia e visto como um dos principais obstáculos à expansão do crédito e ao aprofundamento do sistema financeiro, bem como fator limitador do desenvolvimento do país. Há muita discussão sobre como medi-lo e, principalmente, como reduzi-lo, mas, concretamente, os resultados até aqui foram tímidos – para não dizer pífios.

A evolução do *spread* bancário no Brasil, assim como os seus determinantes, é o objetivo desta análise. Ele é definido como a diferença entre a taxa de juros cobrada pelas instituições financeiras e o custo *financeiro* de captação dos recursos.

A opção de concentrar a análise no *spread*, em detrimento da taxa SELIC, pode ser justificada pelo interesse em entender melhor o funcionamento do sistema financeiro brasileiro, quais suas potencialidades e que fatores viriam impedindo uma atuação mais eficiente da intermediação. Já a taxa SELIC, ainda que afete o sistema financeiro e a sociedade em geral, deve ser entendida como um instrumento de política monetária, que é fixada, no regime monetário vigente, com o objetivo de garantir que a inflação se situe dentro de um intervalo pré-estabelecido.

Segundo a literatura sobre *spread* bancário, há duas formas de calcular o *spread* bancário: através de informações *ex-ante*¹⁸, usando as taxas (preços) estabelecidas pelos bancos, ou através de dados *ex-post*¹⁹, usando o resultado (contábil) efetivamente apurado pelo banco.

Aspectos metodológicos da apuração do *spread* serão discutidos detidamente a seguir, mas se antecipa que, qualquer que seja a opção para o cálculo do *spread* bancário,

¹⁷ Estiveram à frente da elaboração desta seção Paulo Springer de Freitas e Marcos Köhler.

¹⁸ “*Spread* bancário *ex-ante* (Sa) é mensurado a partir das decisões de precificação dos bancos em relação às taxas de captação e de empréstimos, anteriores à realização de seu resultado. Esta medida reflete as diversas expectativas dos bancos em relação à demanda, inadimplência, concorrência, entre outras.” Ver Souza, R. M. L. de. *Estatutura e determinantes do spread bancário no Brasil: uma resenha comparativa da literatura empírica*. Tese de Mestrado, UERJ, 2006.

¹⁹ *Spread* bancário *ex-post*: “... é a mensuração do resultado da intermediação financeira realizada pelos bancos, de acordo com as receitas efetivamente geradas pelas operações de crédito e com custo efetivo de captação dos recursos, ambos possivelmente relacionados com as taxas estabelecidas *ex-ante*.” (Souza, op. cit., 2006).

haverá limitações. Elas são ditadas pelas restrições quanto à disponibilidade de dados, à abrangência da amostra selecionada, à escolha das taxas de empréstimos²⁰ ou de captação²¹ e às medidas para cálculo do *spread* bancário, sem contar a própria forma de classificação das receitas²² e despesas de intermediação financeira.

Souza (2006)²³ fez uma resenha comparativa da literatura empírica sobre a estrutura e determinantes do *spread* bancário no Brasil. Quanto aos determinantes do *spread* bancário, calculados como *ex-ante* e não invalidados pelos resultados do *spread ex-post*, temos as seguintes evidências gerais:

- i) A taxa SELIC possui relação positiva com o *spread ex-ante*, ou seja, os bancos elevam as margens cobradas nas taxas de empréstimos quando há aumento da taxa básica de juros;
- ii) O risco também apresenta relação positiva com o *spread ex-ante*, ou seja, quanto maior o risco, maior o *spread*;
- iii) O custo administrativo também possui relação positiva com o *spread ex-ante*;
- iv) Os impostos indiretos também apresentam relação positiva com o *spread ex-ante*, ou seja, os bancos repassam (em alguma medida) o aumento de impostos para os tomadores de empréstimo;
- v) Relação positiva entre receita de serviços e *spread ex-ante*, o que contraria a hipótese de que aumento da cobrança de tarifas permitiria a redução do *spread* bancário;
- vi) Não há evidências conclusivas sobre o exercício de poder dos bancos na determinação do *spread* bancário;
- vii) Depósitos compulsórios e liquidez do banco têm relação positiva com o *spread ex-ante*.

Dos estudos sobre a estrutura do *spread* bancário, destacam-se os estudos feitos pelo BACEN desde 1999 e os estudos feitos pela FIPECAFI, a pedido da FEBRABAN. A própria metodologia de cálculo da estrutura do *spread* bancário feito ao longo dos anos de 1999 a 2007 pelo BACEN não permite uma análise da evolução dos componentes do *spread* bancário durante todo este período, pois houve avanços metodológicos, seja em função da melhoria das informações disponíveis ou aperfeiçoamento do cálculo de variáveis importantes do modelo (apuração da inadimplência, por exemplo).

De forma geral, os estudos *ex-ante* e *ex-post* da estrutura do *spread* bancário apresentam os mesmos fatores explicativos, embora a ordem de importância de cada item

²⁰ Taxas de empréstimos agregadas, ainda que por modalidade de operação de crédito, não captam a diferenciação de classificação de risco do tomador ou o prazo.

²¹ A escolha da referência para a taxa de captação também pode ser arbitrária ao optar-se pela taxa paga sobre depósitos ou a taxa praticada pelo mercado monetário ou a taxa de remuneração dos títulos públicos.

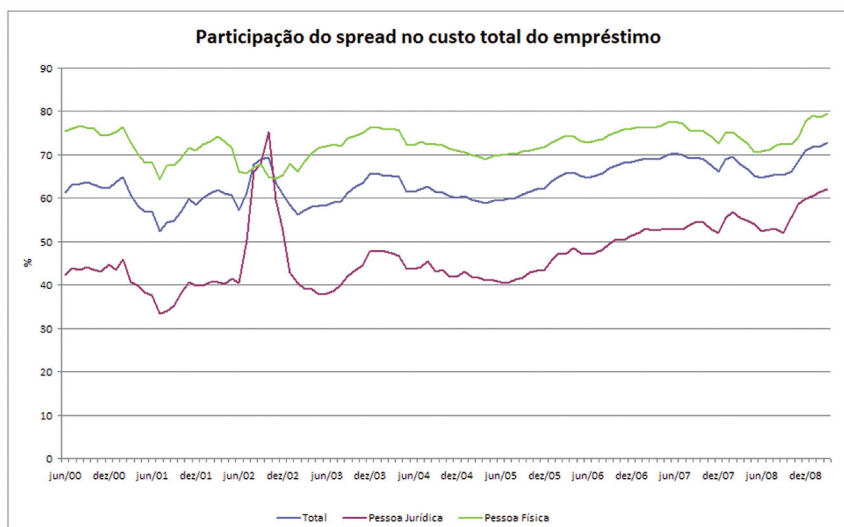
²² Alguns estudos sobre *spread* bancário, por exemplo, excluem as receitas de intermediação financeira do cálculo do *spread* bancário, em função das dificuldades de sua mensuração, o que pode gerar um viés para baixo na apuração do resultado.

²³ Ver Souza (op. cit., 2006).

possa variar. Os principais determinantes do *spread* são as despesas operacionais, a provisão para inadimplência e margem líquida. Estes dois tipos de estudos também sugerem que existe uma diferenciação do *spread* bancário por tomador, sendo que o segmento para pessoa física apresenta maiores taxas por operação em comparação ao segmento para pessoa jurídica.

BREVE HISTÓRICO

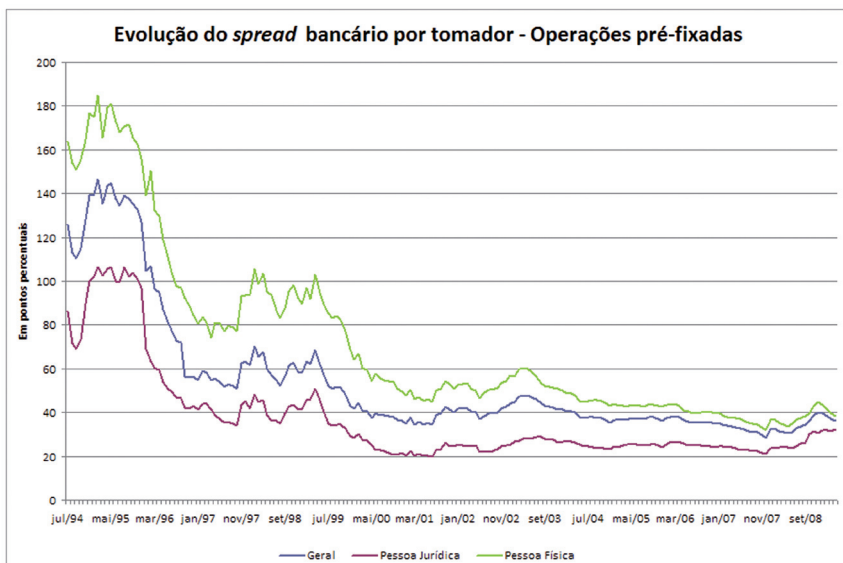
Introduzido o tema e apresentada breve resenha bibliográfica, vale analisar a evolução mais recente do *spread* no Brasil. Desde já, alerta-se que ele representou mais da metade do custo total do empréstimo – conforme ilustrado pelo gráfico seguinte. Mesmo para pessoas jurídicas, segmento no qual a participação do *spread* é menor, a participação vem superando os 50% desde o final de 2006. Portanto, o *spread* é o componente mais importante do custo dos empréstimos.



Em decorrência da instabilidade macroeconômica que caracterizou a economia brasileira até a edição do Plano Real, é muito difícil encontrar séries confiáveis sobre *spreads* bancários para o período pré-1994. A série mais longa que o Banco Central do Brasil (BACEN) coloca à disposição se inicia em julho de 1994, mas contém informações somente para pessoas físicas e para operações pré-fixadas para pessoas jurídicas. O gráfico da página seguinte apresenta essas séries.

Evolução do *spread* por tipo de tomador

Pode-se observar que houve redução substancial do *spread* entre 1994 e 2000. Logo após a implementação do Plano Real, a sociedade ainda aceitava se financiar a taxas muito elevadas, esperando que um súbito retorno da inflação levasse os juros reais



para valores negativos. Do lado dos bancos, era necessário impor taxas de juros elevadas para fazer frente a eventuais perdas decorrentes de um recrudescimento do processo inflacionário.

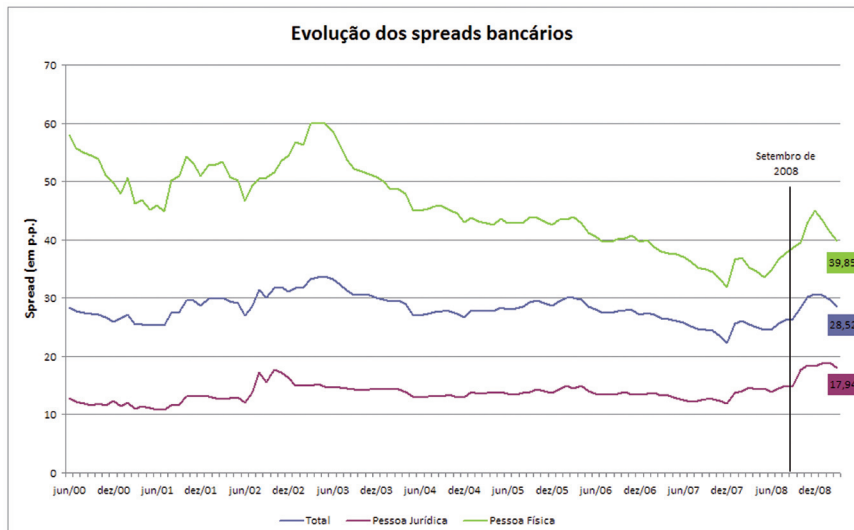
À medida que o Plano Real ganhava credibilidade, e a expectativa de inflação declinava, foi possível reduzir os juros e o *spread*, processo que se intensificou até 1997, quando, com a eclosão da crise da Ásia, houve aumento da incerteza, e os juros voltaram a subir.

Após sucessivas crises, como a da Rússia e a que levou à mudança do regime monetário no Brasil, em janeiro de 1999, o *spread* voltou a entrar em trajetória de queda, coincidindo com o maior ambiente de estabilidade macroeconômica que começou a se delinear naquele período, em virtude de um maior compromisso do governo com a sustentabilidade das contas públicas e da introdução e consolidação do regime de metas para a inflação.

Desde 2000, o *spread* tem também acompanhado o desempenho macroeconômico da economia, embora seja muito claro, em primeiro lugar, que o nível e a volatilidade do *spread* têm sido bem menores nesta década do que no período anterior; e, em segundo lugar, que, a despeito da forte redução do *spread*, ele ainda se encontra em um patamar bastante elevado.²⁴

²⁴ Não há consenso que o *spread* brasileiro seja alto. Apesar de, na média, ser muito superior ao verificado em outros países, há fortes críticas direcionadas aos estudos que procuram fazer comparações internacionais. Alguns deixam de levar em consideração que o nível de garantias exigidas pode ser diferente entre os países. Outros estudos ignoram o acesso ao crédito, de forma que ele pode ser barato, mas disponível somente para pequena parcela da população. Ainda assim, a maioria das comparações internacionais é desfavorável ao Brasil.

O próximo gráfico detalha a evolução do *spread* bancário no Brasil a partir de 2000, estratificando por pessoa física e jurídica.



O *spread* apresentado no último gráfico corresponde ao do segmento *livre* referenciado. A qualificação *livre* refere-se às modalidades de crédito nas quais o custo financeiro é livremente pactuado entre bancos e tomadores. Dessa forma, o crédito livre se contrapõe ao crédito direcionado, caracterizado por aquelas modalidades em que a taxa máxima ao tomador é estipulada por alguma autoridade reguladora. Como exemplos de crédito direcionado citam-se os repasses do BNDES, o crédito rural e o financiamento imobiliário. Já o termo *referenciado* refere-se àquelas modalidades de crédito livre contempladas na Circular nº 2.957, de 1999, do BACEN. Essa circular obrigou os bancos a informarem os valores e taxas de juros cobradas nas operações de crédito de algumas modalidades – aquelas mais relevantes, na ocasião. Entre as modalidades que atualmente são importantes, mas que foram excluídas da referida Circular, destacam-se cartão de crédito e *leasing* de veículos²⁵.

O *spread* cobrado de pessoas físicas é maior do que o de pessoas jurídicas, como evidenciado no gráfico anterior. Isso pode ser explicado por três fatores. Em primeiro lugar, o custo por real emprestado tende a ser maior para pessoas físicas, como usualmente ocorre quando se comparam operações no varejo com operações no atacado. Em segundo lugar, a taxa de inadimplência é menor para pessoas jurídicas do que para pessoas físicas. Por fim, o mercado para financiamento para pessoas jurídicas é mais concorrencial. Entre outros motivos porque as empresas, principalmente de

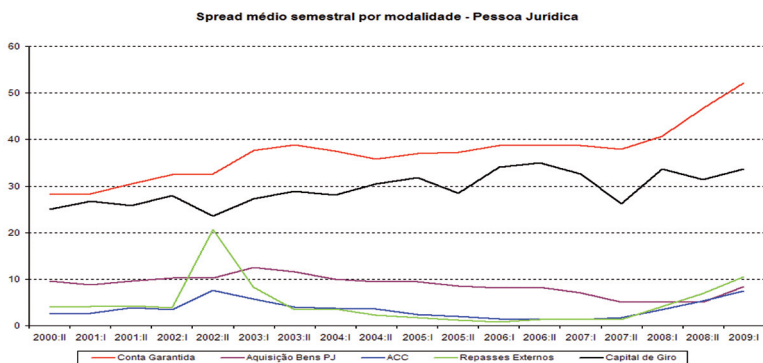
²⁵ No Relatório de Inflação de março de 2009, o BACEN apresentou uma estimativa para o *spread* médio desde 2003, incorporando, no segmento livre, as modalidades cartão de crédito, *leasing* de veículos e empréstimos de cooperativas; e, no segmento direcionado, as modalidades repasses do BNDES, financiamento habitacional e crédito rural.

maior porte, possuem conta-corrente em vários bancos, o que implica, por um lado, que há mais instituições financeiras que conhecem o seu histórico e, por outro, que o custo para a firma pesquisar taxas é mais baixo.

Em termos de evolução, entre o início de 2003 e o final de 2007, houve uma queda significativa, de quase 30 pontos percentuais, do *spread* cobrado nas operações com pessoas físicas – mais uma vez, como ilustrado pelo último gráfico. Enquanto isso, o *spread* cobrado de pessoas jurídicas ficou praticamente estável.

É interessante observar que esse mesmo período foi caracterizado por uma série de mudanças no cenário macroeconômico que, de acordo com a literatura, contribuiriam para a queda no *spread*: a economia entrou em trajetória de crescimento, a taxa SELIC caiu e houve melhora das contas públicas. Houve também uma série de avanços institucionais, no sentido de dar maior garantia aos credores. Por exemplo, a aprovação do novo regime falimentar (Lei nº 11.101, de 2005); a ampliação da alienação fiduciária; a possibilidade de penhora eletrônica (BACENJud); a implementação do novo Sistema de Pagamentos Brasileiro, a introdução do patrimônio de afetação e a melhoria do grau de garantia da Cédula de Crédito Bancário.

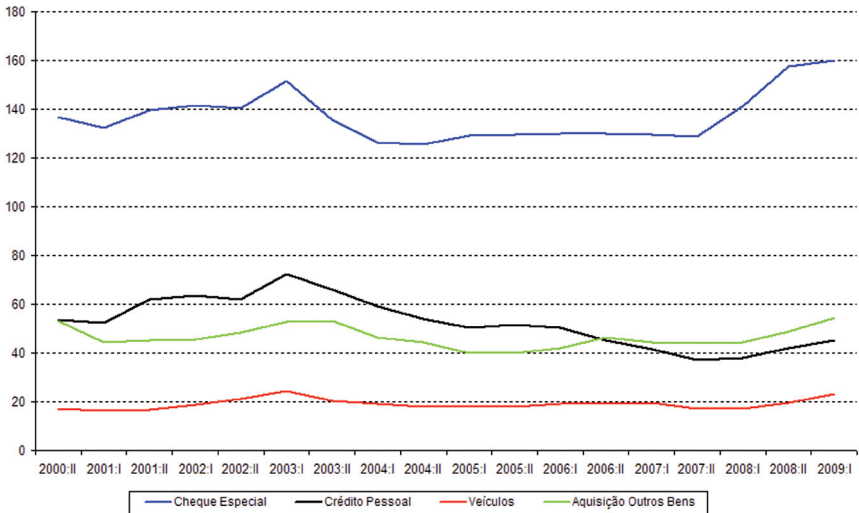
Quando se observa o comportamento por modalidade de crédito, entretanto, se constata nos gráficos a seguir que o *spread* caiu de forma significativa somente para a aquisição de bens para pessoas jurídicas e para o crédito pessoal. Isso porque, no período, no caso do crédito pessoal, instituiu-se o crédito consignado, que, ao permitir o desconto em folha das prestações do financiamento, aumentou substancialmente a probabilidade de o empréstimo concedido ser efetivamente pago.



O Bacen divulga o *spread* somente para o agregado da categoria crédito pessoal, sem discriminar as operações consignadas das demais. Tendo em vista o comportamento das demais séries, é provável que o *spread* para as demais operações de crédito pessoal não tenham se alterado substancialmente no período.

O *spread* agregado é calculado pela soma dos *spreads* de cada modalidade, ponderados pelo respectivo volume de financiamento. Não há uma forma única de se calcular essa

Spread médio semestral por modalidade, PF



ponderação. O BACEN calcula o *spread* agregado em um mês t utilizando o *spread* da modalidade naquele mês t , mas ponderando pelo seu saldo de empréstimos. O problema dessa ponderação é que o saldo de empréstimos inclui todo o estoque de financiamentos ainda não quitados, a maioria dos quais foi pactuado no passado, em condições diferentes daquela prevalecente no mês t . Uma alternativa seria ponderar cada modalidade de financiamento pelo volume de concessões naquele mês t . Essa metodologia forneceria uma ideia melhor do custo do crédito concedido naquele mês. Entretanto, não incorpora os diferentes prazos das operações²⁶.

Tendo em vista as considerações acima, foram feitas algumas simulações procurando quantificar o quanto da queda do *spread* ocorrida entre 2003 e 2007 se deve somente a uma realocação da carteira de crédito, com aumento do peso das modalidades mais baratas; e quanto se deve a uma queda do *spread* intra-modalidade²⁷. Para tanto, criou-

²⁶ Um exemplo para entender melhor o problema. Um banco concede um empréstimo de R\$ 10 mil na modalidade crédito pessoal em janeiro, para ser pago em dezembro. Ao longo do ano, o banco também empresta a mesma quantia na modalidade cheque especial, que é renovada continuamente até dezembro. Supondo que a taxa de juros fosse a mesma, pelo critério do BACEN, cada modalidade representaria 50% do crédito total em cada mês. Já se o cálculo fosse baseado somente nas novas concessões, o crédito pessoal teria participação de 50% em janeiro, e de 0% nos demais meses, enquanto que o cheque especial teria também 50% de participação em janeiro, e 100% no restante do ano.

²⁷ Para entender melhor o exercício, pode-se pensar em duas situações extremas. Suponha uma economia em que há somente duas modalidades de crédito. No início do período, a modalidade A apresenta *spread* de 20 p.p., e modalidade B, de 10 p.p, sendo que cada modalidade representa 50% do crédito, o que implica que o *spread* médio dessa economia é de 15 p.p. Suponha que, no Cenário 1, ao final do ano, o *spread* em cada modalidade tenha caído 50%, e que elas continuem representando 50% do crédito cada uma. Nesse caso, o *spread* cairia para 7,5 p.p. e seria integralmente explicado por uma queda de *spread* intra-modalidade. Já no Cenário 2, suponha que não haja mais empréstimos na modalidade A, e que a modalidade B continua

se uma economia artificial, em que o peso de cada modalidade ficasse constante ao longo do tempo. Estimou-se então a variação do *spread* para essa economia. Quanto maior essa variação, comparativamente à queda efetivamente observada, maior a importância da redução do *spread* intra-modalidade. Simetricamente, quanto menor for a queda do *spread* na economia artificial, mais importante foi o efeito da recomposição da carteira na explicação da evolução do *spread*.

Pode-se argumentar que esse exercício é pouco relevante, tendo em vista que o que interessa para a economia é que o *spread* caiu naquele período, independentemente das causas. Ocorre que, para propor políticas, é importante entender as causas subjacentes à variação do *spread* em cada modalidade. Do ponto de vista metodológico, o impacto devido à recomposição de carteiras pode levar a conclusões equivocadas em trabalhos que tentam quantificar a importância de um conjunto de variáveis explicativas (como grau de inadimplência, taxa SELIC, entre outros) sobre o *spread*, quando este é considerado de forma agregada.

A tabela a seguir mostra os resultados dos exercícios de simulação para a variação do *spread* em dois períodos, do primeiro semestre de 2003 ao primeiro semestre de 2004 e do primeiro semestre de 2004 ao segundo semestre de 2007, e considerando as duas formas de ponderar cada modalidade de crédito; o critério utilizado pelo BACEN e o critério que considera somente os novos financiamentos.

Poder explicativo da queda do *spread* intra-modalidade para a queda geral do *spread*

Período	Pessoa Física		Pessoa Jurídica		Total	
	Critério Novos Financiamentos	Critério Banco Central	Critério Novos Financiamentos	Critério Banco Central	Critério Novos Financiamentos	Critério Banco Central
2003:I a 2004:I	79	92	78	141	84	121
2004:I a 2007:II	12	63	65	128	23	95

No primeiro período, quando a economia brasileira passou de uma fase de muita turbulência para entrar em uma rota de crescimento sustentado, a redução do *spread* foi generalizada; em torno de 80% da redução se deu em função de queda das taxas intra-modalidade, de acordo com o critério de novos financiamentos. Pelo critério do Banco Central, o poder explicativo da redução intra-modalidade foi ainda maior, superando 100%, o que indica que, no período, houve realocação das carteiras no sentido de aumentar a participação de modalidades cujos *spreads* são mais altos. Já o período seguinte, entre 2004 e 2007, foi caracterizado por crescimento e maior estabilidade, mas não houve uma alteração qualitativa na conjuntura macroeconômica tão proeminente como a que se verificou ao longo de 2003. Nessa segunda fase, observa-se que o fator realocação ganhou importância. Quando se considera os resultados na margem, isto é, de acordo com as novas concessões, o papel do redirecionamento do crédito para modalidades

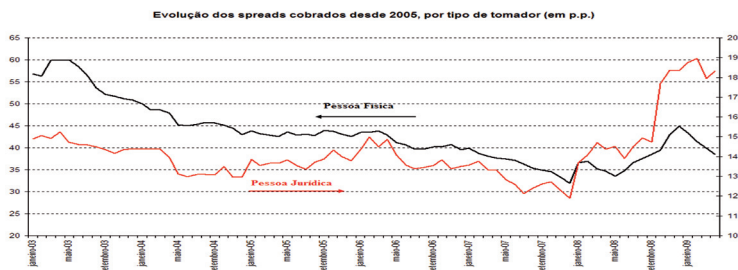
apresentando *spread* de 10 p.p. Nesse caso, o *spread* da economia cairia para 10 p.p., mas a causa teria sido somente uma realocação da carteira, sem alteração dos *spreads* intra-modalidade.

mais baratas torna-se preponderante, respondendo por quase 90% da variação do spread nas operações para pessoas físicas. Destacam-se aqui o forte aumento das operações de crédito pessoal, que incluem créditos consignados, que passou de 6,7% para 9,4%, e financiamentos de veículos, que passaram de 3,8% para 5,5% das novas concessões.

Voltando aos gráficos que mostraram a evolução do *spread*, observa-se que eles voltaram a subir ao longo de 2008, bem antes de irromper a crise financeira global e a recessão no Brasil. Até o terceiro trimestre, esse movimento se deu em função do aquecimento da economia e do conseqüente aumento da demanda por crédito. Já no quarto trimestre, a tendência de alta dos *spreads* se intensificou, mas, dessa vez, pelo motivo oposto, qual seja, a crise financeira internacional, que fez com que a oferta de crédito caísse mais rapidamente que a demanda e provocou um aumento da inadimplência, ocorrida e esperada.

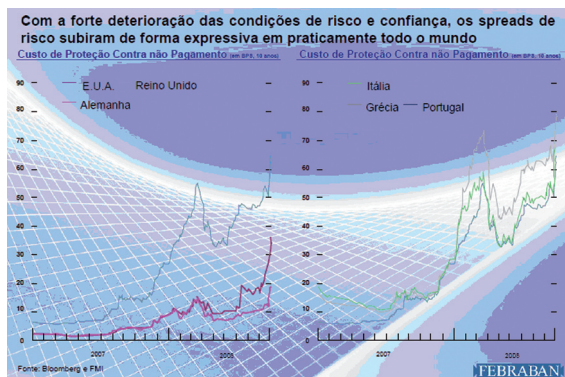
Os *spreads* voltaram a cair no primeiro trimestre de 2009, embora ainda se situem acima dos valores pré-crise. Ainda é cedo para avaliar as causas dessa redução, prováveis candidatos são a redução da taxa SELIC e uma melhora das expectativas para a economia, com perspectivas de retomada do crescimento a partir do segundo semestre.

De qualquer forma, importa reproduzir a seguir gráfico com as últimas estatísticas sobre a evolução do *spread* focado nas operações com recursos livres, e concentrado na evolução da série a partir de 2003. Na crise, os *spreads* da pessoa jurídica e da pessoa física tiveram comportamento bastante diferenciado. O *spread* da pessoa física já recuou para os níveis do início de 2007, mas em nível ainda muito elevado (37,8%); enquanto o *spread* da pessoa jurídica se mantém nos altos patamares verificados nos piores momentos da crise, em torno de 18,5%, o mais alto desde 2003. Esse resultado é mais surpreendente quando se leva em consideração que houve um aumento na participação das grandes empresas – em princípio, com menor probabilidade de inadimplência – no crédito doméstico. Uma possível explicação é que, por algum motivo (talvez especialização dos bancos em determinados nichos de mercado), os mercados de crédito são relativamente segmentados, e a oferta de crédito para pessoas físicas tenha declinado menos do que para pessoas jurídicas.



Em Audiência Pública na CACFE, o Sr. Fábio Coletti Barbosa, Presidente da Federação Brasileira de Bancos, defendeu a tese de que a tendência do *spread* era declinante, só

interrompida pela crise financeira global, quando subiram também as taxas no resto do mundo, conforme o gráfico a seguir:



FATORES DETERMINANTES

No Brasil, o Banco Central adota a forma de avaliar os fatores determinantes do *spread* a partir de uma decomposição contábil.

É um exercício importante porque permite avaliar, *ex-post*, como é formado o *spread*. Mas, por não incorporar a reação dos agentes econômicos a alterações das variáveis, não permite fazer inferências. Por exemplo, suponha que a decomposição indique que 10% do *spread* corresponde ao custo da tributação direta e indireta. Isso não significa que, se a carga tributária for eliminada, o *spread* irá se reduzir em 10%. O quanto da redução de impostos será repassado para o tomador depende das elasticidades de oferta e demanda. Não se pode descartar, por exemplo, a hipótese de que uma redução da carga tributária tenha efeito nulo sobre o *spread*.

Adicionalmente, a decomposição não permite que se permita quantificar o impacto de outras variáveis sobre o *spread*. Por exemplo, na discussão da seção anterior, foi visto que o *spread* está fortemente correlacionado com a conjuntura macroeconômica, aumentando em períodos de incerteza.

Há evidências empíricas mostrando que o *spread* é positivamente correlacionado com a volatilidade da taxa de câmbio, que serve como *proxy* para o estado de incerteza da economia. Para conhecer esse impacto, é necessário fazer uso de algum método econométrico que quantifique a relação entre as variáveis explicativas e o *spread*.

Como ambas as metodologias são úteis, serão igualmente aqui analisadas. Primeiro, será apresentada a decomposição feita pelo BACEN. Depois, serão resumidas as conclusões de alguns trabalhos que tentaram estimar o impacto de variáveis macro e microeconômicas sobre o *spread*.

Decomposição Contábil (BACEN)

O BACEN decompõe o *spread* em cinco componentes:

- i) custo administrativo: refere-se aos custos com os insumos utilizados pela indústria bancária: capital físico, trabalho, recursos operacionais e depósitos. Observe que a apropriação desses custos não é algo trivial. Os bancos oferecem diferentes serviços, e a forma como os custos são alocados para cada atividade influenciará na decomposição do *spread*;
- ii) inadimplência: equivale a 20% das provisões para devedores duvidosos, calculadas de acordo com as regras de provisionamento estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional. Observe-se que esta mensuração mede a inadimplência ocorrida. Já para os bancos, o que interessa é a inadimplência esperada. Dessa forma, em períodos em que se espera um aumento futuro da inadimplência, mas ainda não concretizado, os bancos tendem a aumentar o *spread*, e a decomposição, incorretamente, apontaria que houve queda na participação da inadimplência no *spread*, e consequente aumento da participação do resíduo;
- iii) custo do compulsório: de acordo com o Banco Central, corresponde ao custo de oportunidade que os bancos incorrem em deixar parte dos depósitos à vista e a prazo depositados no BACEN, com rendimento inferior ao que obteriam caso pudessem emprestar os recursos. É verdade que quanto maior o compulsório, maior deve ser o *spread*, pois, tudo o mais constante, alíquotas mais elevadas de compulsório implicam menor oferta de crédito. Mas o impacto do compulsório sobre o *spread* não deveria ser medido dessa forma, uma vez que não existe esse alegado custo de oportunidade. A ideia de custo de oportunidade está associada a aplicações alternativas do capital, o que não se verifica nesse caso. Além disso, por se tratar de um conceito econômico, e não contábil, não deveria ser item da decomposição apresentada;
- iv) tributos e taxas: incluem tantos impostos indiretos como o Imposto de Renda e a Contribuição Social sobre o Lucro Líquido;
- v) resíduo: corresponde à diferença entre o *spread* total e a soma dos quatro componentes anteriores. Pode ser utilizado como indicador da margem auferida pelo banco, embora inclua outros fatores, como erros de mensuração e, argumenta-se, subsídios cruzados, decorrentes da limitação de juros imposta nos empréstimos com recursos direcionados (como crédito rural e repasses do BNDES).

A interpretação do resíduo merece dois comentários. O primeiro é que a margem representa, grosso modo, a soma de três fatores: lucro competitivo, ou seja, a remuneração que os bancos teriam caso atuassem em regime de concorrência perfeita; a renda econômica, decorrente do poder de mercado da instituição; e um prêmio pelo risco incorrido, tanto pelo descasamento de prazos entre ativos e passivos (usualmente os empréstimos de um banco tem prazo maior do que os depósitos) como pela probabilidade de não receber de volta o montante emprestado. Não foi encontrada literatura que quantificasse esses três componentes da remuneração.

O segundo comentário refere-se ao subsídio cruzado. Representantes do Banco do Brasil e da FEBRABAN afirmaram em Audiências Públicas no Senado que operações com crédito direcionado (em especial o crédito imobiliário, o mais importante deles) não são deficitárias. Trata-se, aliás, de um resultado esperado, tendo em vista

que os bancos não são obrigados a oferecer modalidades direcionadas. Se o fazem é porque, provavelmente, são lucrativas. Independentemente de serem lucrativas ou não, o subsídio cruzado só apareceria se os bancos fossem obrigados a oferecer a modalidade direcionada, o que não se verifica²⁸.

As tabelas abaixo, extraídas do Relatório de Economia Bancária e Crédito de 2007, do BACEN,²⁹ apresentam a decomposição do *spread*. Na primeira tabela, os números aparecem como participação percentual do total. Na segunda tabela, os valores estão expressos em pontos percentuais.

Decomposição do *Spread* Bancário – Proporção (%)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
1 - Spread total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2 - Custo Administrativo	13,2	15,0	11,8	14,2	15,5	12,4	13,5
3 - Inadimplência	32,4	32,2	32,0	34,7	36,1	38,3	37,4
4 - Custo do Compulsório	5,3	15,1	4,8	6,5	5,0	3,4	3,6
Depósitos a Vista	5,0	9,6	5,6	6,3	5,1	3,5	3,5
Depósitos a Prazo	0,3	5,5	-0,8	0,2	-0,1	-0,1	0,1
5 - Tributos e Taxas	6,9	7,8	7,1	7,6	8,1	7,7	8,1
Impostos Indiretos	6,7	7,4	6,9	7,4	7,9	7,4	7,8
Custo do FGC	0,3	0,4	0,2	0,2	0,3	0,2	0,3
6 - Resíduo Bruto (1-2-3-4-5)	42,2	29,9	44,4	37,1	35,4	38,2	37,5
7 - Impostos Diretos	14,1	11,5	13,4	11,0	9,9	10,1	10,5
8 - Resíduo Líquido (6-7)	28,1	18,4	31,0	26,1	25,4	28,2	26,9

Fonte: BACEN

Decomposição do *Spread* Bancário – pontos percentuais

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
1 - Spread total	40,0	42,5	41,5	35,6	36,4	34,8	28,4
2 - Custo Administrativo	5,3	6,4	4,9	5,0	5,6	4,3	3,8
3 - Inadimplência	12,9	13,7	13,3	12,3	13,1	13,3	10,6
4 - Custo do Compulsório	2,1	6,4	2,0	2,3	1,8	1,2	1,0
Depósitos a Vista	2,0	4,1	2,3	2,2	1,8	1,2	1,0
Depósitos a Prazo	0,1	2,3	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0
5 - Tributos e Taxas	2,8	3,3	2,9	2,7	3,0	2,7	2,3
Impostos Indiretos	2,7	3,1	2,8	2,6	2,9	2,6	2,2

²⁸ Existe a hipótese de os bancos utilizarem alguma modalidade direcionada, como a caderneta de poupança, para atrair clientes que realizam outras operações. Nesse caso, a baixa rentabilidade da poupança (ou mesmo um eventual prejuízo) seria compensada pelo ganho que os bancos teriam com os clientes que conseguiu atrair. Mesmo nessa situação não se pode falar em subsídio cruzado, do ponto de vista econômico, pois o crédito direcionado, nesse caso, corresponderia a uma despesa administrativa, assim como propagandas ou promoções de *marketing*.

²⁹ Ver: BACEN. *Relatório de economia bancária e crédito*. Brasília: BACEN, 2007.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Custo do FGC	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
6 - Resíduo Bruto (1-2-3-4-5)	16,9	12,7	18,4	13,2	12,9	13,3	10,6
7 - Impostos Diretos	5,6	4,9	5,6	3,9	3,6	3,5	3,0
8 - Resíduo Líquido (6-7)	11,2	7,8	12,9	9,3	9,3	9,8	7,7

Fonte: BACEN

Observa-se que, na média, a inadimplência e o resíduo bruto (isto é, a margem antes da dedução de impostos diretos) constituem os principais componentes do *spread*, respondendo, cada um, por 35% do total. Ao se descontar os impostos diretos do resíduo bruto é obtido o resíduo líquido, cuja participação no *spread* é da ordem de 25%. Em seguida aparecem os custos administrativos e os impostos diretos, com participações entre 10% e 15%, respectivamente.

Estimativas do *Spread*

Para tentar reduzir o *spread* deve-se buscar entender as causas. A decomposição feita pelo BACEN é útil, pois mostra, por exemplo, que é necessário tomar medidas que reduzam, por ordem de importância, a inadimplência, a margem líquida, os impostos e os custos administrativos.

Muito se argumenta que é necessário alterar o ambiente institucional do Brasil para melhorar a inadimplência. É verdade que a legislação, a morosidade da Justiça e mesmo um comportamento pró-devedor de juizes criam incentivos perversos, estimulando a inadimplência, o que encarece o crédito para todos os indivíduos, sejam bons ou maus pagadores.

É fato que diversas medidas para reduzir a inadimplência já foram tomadas. Por exemplo, aprovação do novo regime falimentar (Lei nº 11.101, de 2005); ampliação da alienação fiduciária; possibilidade de penhora eletrônica (BACENJud); implementação do novo Sistema de Pagamentos Brasileiro, introdução do patrimônio de afetação e melhoria do grau de garantia da Cédula de Crédito Bancário.

Outras medidas ainda poderiam ser consideradas, como a implementação do cadastro positivo cujo projeto de lei já foi aprovado pela Câmara e agora está sendo apreciado pelo Senado Federal.

Não se pode, entretanto, atribuir a inadimplência a fatores exclusivamente exógenos. A própria política de crédito dos bancos, a seleção dos clientes, a escolha das garantias, tudo isso afeta a probabilidade de inadimplência de um tomador de empréstimos. Ao contrário de sugestões referentes a alterações institucionais para facilitar a recuperação de crédito, que são abundantes, propostas para incentivar os bancos a formarem carteiras menos arriscadas são bem mais raras. Pode-se pensar em atuação direta do órgão regulador ou em incentivos financeiros, por exemplo, tributando mais suavemente bancos que estimem corretamente a inadimplência de sua carteira. Quaisquer intervenções nesse nível estão sujeitas a críticas, como o risco de se criar um sistema financeiro excessivamente conservador.

Estudos³⁰ mostram que o ambiente legal, o nível de risco da economia, a taxa de crescimento e a taxa básica de juros afetam o *spread*. Quanto pior for o ambiente legal, no sentido de menos garantir o direito de propriedade, maior deve ser o *spread*. Conforme já colocado, ambientes legais ruins estimulam a inadimplência, importante componente do *spread*, e também contribuem para aumentar o risco da economia, o que justifica um maior prêmio para os credores.

O nível de risco da economia, usualmente mensurado pela volatilidade de alguma variável macroeconômica, como taxa de câmbio, inflação ou crescimento do PIB, também justifica a cobrança de *spreads* mais elevados, como forma de compensação pelo risco. Basta imaginar uma situação em que um banco se depare com uma forte e inesperada elevação da taxa de juros, após ter pactuado um empréstimo. Essa variação na taxa de juros pode converter em prejuízo uma operação potencialmente lucrativa.

Economias que crescem mais rapidamente normalmente são menos voláteis, o que implica maior segurança. Adicionalmente, o crescimento econômico diminui a probabilidade de inadimplência e pode atrair capitais, o que, além de aumentar a oferta de empréstimos, pode gerar algum ganho de escala, com redução de custos. Por esses motivos, o crescimento econômico está associado a menores *spreads*.

A taxa básica está positivamente correlacionada com o *spread*, em primeiro lugar, porque reflete o estado de risco da economia. Além disso, quanto maior a taxa de juros, maior a rentabilidade necessária para um projeto ser viável. Como projetos mais rentáveis tendem a ser mais arriscados, taxas básicas maiores devem estar associadas à maior inadimplência. Pode-se conjecturar também que, como o sistema financeiro é não competitivo, a alta taxa de juros oferecida pelo governo poderia deixar os banqueiros mais relaxados, pouco interessados em investir recursos na oferta de crédito para o setor privado, encarecendo o seu preço.

Curiosamente, é mais difícil detectar o impacto da concentração do sistema financeiro sobre os *spreads*. Isso porque há forças atuando em sentidos opostos. Por um lado, a maior concentração implica maior oportunidade de abuso de poder econômico, e consequente aumento dos *spreads*. Por outro, se houver ganhos de escala significativos, o custo pode cair.

Ainda que seja relativamente fácil detectar relações qualitativas entre as variáveis, a determinação dos impactos quantitativos é mais controversa, uma vez que tais impactos podem ser muito sensíveis à especificação do modelo escolhido. Usualmente, para estimar esses impactos, é necessário ter dados desagregados no nível de bancos, o que, dada a dificuldade de obtê-los, faz com que haja poucos artigos sobre o tema.

Para o Brasil, Bignotto e Rodrigues (2006)³¹, com base em uma amostra de dados de 2001 a 2004, concluíram que uma redução de tributos teria impacto quase nulo

³⁰ Vide, entre outros estudos: ALENCAR, Leonardo S.; Daniel B. Leite; Sérgio G. Ferreira. *Spread* bancário: um estudo *cross-country*. In: BACEN. Relatório de economia bancária e crédito. 2007; GELOS, R. Gaston. *Banking spreads in latin america*. IMF Working Paper, n. 06, v. 44, 2006.

³¹ BIGNOTTO, Fernando; RODRIGUES, Eduardo Augusto S. Fatores de risco e o *spread* bancário no Brasil. Trabalhos para Discussão do BACEN nº 110, jul. 2006.

sobre o *spread*. Dependendo da especificação, o impacto oscilava de 0 a 0,5 ponto percentual. Observe-se que, na decomposição do BACEN, os impostos diretos e indiretos representavam entre 5 e 6 pontos. Dessa forma, o resultado obtido aponta na direção de que os bancos não repassariam integralmente uma eventual queda de impostos para as taxas de juros.³²

Gelos (2006)³³, utilizando uma amostra para o período 1999-2002 para toda a América Latina, encontra que cada 10 pontos percentuais de redução na alíquota do compulsório podem reduzir o *spread*³⁴ entre 0 e 1,3 ponto. Já cada ponto percentual a menos na tributação sobre lucros pode reduzir o *spread* entre 1,2 e 2,1 pontos.

AVALIAÇÃO METODOLÓGICA

As atenções aqui serão concentradas na qualidade das estimativas de composição do *spread* elaboradas pelo BACEN nos últimos anos, nos Relatórios chamados Juros e *Spread* Bancário no Brasil – de 1999 a 2003 – e Economia Bancária e Crédito – de 2004 em diante. Os resultados mais recentes são obtidos por metodologia definida em 2004. A metodologia, objeto da análise aqui empreendida, é aquela divulgada e explicitada em 2004.

A escolha do ano de 2004 como marco para avaliação da metodologia de decomposição do *spread* bancário feita pelo BACEN (que passaremos a chamar de *metodologia de 2004*) deve-se à justificativa apresentada no trabalho *A Decomposição do Spread Bancário no Brasil*, daquele mesmo ano. Ali se defendia que, naquela versão, teriam sido feitos os aprimoramentos necessários para que a metodologia passasse a ser considerada satisfatória e estável pela Instituição (p.17). Daquele ponto em diante, não houve qualquer modificação substantiva. Essa impressão foi corroborada por informações obtidas com técnicos do BACEN.

É preciso, neste ponto, alertar para um fator crítico. Os trabalhos de avaliação de composição do *spread* bancário publicados pelo BACEN não são sistematizados como documento oficial daquele órgão, mas como coleções de trabalhos de perfil acadêmico de autoria de funcionários da instituição. Desse modo, a metodologia de avaliação do *spread* feita pelo BACEN tem caráter semi-oficial, no sentido de que a publicação é executada e patrocinada pelo BACEN, mas os métodos adotados e as conclusões a que se chegam não são posições oficialmente assumidas pela instituição por meio de documentos tradicionalmente utilizados na Administração Pública, como circulares ou carta-circulares. Subsistem tão-somente como textos autorais de técnicos da Casa, ainda que acolhidos na sua rede de publicações. Talvez aquela Instituição devesse considerar formas de tornar oficiais os critérios de avaliação das variáveis que compõem o *spread* bancário, especialmente considerando o seu papel de autoridade reguladora do mercado financeiro.

³² Os autores também estimam o impacto de uma redução dos compulsórios e da taxa SELIC, mas não foi possível interpretar os resultados.

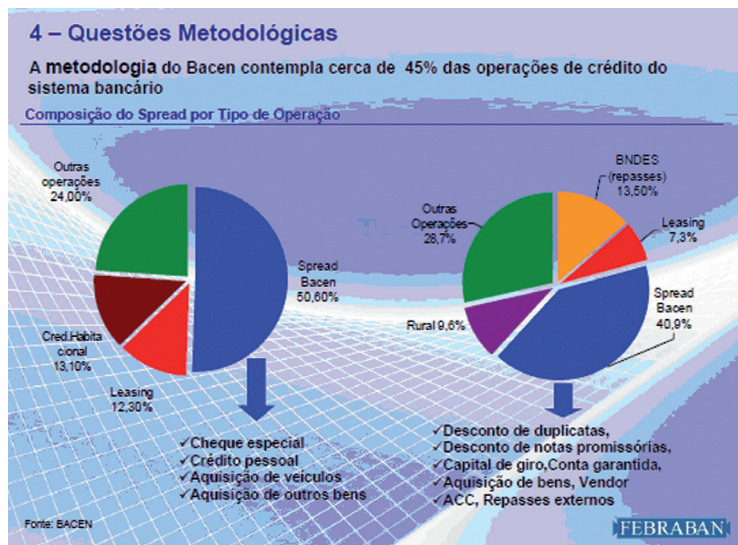
³³ GELOS, Gastón. *Banking spreads in latin america*. IMF Working Paper. n. 06, v. 44, 2006.

³⁴ O autor utiliza o conceito de margem de juros líquida, que corresponde à diferença entre receitas e despesas com juros, dividida pelo valor dos *interest bearing assets*.

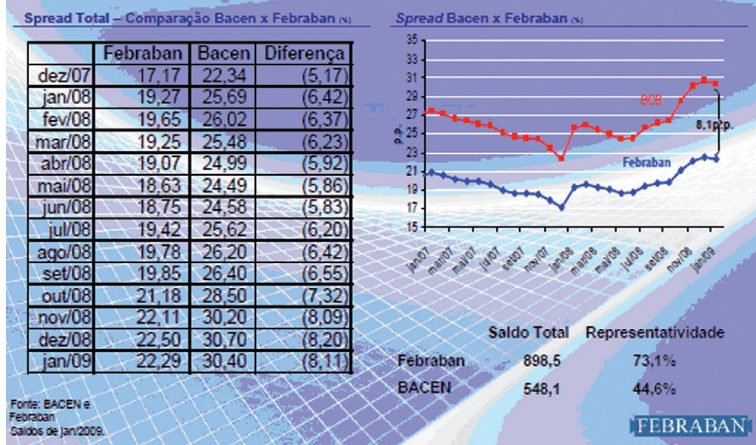
Um segundo alerta é que esta avaliação não se baseou em revisão dos dados primários utilizados pelo BACEN. Buscou-se apenas analisar a consistência dos resultados a partir das informações sobre os pressupostos adotados e os métodos utilizados no trabalho de mensuração e decomposição do *spread* feito pelo BACEN. Para tanto, foram considerados materiais contidos nas já citadas séries *Juros e Spread Bancário no Brasil* e *Economia Bancária e Crédito*. Dúvidas subsistentes à leitura foram discutidas e esclarecidas com técnicos do BACEN que trabalham diretamente com o tema.

Registre-se que o questionamento à metodologia oficial de apuração do *spread* também foi objeto da exposição à CACFE do Sr. Fabio Coletti Barbosa, Presidente da FEBRABAN, em 26/03/2009, quando criticou que contemplaria apenas 45% das operações de crédito do sistema bancário brasileiro, ilustrada na forma do *slide* a seguir. Alegou ainda que: “Apenas com a inclusão de operações de financiamento imobiliário, *leasing* e crédito direcionado, (chegando a 70,6% do total) o *spread* se reduz em aproximadamente 8 pontos percentuais. O *spread* divulgado pelo Bacen é bruto.” A citada instituição defendeu a aplicação de outra apuração que reduziria o *spread* total em janeiro de 2009 para 22,2%, com uma diferença de 8 pontos para o divulgado pelo Banco Central – conforme exposto no segundo *slide* seguinte.

A opção de considerar todas as operações ou somente o segmento livre depende do objetivo do estudo. Se o objetivo for conhecer o custo do crédito no Brasil, o mais correto é, de fato, utilizar a amostra completa, incluindo créditos direcionados. Já se a preocupação for de implementação de políticas, o mais apropriado seria se concentrar no crédito livre, uma vez que seria esse segmento que sofreria preponderantemente o impacto de medidas como desoneração fiscal, alteração nas condições de concorrência, etc.



4 – Questões Metodológicas



Fragilidades pontuais na metodologia de mensuração do *spread*

Uso da taxa de captação dos CDB como custo mínimo

O *spread* bancário é definido como a diferença entre as taxas de juros cobradas dos clientes e o custo financeiro de captação suportado pelas instituições financeiras. A noção de que o piso seja o custo financeiro das instituições é crucial para que se evitem confusões metodológicas posteriores. Como a própria noção de *spread* já inclui os custos administrativos incorridos pelas instituições para a realização dos empréstimos, não se devem somar aos custos de captação qualquer despesa – direta ou indireta – necessária à captação dos recursos de terceiros pelas instituições financeiras. A razão é que esses custos – sejam administrativos, sejam de ordem tributária – estarão alocados nos devidos componentes do *spread*. Nos exemplos aqui citados, nas componentes *custos administrativos* e *tributação indireta*, respectivamente.

A revisão de metodologia de 2004 (p. 18) afirma que:

“A metodologia de decomposição do *spread* bancário é detalhada nos dois primeiros trabalhos (BACEN, 1999 e 2000). Três são os problemas metodológicos identificados nesses estudos e que serão tratados nesta parte do trabalho:

3 – Participação dos recolhimentos compulsórios na decomposição do *spread*. Originalmente essa variável participava da decomposição; isso foi mudado a partir do segundo estudo, com base em uma hipótese de alíquota zero para os compulsórios sobre depósitos a prazo e não financiamento de operações de crédito via depósitos à vista. A primeira hipótese não atende à realidade, tendo em vista que tanto com-

pulsórios sobre depósitos a prazo quanto à vista eram significativamente altos para o período em análise. Além disso, embora alguns modelos teóricos defendam a independência entre os mercados de captação e empréstimo, não há comprovação empírica que corrobore a hipótese adotada de não-utilização de recursos captados à vista para concessão de operações de crédito (negrito não presente no original).”

Embora haja certa ambiguidade no texto, tudo leva a crer que, na revisão de metodologia de 2004, optou-se por continuar não se considerando o custo mais baixo de captação dos depósitos à vista na composição de custos das instituições financeiras. Tal impressão foi corroborada por informações dadas por técnicos do BACEN.

É possível discordar dessa postura metodológica. Não há razão técnica ou argumento prático que recomendem a desconsideração dos depósitos à vista na formação do custo real de captação dos bancos. Ora, os depósitos à vista têm custo financeiro nulo para os bancos. Quando não são considerados, os custos financeiros dos bancos são artificialmente elevados e, conseqüentemente, os *spreads* bancários são subestimados. Ainda que sua proporção no total de captações dos bancos fosse pequena, não seria admissível que a autoridade reguladora desconsiderasse os efeitos redutores dos depósitos à vista sobre os custos financeiros dos bancos. As taxas TBF (a melhor aproximação para os CDB), desde a introdução da nova metodologia, em 2004, chegaram a atingir 19,35% em agosto de 2005, (segundo o relatório BACEN *Séries Temporais – variável n° 7814*). Com taxas de captação em depósitos remunerados em níveis tão elevados, desconsiderar os depósitos à vista – que têm custo zero na base de captação das instituições – tem como efeito matemático a subestimação do *spread* bancário e, conseqüentemente, a subestimação da margem líquida dos bancos.

Problemas na mensuração dos custos administrativos

No documento do BACEN já citado e que promove a revisão de metodologia de 2004 (p. 18), encontra-se a seguinte justificativa para a necessidade de alterar a metodologia de imputação dos custos administrativos às operações de crédito como proporção da receita bruta gerada:

“2. Rateio dos custos administrativos. A metodologia antiga do BC assume como hipótese que os bancos alocam seus recursos administrativos proporcionalmente à receita bruta gerada pelas operações. Isso desconsidera a existência de operações obrigatórias que absorvem recursos administrativos independente do retorno associado (que muitas vezes implicam, inclusive, retorno negativo)”

No mesmo documento, afirma-se a supremacia teórica do novo modelo de mensuração proposto – o chamado algoritmo de Auman-Shapley. Várias conseqüências podem se extrair dessa escolha técnica por uma nova metodologia de apuração dos custos administrativos.

Em primeiro lugar, a metodologia de 2004 eliminou como centro de receitas dos bancos certas operações extremamente rentáveis, como *tarifas bancárias e administração de fundos*. A metodologia do BACEN só considera quatro fontes de receitas dos bancos: operações de créditos livres, operações de crédito direcionadas, operações de câmbio

e operações de tesouraria. Para resolver esse problema, o BACEN optou por subtrair das despesas administrativas totais o valor do somatório das receitas de tarifas e das receitas com administração de fundos.

A hipótese de que o BACEN teria feito a simples subtração das receitas de serviços de tarifas e administração de fundos foi corroborada em consultas com técnicos do BACEN, pois esse passo metodológico, apesar de crítico e muito relevante, não foi tornado explícito no trabalho de 2004, exceto por essa menção às despesas administrativas:

“Essa metodologia permite o cálculo das despesas administrativas livres das receitas de serviços, que são deduzidas dos custos de captação utilizados na estimação da função custo e, portanto, no cálculo da alocação de custos.”

Preliminarmente é necessário esclarecer quais são os efeitos matemáticos da subtração pura e simples das receitas de tarifas e de administração de fundos para a apuração das despesas administrativas das operações de crédito. As receitas de tarifas e de administração de fundos, obviamente, são superiores aos custos administrativos necessários à sua obtenção. Caso contrário, essas operações não seriam lucrativas.

Portanto, ao subtrair o valor total das receitas de tarifas e de administração de fundos dos bancos, o total obtido como custo administrativo das demais operações (empréstimos direcionados, empréstimos livres, operações de tesouraria e de câmbio) foi inferior ao efetivamente incorrido pelas instituições nas operações consideradas no cálculo. Como consequência, a parcela de custo administrativo no *spread* foi subestimada.

A subestimação da parcela de custos administrativos no *spread* tem como consequência importante o fato de minimizar eventuais ineficiências do sistema financeiro nacional. Considerando a conjuntura e a estrutura do sistema financeiro nacional, seria pouco justificável a apuração de custos administrativos superiores aos observados. O país vem passando por um acelerado processo de concentração bancária, marcado por significativas fusões e aquisições, que, em princípio, deveria garantir a redução dos custos administrativos unitários. Ademais, a própria expansão do crédito como proporção do PIB deveria levar à redução dos custos unitários pelos ganhos de escala esperados.

A possibilidade de subestimação sistemática dos custos administrativos na composição do *spread* bancário suscita preocupações quanto à possível desatenção da autoridade reguladora para os aspectos potencialmente prejudiciais à concorrência do processo de concentração bancária.

De outra parte, o uso do algoritmo de Auman-Shapley não é isento de críticas, ainda que ele não fosse um obstáculo (como parece ter sido) a considerar as receitas de tarifas e as receitas de administração de fundos como fontes independentes de receitas dos bancos.

Parece mais correto afirmar que a magnitude dos custos administrativos como percentual das receitas está mais associada à escala das operações de crédito. Por exemplo, operações de valor unitário maior tendem a ter custos administrativos proporcional-

mente menores. Desse modo, parece não fazer sentido o argumento apresentado pelo BACEN de que haveria, em princípio, diferenças importantes entre os percentuais observados entre operações de crédito direcionadas e operações de crédito livre. Se comparada uma operação de crédito direcionado (como um financiamento habitacional de R\$ 300 mil) e uma operação de crédito livre (como um financiamento de cartão de crédito de R\$ 1 mil), parece claro que os diferentes atributos de *direcionamento x crédito livre* são irrelevantes para determinar o peso relativo dos custos administrativos. Soa mais plausível que a segunda operação tenha custos administrativos proporcionalmente mais altos, ainda que seja uma operação de crédito livre. A magnitude unitária das operações, portanto, parece ser a variável explicativa mais importante na diferenciação dos custos administrativos.

Aquele exemplo apenas ilustra as dificuldades conceituais que envolvem o cálculo dos componentes do *spread* em níveis de agregação muito elevados. Por essa razão, seria mais prudente que houvesse maior cautela na avaliação das metodologias adotadas. Nesse sentido, é passível de crítica o fato de que, ao apresentar os resultados da metodologia de 2004, o BACEN não tenha feito a apuração dos resultados da amostra antiga segundo os critérios da nova metodologia, de modo a captar qual seriam as diferenças nos componentes do *spread* devidas à mudança. O que se apresentou (vide p. 26) foi uma tabela (nº 2) comparativa com os resultados da amostra antiga e os da amostra nova, usando, em ambos os casos, a nova metodologia. Com isso, não se pode verificar os efeitos da nova metodologia sobre a mensuração do *spread*.

Avaliação superficial dos recursos direcionados

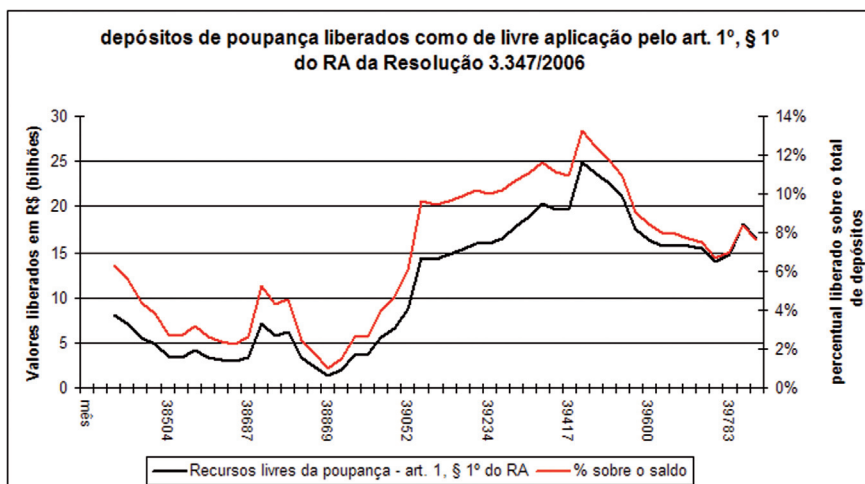
Se a desconsideração do custo financeiro dos depósitos à vista pode ser considerada uma falta de rigor técnico, a mesma crítica pode ser dirigida ao tratamento dispensado pela metodologia do BACEN aos chamados recursos direcionados. Ao lançar automaticamente nessa categoria, como um rótulo, todos os recursos captados em instrumentos regulados de forma mais estrito por leis ou por regulamentos do Conselho Monetário Nacional, é diminuída a transparência dos dados (em vez de aumentá-la), o que prejudica uma avaliação mais correta da verdadeira magnitude do *spread* no País.

O fato é que as regulamentações que tratam dos recursos direcionados contêm várias exceções que permitem a utilização desses recursos em operações livres e a taxas de mercado. E essas proporções não são desprezíveis, em muitos casos. Para esses casos em que as proporções não sejam desprezíveis e em que os custos sejam efetivamente muito inferiores aos custos de captação dos CDB, o BACEN deveria promover uma apuração mais diligente dos custos.

Um exemplo claro dessa falha é o tratamento dado aos recursos de poupança. Como se sabe, o custo de captação dos depósitos de poupança é de $TR + 6,17\%$ ao ano. A norma que atualmente regula os depósitos de poupança é a Resolução do CMN nº 3.347, de 8 de fevereiro de 2006, e seu Regulamento Anexo.

É possível, acompanhando alguns dados de conjuntura e certos dispositivos da norma, inferir alguns benefícios não estimados no cálculo do BACEN concedidos aos bancos e que são subestimados no cálculo do *spread* bancário.

i) A forma de apuração do cálculo das exigibilidades de aplicação da poupança (§ 1º do art. 1º do Regulamento Anexo à Resolução 3.347, de 8 de fevereiro de 2006) é do tipo “menor de dois critérios”: ou a média aritmética dos saldos diários dos doze meses anteriores, ou a média aritmética dos saldos diários do último mês. Para o mês de janeiro de 2009, por exemplo, o saldo total de depósitos de poupança SBPE é de R\$ 215,4 bilhões. A média aritmética aproximada dos últimos doze meses é de R\$ 199,4 bilhões. Assim, só em função desse critério, há a liberação para as instituições de R\$ 16 bilhões para operações em recursos livres, o que significa 7,4% do saldo total da poupança SBPE. Mas, para o próprio BACEN, todos os empréstimos feitos com esses recursos teriam custo de captação equivalente ao dos CDB. O mesmo raciocínio pode ser feito não para um mês somente, para uma série mais longa de meses. O resultado está exposto no gráfico a seguir.



ii) Ligado ao item anterior, está o problema da dimensão do custo diferencial entre captações “direcionadas” e captações livres. Como se demonstrou acima, há pelo menos uma maneira de transformar recursos “direcionados” em recursos livres. Esses recursos, entretanto, têm custo de captação inferior, que não é considerada pelo BACEN no cálculo do *spread* bancário. Essa diferença, evidentemente, varia de acordo com as condições do mercado de captação. Para exemplificar com números, é possível utilizar os dados do período de janeiro de 2005 a março de 2009. As variáveis foram extraídas do SisBACEN, TBF de início de mês anualizada (Séries Temporais, variável 7814) e rentabilidade da poupança no início de mês anualizada (Séries Temporais, variável 7828). A escolha da TBF deve-se ao fato de essa ser a melhor apuração para os CDB dos bancos mais significativos. A diferença média favorável aos bancos, no período, é de 5,7% ao ano no custo de captação. Para o mês apontado no exemplo anterior – janeiro de 2009 –, a diferença de custo entre CDB e poupança ficou em 4,2% e representa um ganho financeiro não estimado pelo BACEN da ordem de 55 milhões. Em termos anuais, esse ganho do conjunto dos bancos, apenas com essa diferença seria da ordem de R\$ 660 milhões.

iii) Outras rubricas atualmente negligenciadas pelo BACEN e que poderiam vir a ser computadas em estimativas futuras: a) 15% de aplicações livres (inciso III do art. 1º do Regulamento Anexo); b) o *floating* das cartas de crédito concedidas no âmbito do SFH (inciso IV do art. 2º do Regulamento Anexo); c) os efeitos dos multiplicadores previstos nos arts. 12, 13, 14 e 15 do Regulamento Anexo e que criam sobras adicionais de recursos de poupança para aplicação em operações livres. Na verdade, esses valores são facilmente acessíveis ao BACEN, por meio do chamado cômputo extra-contábil Mapa A4.

Nível elevado de agregação

O BACEN optou em 2004 (p. 18) por ampliar a amostra dos bancos pesquisados. Com isso, pretendeu reduzir “o viés de seleção”. Segundo a nova metodologia:

“o viés de seleção está minimizado aqui a partir da ampliação da amostra utilizada. Trabalha-se com um universo inicial de bancos – comerciais, múltiplos, CEF e Banco do Brasil – que engloba todos os bancos atuantes no País em cada data-base e para os quais as informações necessárias estavam disponíveis. Consegue-se assim maior representatividade tanto em termos quantitativos quanto em relação quanto à composição do sistema”.

Seria melhor que o BACEN pudesse evitar as incontornáveis complicações metodológicas que o nível elevado de agregação implica. A apuração do *spread* para operações mais relevantes de instituições líderes seria mais precisa, menos sujeita a controvérsias metodológicas e de maior relevância prática.

Seria aconselhável que o BACEN centrasse seus esforços de mensuração do *spread* e de seus componentes nas instituições mais relevantes (*market-makers*) e nas operações mais relevantes, simplificando a metodologia e permitindo o uso de ferramentas mais precisas de apuração. Isso geraria resultado mais confiáveis e menos sensíveis a hipóteses.

Por outro lado, como já existe um modelo de mensuração geral do *spread* e este pode servir como baliza para comparações internacionais e, ao longo do tempo, não seria razoável desperdiçar o trabalho já acumulado até aqui.

Uma solução recomendável seria manter a mensuração atualmente adotada e criar uma segunda, mais detalhada, contando inclusive com avaliações qualitativas, exclusivamente voltada para as instituições líderes em cada segmento.

Desconsideração dos sinais de rentabilidade anormal das instituições líderes

A análise do *spread* bancário, tanto na sua dimensão total quanto na dimensão de seus componentes, tem vários objetivos: identificar ineficiências administrativas sistêmicas, excessiva carga tributária indireta sobre a intermediação, inadequação do nível dos depósitos compulsórios, índice anormal de inadimplência ou existência de ganhos excessivos por parte das instituições, esses últimos correspondendo a elevadas margens líquidas.

Embora a detecção de possíveis ganhos extraordinários na atividade de intermediação seja possível por meio da avaliação do *spread* bancário, essa não é a única nem a melhor forma de constatar a existência desses ganhos. A comparação da rentabilidade sobre o patrimônio líquido das instituições nacionais líderes com a de instituições internacionais congêneres é um excelente indicador quanto ao índice de competição efetiva no mercado interno.

É certo que o uso do indicador RoE (*return on equity* – retorno sobre o patrimônio, na terminologia inglesa) pode ser criticado. Muitos consideram que o RoE deve ser ponderado pelo risco da atividade. A racionalidade do argumento é a seguinte: certas atividades empresariais têm risco implícito maior. Por essa razão, essas devem ter RoE maior que atividades de menor risco implícito, mesmo em condições idênticas de competição.

Traduzindo essa demanda de equalização dos RoE para a discussão presente, a comparação dos retornos sobre o patrimônio das instituições líderes do Brasil e do exterior deveria ser ponderada pelo risco percebido ou verificável. Uma forma bastante aceitável de verificação do risco é o nível de alavancagem médio das instituições. Quanto mais alavancada uma instituição financeira, ou seja, quanto menor a parcela de capital próprio empregada nas operações de empréstimo, maior o risco implícito na operação.

Sob esse aspecto, o Brasil é considerado um dos países com a regulação mais estrita. Isso significa que os níveis de alavancagem brasileiros estão entre os mais baixos do mundo, circunstância reconhecida como favorável pelo próprio BACEN.

O risco percebido ou efetivo de operação das instituições líderes brasileiras pode ser tomado como inferior ao risco percebido ou efetivo da média das instituições líderes mundiais. De fato, a crise financeira internacional demonstrou que as instituições financeiras americanas e europeias operavam com risco implícito bem superior ao incorrido pelas instituições brasileiras. As primeiras só sobreviveram às vicissitudes ao abalo dos mercados financeiro de 2008 em função das maciças injeções de recursos promovidas pelos tesouros nacionais e pelos bancos centrais daquelas economias.

Sob essa perspectiva, seria de se esperar, portanto, que o RoE das instituições líderes brasileiras fosse inferior ao verificado nas instituições líderes norte-americanas, por exemplo. Essa seria uma maneira simples e objetiva de a autoridade reguladora da competição no mercado financeiro – o BACEN – verificar se a competição no Brasil está efetivamente beneficiando os consumidores dos serviços bancários.

Infelizmente, o BACEN não realiza um acompanhamento sistemático dessa variável ou de qualquer outra que busque captar a rentabilidade do setor. É aconselhável que passasse a fazê-lo, pois se trata de coleta de variável facilmente disponível nos balanços das instituições financeiras. Recentemente, o Banco Central produziu um estudo em parceria com a Secretaria de Direito econômico sobre a concentração das empresas de cartões de crédito Brasil, mostrando que o mercado de cartões de crédito é concentrado e adota práticas que trazem prejuízos aos lojistas e consumidores. Estudo semelhante poderia ser feito sobre a concorrência do sistema financeiro brasileiro e, baseado nos resultados desse estudo, poder-se-ia pensar em adotar modificações na regulação bancária que estimulassem uma maior competição no sistema financeiro.

A tabela abaixo sugere, inclusive, que a magnitude das instituições afeta positivamente sua rentabilidade sobre o patrimônio, levando a concluir que o mercado pode ter fortes barreiras à entrada.

Retorno sobre o patrimônio líquido de instituições selecionadas de 2001 a 2008 (taxa anualizada)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008*
BB	13,4%	25,7%	22,9%	24,6%	28,8%	35,1%	24,2%	34,9%
CEF	-34,5%	27,8%	33,2%	24,5%	31,7%	30,5%	27,4%	50,0%
BRASESCO	25,5%	20,2%	19,4%	24,3%	34,5%	25,1%	31,6%	27,0%
ITAU	37,9%	21,4%	19,0%	38,3%	36,1%	34,6%	19,5%	28,6%
UNIBANCO	17,4%	16,8%	16,2%	17,6%	22,7%	19,8%	34,8%	25,9%
SANTANDER BANESPA	1,3%	57,4%	24,0%	21,4%	21,9%	16,3%	21,3%	16,9%
ABN AMRO	7,7%	17,7%	5,0%	8,0%	11,9%	18,1%	24,9%	14,8%
Média Simples	9,8%	26,7%	20,0%	22,7%	26,8%	25,6%	26,2%	28,3%
BB	13,4%	25,7%	22,9%	24,6%	28,8%	35,1%	24,2%	34,9%
BRASESCO	25,5%	20,2%	19,4%	24,3%	34,5%	25,1%	31,6%	27,0%
ITAU	37,9%	21,4%	19,0%	38,3%	36,1%	34,6%	19,5%	28,6%
Média Simples	25,6%	22,5%	20,4%	29,1%	33,1%	31,6%	25,1%	30,1%
UNIBANCO	17,4%	16,8%	16,2%	17,6%	22,7%	19,8%	34,8%	25,9%
SANTANDER BANESPA	1,3%	57,4%	24,0%	21,4%	21,9%	16,3%	21,3%	16,9%
ABN AMRO	7,7%	17,7%	5,0%	8,0%	11,9%	18,1%	24,9%	14,8%
Média Simples	8,8%	30,6%	15,1%	15,7%	18,8%	18,1%	27,0%	19,2%
Diferencial	16,8%	-8,2%	5,4%	13,4%	14,3%	13,5%	-1,9%	10,9%

*Para 2008, o cálculo é feito apenas para os dois primeiros trimestres

Fonte: Banco Central do Brasil: Resumo dos Resultados Contábeis das 50 maiores instituições financeiras

MEDIDAS PARA REDUZIR O SPREAD BANCÁRIO

Como já foi dito, os principais fatores que afetam o *spread* no Brasil, não necessariamente na ordem, são: i) inadimplência; ii) cunha fiscal; iii) estabilidade macroeconômica; iv) grau de regulação e competitividade do mercado financeiro; e v) outros fatores que alteram a demanda e oferta por crédito.

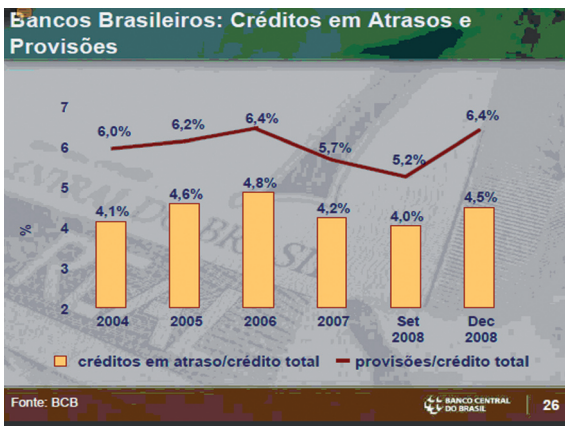
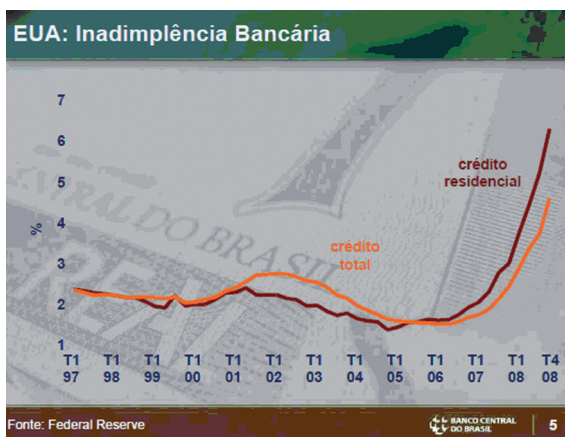
O governo brasileiro recentemente já adotou uma série de medidas na tentativa de reduzir o *spread* bancário:

- informação do custo efetivo total, redução do imposto sobre operações financeiras (IOF),
- proibição de cobrança de tarifa por liquidação antecipada para operações contratadas a partir da edição da Resolução nº 3.516 de 6/12/2007; e
- regulamentação da forma de cálculo do valor presente dos pagamentos para efeitos de amortização ou resgate antecipado das operações de crédito.

Outras medidas propostas ou ainda em discussão mencionadas pelo BACEN compreendem: alteração na forma de incidência de IR e CSLL sobre provisionamento de crédito; permissão para separação do pagamento de juros do principal para melhorar a forma de cobrança dos empréstimos (lei do incontrolado); cadastro positivo; racionalização dos processos jurídicos; alteração nos direcionamentos obrigatórios de crédito (crédito rural, crédito imobiliário e microcrédito).

No intuito de colaborar a esse debate público, são relacionadas a seguir outras sugestões que complementam ou suplementam as que já estão sendo analisadas pelas autoridades econômicas. É forçoso reconhecer que a lista não é exaustiva e nem excludente. Por exemplo, uma política que leve à maior estabilidade macroeconômica deverá contribuir, simultaneamente, para reduzir a inadimplência. Da mesma forma, medidas que permitam diminuir a assimetria de informação entre bancos e tomadores deverão contribuir para reduzir a inadimplência esperada, ao mesmo tempo em que propiciarão um ambiente mais competitivo. Ainda assim, por motivos didáticos, é conveniente atribuir as sugestões a algum fator específico que afeta o *spread*.

Aliás, sobre inadimplência bancária, a brasileira não é muito diferente da norte-americana depois da notória crise do *subprime*, comparação que foi possível ao co-tejar dois gráficos apresentados pelo Sr. Henrique Meirelles, quando falou à CACFE em 25/03/2009, e reproduzidos a seguir. A questão que foi colocada ao Presidente do Banco Central naquela Audiência Pública é porque seriam exigidos *spreads* tão

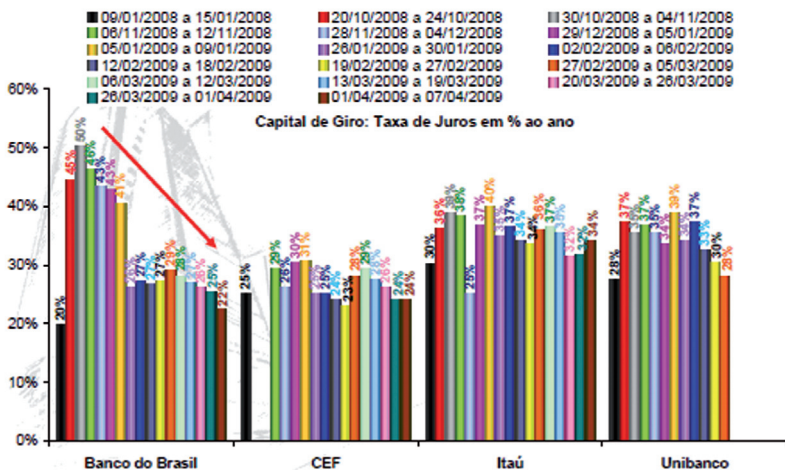


mais elevados no Brasil que nos Estados Unidos quando o nível de inadimplência de ambos países estaria na casa de 6% do total de créditos. De acordo com o Presidente do Banco Central, justamente por cobrarem *spreads* tão baixos, as instituições financeiras norte-americanas necessitaram de socorro governamental. No Brasil, são os próprios devedores que pagam pelos custos da inadimplência.

Sobre esta comparação internacional, mencione-se, ainda, que a apresentação da FEBRABAN à CACFE, na Audiência Pública de 26/03/2009, assim tentou justificar as taxas brasileiras: “Inadimplência e os custos associados a ela são muito elevados no Brasil. Sozinha a inadimplência responde por 37% do *spread* bruto. Inadimplência de PF no Brasil é muitas vezes maior que nos EUA, Europa. Processos judiciais no Brasil chegam a durar 10 anos e em média não são resolvidos em menos de cinco anos. Ausência de informações confiáveis (cadastro positivo) amplia o risco de inadimplência e impõe custos adicionais para todos os agentes econômicos. Estes custos adicionais também contribuem para a elevação dos *spreads*. Dificuldade e demora na recuperação dos valores emprestados e das garantias impõem riscos adicionais aos emprestadores e ajudam a inflar os *spreads*.”

Em contraponto, vale fazer uma observação sobre a eventual relação entre acesso a informação e o custo de crédito, que alegou a FIESP junto à CACFE que estaria ajudando a derrubar os juros praticados ao divulgar o custo de crédito por instituição financeira. Procurou fundamentar com os dois *slides* a seguir reproduzidos e que foram extraídos de sua apresentação na Audiência Pública de 5/5/2009.

Ação da Fiesp de divulgar Custo de Crédito ajuda a derrubar juros 2.1



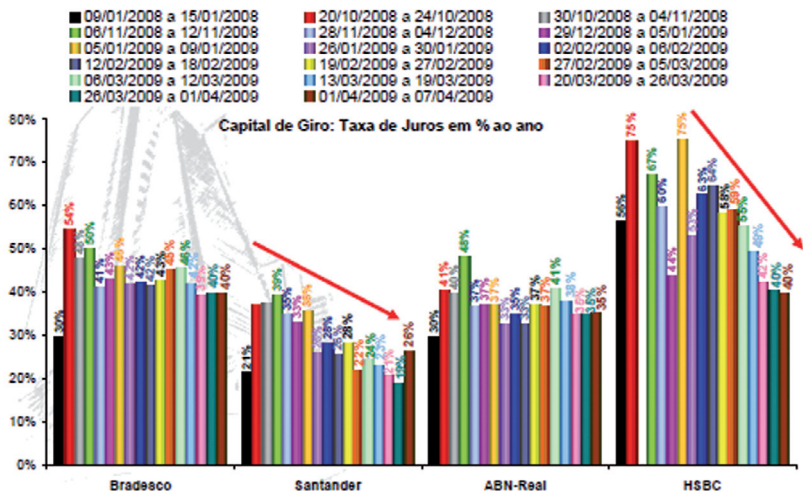
FIESP CIESP

* Dados do Unibanco não disponíveis essa semana

Fonte: Bacen; Elaboração: Fiesp

20

a derrubar juros



Fonte: Bacen; Elaboração: Fiesp

Além de apresentar as sugestões que os autores acreditam serem as mais importantes para reduzir o *spread*, este Capítulo discorrerá também sobre algumas sugestões apresentadas nas diversas audiências públicas e em reuniões com técnicos do BACEN e da FEBRABAN.

Medidas que podem contribuir para reduzir a inadimplência

Ao conceder um empréstimo, os bancos necessitam fazer alguma avaliação da inadimplência esperada. Conhecer a inadimplência ocorrida, decorrente de empréstimos já concedidos, é importante somente se contribuir para que seja feita uma melhor estimativa da inadimplência futura, decorrente dos financiamentos a serem concedidos. Os principais fatores que afetam a inadimplência esperada são: ambiente institucional, que asseguraram uma maior ou menor probabilidade de recuperação de crédito; e estratégia de concessão por parte das instituições financeiras.

Em relação ao ambiente institucional, essa é, certamente, uma área que requer desenvolvimento contínuo. Contudo, conforme já colocado, houve importantes avanços institucionais nos últimos anos, com a aprovação de diversas leis visando a aumentar a segurança jurídica dos contratos e a probabilidade de recuperação de créditos. Outras ações, como as que levem a uma maior celeridade do Poder Judiciário, certamente contribuirão para redução das taxas de inadimplência e, conseqüentemente, dos *spreads*.

Mesmo reconhecendo que o ambiente institucional contribui para as altas taxas de inadimplência no País, não se pode desprezar o fato de que a inadimplência pode resultar de um processo de maximização de lucros por parte dos bancos. É possível que carteiras que apresentem baixo grau de inadimplência e baixa taxa de juros gerem lucros semelhantes a carteiras que apresentem alta taxa de inadimplência e alta taxa de juros.

Do ponto de vista de alocação eficiente de recursos na economia, não há por que preferir uma carteira mais arriscada a uma menos arriscada: pode ser interessante financiar projetos mais arriscados, mas que, se bem sucedidos, geram alta taxa de retorno. Também para o financiamento de consumo, o crédito caro para determinados indivíduos (por exemplo, aqueles que apresentam alta probabilidade de estarem desempregados) é uma forma de acesso – às vezes, a única – ao mercado de alguns bens, especialmente bens de consumo durável. Se houvesse um método de seleção que atribuísse corretamente a cada indivíduo a sua probabilidade de *default*, haveria um espectro de taxa de juros associado a diferentes probabilidades de inadimplência.

Quando a informação é incompleta, abre-se espaço para alocações ineficientes, no caso, para cobrança de juros (com base na expectativa de inadimplência) não compatível com a verdadeira probabilidade de *default* do tomador. Há vários motivos que dificultam os bancos a obterem informações incompletas. O primeiro é a ausência de fluxo de informações. Por exemplo, o histórico de um cliente em um banco, que contém informações importantes sobre a sua capacidade de pagamento, é propriedade exclusiva deste banco. Se um indivíduo desejar mudar de banco, terá de construir um novo histórico de relacionamento. O ideal seria permitir que houvesse portabilidade dessas informações cadastrais.

Menciona-se à parte que uma réplica a crítica a forma de operacionalização dos bancos, que, entre outros, não requisitam o histórico de crédito de novos clientes e usam um sistema de pontuação ineficiente. Caberia indagar: por que os bancos adotariam uma prática de negócios ineficientes, já que eles poderiam estar discriminando melhor os seus correntistas e maximizando os lucros? O contraponto seria considerar, portanto, que os bancos não fazem isso é porque eles conseguem cobrar a mais de todo mundo, o que significa que o mercado não é competitivo.

Polêmicas à parte, o CMN já tratou da portabilidade cadastral (Resolução nº 3.401, de 2006), quando obrigou as instituições financeiras a enviarem as informações cadastrais para outras instituições – sempre com autorização do cliente. Apesar de não ter feito restrições quanto à cobrança de tarifas, o que pode via a inviabilizar a portabilidade, é surpreendente que os bancos não exijam esse cadastro quando vão conceder crédito para um não cliente ou na abertura de contas.

Outra medida, já em tramitação no Congresso, é o chamado cadastro positivo. Já existem cadastros negativos, que informam se o indivíduo deixou de pagar determinado empréstimo. Assim, ao solicitar crédito, um banco pode saber se o potencial tomador já deixou ou não de honrar um compromisso. Mas não é capaz de discernir, em primeiro

lugar, se a ausência de informações negativas se deve ao fato de o indivíduo nunca ter tomado emprestado ou se ele já tomou vários empréstimos e honrou todos eles. Similarmente, alguém pode não ter pago um empréstimo, mas ter pago vários outros. Se aprovado, o cadastro positivo, ao informar todo o histórico de empréstimos, permitirá que os bancos discriminem essas diferentes situações e possam, dessa forma, selecionar melhor seus clientes e cobrar taxas de juros mais adequadas para o seu perfil.

Há motivos, entretanto, para ser cético em relação à eficácia de medidas como cadastro positivo. Em primeiro lugar porque, mesmo reconhecendo que o cadastro positivo reduziria o custo de obter informações relevantes, deve-se lembrar que muitas delas podem ser providas pelo próprio cliente, como comprovantes de carnês pagos e cópias de extratos bancários. O próprio desinteresse dos bancos em solicitar o cadastro de seus clientes junto a outras instituições financeiras é um sintoma de que o histórico do cliente não é a variável mais relevante para definir a taxa de juros. Com efeito, a percepção de risco é apenas um dos aspectos levados em consideração por um banco ao definir o custo do dinheiro. Outras considerações, como estratégias de *marketing* e fidelização, são ainda mais importantes para definir as taxas.

Um exemplo muito claro é dado por um grande banco, que estratifica a taxa de juros conforme a pontuação de seus clientes. Essa pontuação considera vários aspectos, muitos deles aparentemente não relacionados com a capacidade de o indivíduo honrar os empréstimos, como se contrata seguros com o próprio banco³⁵ ou se possui contas em débito automático. Mais surpreendente é que a pontuação do correntista depende se ele possui determinadas aplicações, e não do montante total de aplicações. Assim, um correntista que possui, por exemplo, R\$ 10 mil reais na caderneta de poupança paga taxa de juros menor do que outro correntista que possua R\$ 1 milhão de reais aplicados em títulos do Tesouro Nacional. Outro exemplo interessante pode ser visto por emissores de cartão de crédito. Muitas vezes o questionário de avaliação só pergunta pela renda do titular do cartão. Assim, dois indivíduos com a mesma renda pessoal receberiam o mesmo crédito, ainda que a renda familiar (por exemplo, em função do salário do cônjuge) seja substancialmente diferente.

Além da dificuldade de obter informações, a inadimplência *esperada* pode ser alta por ausência de garantias. Esse problema é particularmente relevante para pequenas empresas. Uma forma de contornar esse problema é criar consórcios de avalistas ou fundos de aval.

Os consórcios de avalistas seriam formados por potenciais devedores que aportariam capital para constituir um fundo de aval. Quando os consorciados necessitassem pegar um empréstimo, dariam como garantia os recursos desse fundo, o que permitiria obter financiamentos a custos mais baixos. Para se ter uma ideia da economia potencial, a taxa de juros de financiamentos de descontos de duplicatas sem garantias é 15 pontos percentuais maior que aquelas observadas nas operações de vendor, que se constituem em descontos de duplicatas com oferecimento de garantias. Como os consorciados têm

³⁵ É concebível que indivíduos que contratam seguro ofereçam menor risco de *default*. O problema é que só é válido para pontuação o seguro contratado com o próprio banco, e não com outros.

todo o interesse em evitar que o fundo de aval seja dilapidado, somente participantes vistos como potenciais bons pagadores seriam admitidos no grupo, evitando, assim, o problema de *moral hazard*.

Há, entretanto, fatores que podem inviabilizar a formação desses consórcios. O primeiro é a necessidade de aporte de capital. Em geral, o problema enfrentado por pequenas e médias empresas é justamente a ausência de capital. Dificilmente elas teriam capital para imobilizar em um fundo de aval. Além disso, o fundo só funcionaria se houver escalonamento do crédito. Caso todos os consorciados necessitem de crédito simultaneamente, o fundo não contará com recursos suficientes para avaliar todas as operações.

Outra opção é criar ou reforçar os fundos de aval públicos. Nesse caso, o Tesouro teria de aportar recursos iniciais, mas o ideal é que o fundo pudesse ser autossustentável, sendo financiado, por exemplo, por uma tarifa incidente sobre os financiamentos.

Em 9 de junho, a Medida Provisória (MPV) nº 464 autorizou a União a participar com até R\$ 4 bilhões em fundos que venham a garantir, direta ou indiretamente, operações de crédito para microempreendedores individuais, empresas de micro, pequeno e médio portes, e autônomos, para aquisição de bens de capital. Essa legislação previu limite máximo de cobertura do seguro de crédito em 80% do valor de cada operação segurada e definiu que deverão ser estabelecidos limites máximos de seguro por instituição financeira beneficiada, inclusive com segregação por tipo de operação, modalidades de crédito, porte de mutuários, etc.

É de se destacar que o Brasil já dispunha de um fundo garantidor para microempresas, mas de caráter muito limitado: o Fundo de Garantia à Promoção da Competitividade (FGPC), operado pelo BNDES, e dirigido para companhias exportadoras de pequeno porte. Em função de contínuos contingenciamentos dos recursos orçamentários que deveriam custeá-lo, tornou-se praticamente inoperante. Também foram criados recentemente o Fundo de Garantia para a Construção Naval (Medida Provisória nº 462, de 14 de maio de 2009) e o Fundo de Garantia a Empreendimentos de Energia Elétrica (Lei nº 11.943, de 28 de maio de 2009). Contudo, são fundos constituídos para garantir financiamentos destinados a setores específicos.

O novo fundo público de aval, como já foi dito, deveria ser, em tese, autossustentável, financiado, por exemplo, por uma tarifa incidente sobre os financiamentos. O problema que se vislumbra é como evitar que o fundo não seja dilapidado em função de empréstimos não pagos. Do ponto de vista do devedor, o estímulo para pagar os empréstimos é similar ao que teria na ausência dos fundos: se não pagar, estará sujeito à inclusão de seu nome em cadastros de inadimplentes e à execução de bens (se houver). A diferença é que a recuperação do crédito seria feita pelo Fundo, e não pelo banco que concedeu o empréstimo (afinal, ao receber os recursos pelo fundo de aval, o banco não teria interesse em ir atrás do cliente para o pagamento das dívidas). Se a capacidade de recuperação de crédito por parte do fundo for inferior à dos bancos, e o tomador tiver conhecimento disso, então a criação do fundo estimulará

a inadimplência. Uma opção para contornar esse problema é o fundo não garantir um aval completo, de forma que gere incentivos para o banco recuperar o crédito³⁶. Nesse sentido, a limitação da garantia em 80% prevista na MPV nº 464, de 2009, vai na direção correta, embora não elimine completamente o problema.

O problema maior de incentivos, contudo, está do lado dos bancos. Se houver garantia de aval, os bancos podem deixar de ter interesse em fazer uma análise criteriosa de crédito, afinal, receberiam o empréstimo de qualquer forma. Há inclusive o risco de refinanciamento, no âmbito do fundo, de dívidas já tidas como irrecuperáveis.

Técnicos da FEBRABAN sugerem que, para minimizar o problema de incentivos, os bancos deixariam de receber a primeira prestação que deixasse de ser paga. Essa sugestão tem efeito semelhante à limitação de valor por operação previsto na MPV nº 464, de 2009. Esse mecanismo, entretanto, não funciona, se aplicado isoladamente, tendo em vista que bastaria o banco ajustar a taxa de juros para que o retorno do financiamento se desse em uma parcela a menos do que o número de prestações negociado com o tomador.

O desenho de um fundo deve envolver outras questões além de eventuais perdas que os bancos teriam em caso de empréstimos não honrados; Por exemplo, o fundo deve cobrir cada empréstimo individual, ou a carteira? É aconselhável limitar a taxa de juros para os empréstimos concedidos com a proteção do fundo de aval?

A MPV nº 464, de 2009, deixou a cargo dos estatutos dos fundos (podem ser criados mais de um, em princípio) importantes aspectos, como a definição de limites para cada carteira ou as operações que serão elegíveis para a concessão de aval. Os únicos pontos específicos definidos foram o teto de 80% do valor da operação para a cobertura da garantia e a obrigatoriedade de se preverem limites por instituições, podendo haver segregação por porte de mutuário, por modalidade de operação e até por períodos.

Partindo de uma situação extrema, com perfeita simetria de informações e em que todos os tomadores são iguais, porém sujeitos a choques específicos (em linguagem coloquial, podem ter sorte ou azar), o fundo de aval funcionaria somente como um seguro: todos pagariam um prêmio (por exemplo, um adicional sobre a taxa de juros) e, aqueles que tiveram sorte, perderiam o prêmio, ao passo que os azarados teriam a cobertura do fundo. Nessa situação, o fundo poderia cobrir todas as eventuais perdas que os bancos teriam e seria indiferente cobrir cada empréstimo individualmente ou a carteira. Se o prêmio for atuarialmente justo, não faz sentido limitar a taxa de juros: projetos mais arriscados (que não são necessariamente ruins para a economia) pagariam um prêmio maior. Já se houver algum subsídio público – o que é bem provável –, então faz sentido limitar a taxa de juros e, com isso, excluir os projetos mais arriscados do programa. Para incluir tais projetos, seria necessário imaginar que eles trariam mais externalidades positivas do que os projetos menos arriscados.

³⁶ Esses incentivos serão necessariamente incompletos, tendo em vista que, em caso de inadimplência, o banco receberá mais quando houver garantia do fundo de aval. Ainda assim, é melhor que os incentivos sejam incompletos do que não haver incentivo algum.

Entretanto, as hipóteses antes descritas, certamente, não se verificam na realidade. A informação é assimétrica, os bancos possuem poder de mercado e um fundo de aval pode gerar incentivos perversos, tanto de parte dos bancos como de parte dos tomadores. Em relação aos tomadores, pode-se pensar em se instituir bônus por adimplência. O valor desses bônus deve ser calculado de forma tal que, em média, o fundo arrecade aquilo que se pretende³⁷. Conforme dito anteriormente, a criação de um fundo de aval somente gera um incentivo perverso para os tomadores se houver a percepção que há menor probabilidade de recuperação de crédito.

Em relação aos bancos, o primeiro incentivo perverso que o fundo de aval geraria é a falta de interesse em avaliar criteriosamente o risco embutido em cada projeto. O segundo incentivo perverso gerado pelo fundo de aval refere-se ao desinteresse dos bancos na recuperação do crédito. Por esses motivos, um fundo de aval não deveria cobrir todas as perdas de uma carteira. Um possível limite superior seria garantir remuneração equivalente à SELIC, ou talvez até menos que isso. Conforme colocado, a MPV prevê um limite de 80%.

Se a hipótese de que os bancos não investem suficientemente na avaliação de riscos e conseguem, por causa de seu poder de mercado, impor uma taxa de juros associada a uma taxa de inadimplência acima da esperada, então o mais adequado seria que o fundo de aval garantisse a carteira, e não cada empréstimo individualmente. Isso porque aqueles tomadores que efetivamente pagam o empréstimo pagam uma taxa de juros que remunera o banco não somente o próprio risco (*ex ante*) de inadimplência, mas também o risco dos demais tomadores. Como o fundo de aval já está cobrindo esse risco, os bancos ganhariam duplamente.

Em relação à limitação da taxa de juros, há três considerações a fazer. Em primeiro lugar, se o fundo de aval cobrir cada empréstimo, em vez da carteira, gera-se um incentivo para aumento da taxa de juros, pois os bancos receberiam as taxas mais elevadas dos tomadores que honrarem as dívidas, e receberia do fundo os valores correspondentes aos que empréstimos não pagos. Em segundo lugar, conforme já discutido, se houver subsídio público e não existir motivos suficientemente fortes para financiar projetos mais arriscados, faz sentido limitar o fundo garantir somente financiamentos mais seguros. Por fim, o fundo de aval pode ser interpretado como um seguro que o banco estaria adquirindo. Nesse caso, faz sentido que ele pague, via taxa de juros menor, pelo menor risco.

Em qualquer caso, é importante estabelecer algumas regras limitando os empréstimos elegíveis para o fundo de aval. Uma limitação óbvia seria para aqueles tomadores que já se encontram inadimplentes. Do contrário, os bancos poderiam construir uma nova carteira, refinanciando a dívida não paga e já tida como irrecuperável, e contar com o fundo de aval para reaver pelo menos parte desses empréstimos. Seria desejável que a

³⁷ O fundo pode ser ou não subsidiado. Se não houver subsídio, o cálculo dos bônus deve ser tal que a contribuição de cada financiamento reflita a sua probabilidade de inadimplência. Se houver subsídio, calcula-se igualmente qual a despesa com inadimplência esperada para o financiamento e abate-se o subsídio associado.

MPV 464, de 2009, já estabelecesse que empréstimos para tomadores inadimplentes não poderiam ser beneficiados pelo aval do fundo.

Até o momento, foram discutidas propostas que têm por objetivo melhorar o ambiente institucional, reduzir a assimetria de informações ou aumentar a garantia oferecida pelos tomadores. Deve-se discutir, ainda, o caráter endógeno da inadimplência.

Apesar de não haver dados que quantifiquem o problema, há uma série de evidências que apontam no sentido de que parte da inadimplência se deve a um desinteresse dos bancos em fazer uma análise de crédito criteriosa, que discrimine corretamente a probabilidade de *default* dos tomadores de empréstimo.

Além dos exemplos pontuais antes relacionados, podem ser citadas outras evidências que apontam na mesma direção:

- a) é muito fácil conseguir cartões de crédito. O indivíduo recebe as mais diversas propostas, via correio convencional, *telemarketing* ou outras modalidades. Mesmo que as propostas estejam sujeitas à aprovação, o acesso fácil aos cartões deve estimular pessoas com baixo potencial de ser bom pagador a solicitar – e acabar tendo aceito – pelo menos um cartão;
- b) o financiamento a veículos com prazo muito longo constitui-se, na prática, em um financiamento quase sem garantias, tendo em vista a velocidade de depreciação do veículo;
- c) também no mercado de financiamento de veículos, vendedores de concessionárias afirmam ser muito comum venderem o carro e, poucos meses depois de concretizada a venda, o comprador devolver o automóvel, normalmente após ter percebido que a manutenção do carro envolve outros custos além das prestações, como IPVA, seguro, troca de óleo, etc.;
- d) há um incentivo para gerentes ou vendedores concederem o máximo de crédito possível, pois esse comportamento melhora a sua avaliação dentro da empresa. Em geral, não há um esquema de incentivo baseado nos empréstimos efetivamente pagos. Observe-se que esse incentivo pode ocorrer diretamente, quando o financiamento é concedido na própria agência, ou indiretamente, quando o banco (ou uma financeira associada) faz convênio com grandes redes varejistas e a análise de crédito fica a cargo dessas redes;
- e) há instituições financeiras que requerem pouquíssimas informações para concederem crédito. Elas se especializam em operações para as quais se espera alto grau de inadimplência, mas que, para compensar, cobram taxas de juros muito elevadas.

A questão central que se coloca é: por que os bancos não fazem uma avaliação mais rigorosa de seus clientes? Uma resposta possível é a escassez de recursos. Como o grau de alavancagem do Sistema Financeiro Nacional é baixo, e os bancos operam em ambiente de baixa concorrência, pode ser mais lucrativo para os bancos oferecer uma taxa única de juros³⁸ – mais elevada – e emprestar a todos essa taxa, do que oferecer um

³⁸ Esse é apenas um argumento. É claro que os bancos fazem algum tipo de discriminação entre seus clientes, cobrando taxas diferenciadas, por exemplo, para pessoas físicas e jurídicas, grandes ou pequenos tomadores. O

menu de taxas, de acordo com a probabilidade de inadimplência do tomador. Também poderia ser argumentado, como feito anteriormente, que, devido a um mercado não competitivo, os bancos não discriminam melhor os seus correntistas e maximizam os seus lucros porque eles conseguem cobrar a mais de todo mundo.

Há algumas formas de estimular os bancos a avaliarem com maior rigor os seus clientes. Uma delas é permitir maior alavancagem, no sentido de se reduzir a exigência de capital para carteiras menos arriscadas que a média. Pode-se pensar em um mecanismo no qual os bancos teriam a opção de declarar qual a probabilidade de inadimplência de sua carteira (o banco poderia apresentar várias carteiras de crédito, com diferentes probabilidades de inadimplência). Em princípio, o BACEN confiaria na avaliação do banco³⁹, e as carteiras para as quais os bancos não declararam nenhuma probabilidade seriam aquelas que permitiriam menor grau de alavancagem. Caso a probabilidade ocorrida tenha sido diferente da projetada (dentro de certos limites), o banco sofreria alguma punição, por exemplo, pagamento de multa ou menor possibilidade de alavancagem no período seguinte. Esse mecanismo teria a vantagem de lidar com dois problemas: estimular uma avaliação criteriosa por parte dos bancos e aumentar a oferta de crédito.

Outra forma de estimular os bancos a fazerem uma avaliação mais criteriosa de suas carteiras é tornar as deduções tributárias condicionais ao grau de acerto da inadimplência da carteira. Os bancos somente poderiam abater despesas referentes a créditos irrecuperáveis se a inadimplência da carteira tiver sido corretamente prevista (admitindo uma tolerância). Do contrário, as deduções seriam inversamente proporcionais ao erro de previsão. Pode-se pensar em cláusulas de escape, por exemplo, quando houver choques não antecipados e de magnitude significativa na economia.

Fomentando a concorrência bancária

O grau de concentração do sistema financeiro nacional não é exagerado quando se compara com os demais países, segundo o BACEN. Ainda assim, em termos absolutos, é bastante concentrado. Há duas formas de tentar estimular a concorrência, ou, pelo menos, evitar que haja abuso de poder econômico por parte dos bancos. Uma é por meio de medidas que gerem estímulo para maior competição. A segunda é por meio de regulação.

Em relação às medidas que estimulam competição, podem ser citadas:

- i) maior educação financeira;
- ii) portabilidade cadastral;
- iii) facilitar o fluxo financeiro entre contas correntes de diferentes bancos;
- iv) maior divulgação de informações;

ponto é que deveria haver uma diferenciação maior de taxas com base na probabilidade de inadimplência.
³⁹ Esse processo pode ser gradual. Inicialmente, os bancos apenas declarariam a probabilidade de inadimplência da carteira. Somente após um período de acertos é que o BACEN poderia permitir maior alavancagem para carteiras menos arriscadas.

- v) cadastro positivo;
- vi) reduzir restrições para emprestadores.

Dessas medidas, talvez a que cause maior impacto seja uma maior educação financeira. Trata-se, contudo, de uma medida que só deve trazer efeitos, na melhor das hipóteses, no médio prazo. Pode-se pensar em campanhas veiculadas em meios de comunicação de massa enfatizando que o relevante é o gasto com juros, e não se a prestação cabe no orçamento, e alertando para os riscos de inadimplência. O credor deveria ser obrigado a informar, além da taxa, qual o valor, em reais, que está cobrando a título de juros, e, do total de prestações, quantas se destinam ao pagamento de juros e outras taxas. Além disso, a cada prestação paga, o credor deveria ser obrigado a informar quanto falta ainda para pagar e quanto o devedor gastaria se fizesse liquidação antecipada da dívida.

A portabilidade cadastral tem por objetivo permitir que o cliente de um banco transfira as informações desse banco para outro. Como foi dito anteriormente, Resolução do CMN já prevê a portabilidade cadastral, mas é importante que esse serviço não possa ser cobrado, pois, do contrário, pode inviabilizar a transferência de informações. Por outro lado, tais medidas não podem ser tratadas como panaceia. Ora, nada impede que hoje um cliente apresente informações relevantes sobre sua movimentação financeira. Pelo menos o extrato bancário de até um ano está facilmente disponível, muitas vezes pode ser obtido diretamente pela *Internet*. É surpreendente que os bancos não peçam esse tipo de informação ao abrir uma nova conta.

Uma medida que pode contribuir para aumentar a concorrência entre os bancos é isentar de tarifas o fluxo financeiro entre contas de um mesmo titular, mesmo que pertencendo a bancos diferentes. Isso estimularia um correntista a manter contas em diferentes bancos, fazendo uso das opções de crédito que forem mais baratas.

O BACEN divulga as taxas cobradas para cada tipo de operação. Apesar de ajudar o consumidor a ter alguma ideia de como está o mercado de crédito no País, na forma como se apresentam, as informações divulgadas devem ter um impacto mínimo sobre a competição entre os bancos. Isso porque os bancos informam as taxas efetivamente pactuadas e isso, como se sabe, depende de uma série de fatores, como porte do tomador, volume da operação, etc. Assim, o fato de algum banco ter oferecido taxa mais baixa em uma modalidade específica não quer dizer que um cliente de outro banco irá conseguir a mesma taxa. Uma forma de melhorar as informações seria estratificar por nível de risco do cliente e por volume de empréstimo.

Outra forma de aumentar a concorrência no mercado de crédito é reduzir as restrições para que uma pessoa, física ou jurídica, possa emprestar. Atualmente, somente instituições financeiras podem conceder empréstimos, e a Lei nº 4.564, de 1964, prevê uma série de restrições a essas empresas – por exemplo, serem constituídas como sociedades anônimas. Desde que seja com recursos próprios, ou seja, desde que seja proibida captação e que se sujeitem às normas tributárias e de prevenção de lavagem de dinheiro, qualquer pessoa, física ou jurídica, poderia ter o direito de conceder empréstimos.

Já sobre o marco regulatório, antes de tudo, não custa lembrar que todo o sistema financeiro brasileiro está sob controle do BACEN. Isso cria conflito de interesses. O banco central tem por mandato garantir a estabilidade do sistema financeiro e, ao mesmo tempo, coibir abusos. Ocorre que, quanto mais abusos houver, maior a lucratividade dos bancos e, portanto, menor a probabilidade de ocorrer problemas sistêmicos.

O ideal seria deixar a avaliação de abusos de poder a cargo dos órgãos de defesa da concorrência. Além do problema de conflito de interesses mencionado anteriormente, esses órgãos possuem um corpo técnico especializado na análise de problemas associados à concorrência. Destaca-se que, na experiência internacional, é comum a atuação conjunta dos bancos centrais e dos órgãos de defesa da concorrência para analisar processos de concentração bancária e avaliação de eventuais práticas anti-concorrenciais.

Chama-se a atenção que não é desejável regulamentar o setor diretamente – no sentido de leis que estabeleçam tetos para taxa de juros ou *spread*. Obviamente, isso não é desejável. Afinal, as condições da economia se alteram constantemente. Por exemplo, em ambientes de maior risco, é natural que o *spread* se eleve. É melhor deixar que a avaliação, se está ou não havendo abuso de poder, seja feita caso a caso pelos órgãos competentes. De qualquer jeito, é fundamental que exista a ameaça de punição para os casos em que se entenda que houve abuso de poder.

Outras Medidas

Entre inúmeras outras ideias que surgiram nos debates, restou citar inicialmente a eliminação de crédito direcionado.

Antes de discutir se deve ou não haver crédito direcionado, é crucial registrar que, se forem eliminados os limites de taxa de juros, não faz sentido manter as captações a taxas privilegiadas. Assim, pode ser que o efeito final seja nulo sobre o *spread* médio (provavelmente aumentando o *spread* dos direcionados e reduzindo o *spread* dos demais).

Também cabem reservas em relação ao argumento de que há subsídio cruzado e que o crédito livre é caro, em parte, para compensar prejuízos provocados pelas operações direcionadas. Basta usar um argumento de preferência revelada: os bancos não são obrigados a oferecerem crédito direcionado, como poupança ou repasse do BNDES. Se o fazem é porque a operação é lucrativa.

Medidas para reduzir custos podem ser mais úteis e menos polêmicas. Cabe pensar em instituir medidas compulsórias para reduzir custos administrativos como grau de mobilização, número de agências ou limites de outros gastos? Caso acredite que sim, pode-se pensar, por exemplo, em incentivos fiscais para bancos que reduzirem seus custos mais fortemente, ou penalidades para bancos com estruturas mais pesadas.

O Instituto Brasileiro de Economia (IBRE), da Fundação Getúlio Vargas, sugeriu que o governo utilizasse a Caixa Econômica Federal (Caixa) para forçar uma redução na

taxa de juros – aliás, hipótese que o Diretor daquele Instituto, Luiz Schymura, também levantou em Audiência Pública na CACFE. Aliás, para reforçar e ilustrar, uma comparação das taxas praticadas por esse banco federal relativamente a outros grandes bancos foi apresentada em outra Audiência na mesma Comissão, pela Presidente da CAIXA, Sra. Maria Fernanda Ramos Coelho, conforme reproduzido a seguir.

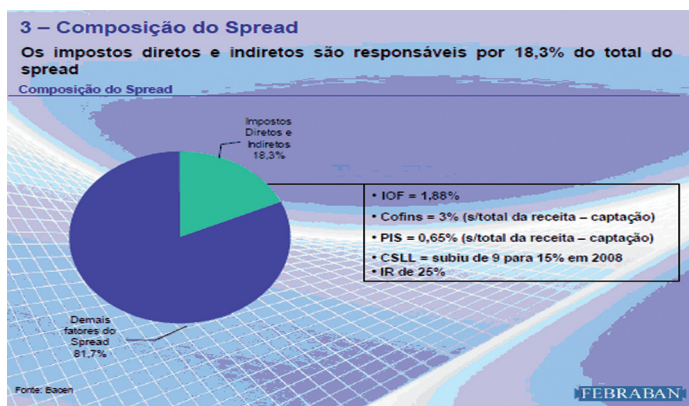


Fonte: Caixa Econômica Federal

A justificativa para uso da CAIXA, em detrimento de outros bancos públicos ditos comerciais, é por ser uma instituição de grande porte e constituída na forma de empresa pública (100% do seu capital pertence à União), ou seja, suas ações não são transacionadas em bolsa e não haveria o risco de eventuais prejuízos aos acionistas minoritários. O argumento baseia-se no raciocínio que a CAIXA, por ser um banco grande, consegue influenciar as taxas. Como as taxas estariam acima do que seria socialmente ótimo, uma intervenção do governo no setor tem a capacidade de aumentar o nível de bem-estar social. Os demais bancos, para não perder clientes, teriam de se ajustar, reduzindo também suas taxas. O problema pode ser na eficácia da medida: a CAIXA é pouco relevante no mercado de crédito, exceto o imobiliário, que já é direcionado. Adicionalmente, não podem ser descartados os riscos fiscais, caso a CAIXA venha a apresentar prejuízo.

Mais que uma medida, um princípio que inegavelmente contribuiria para reduzir o *spread* seria uma maior estabilidade macroeconômica e equilíbrio das contas públicas, como já foi argumentado. Além da inadimplência e do resíduo (que serve como indicativo da lucratividade do setor), merecem atenção também os outros componentes do *spread* bancário, ainda que menos pesem na sua formação, segundo a apuração realizada pelo Banco Central. São duas as propostas mais frequentes sobre tais matérias.

A primeira proposta sempre lembrada é a redução da cunha fiscal – cuja composição foi ilustrada à CACFE na exposição do Sr. Fabio Coletti Barbosa, da FEBRABAN, a seguir reproduzida. De acordo com o Relatório de Crédito e *Spread* do Banco Central, os tributos indiretos contribuíam, em 2007, com 2,3 pontos percentuais do *spread*, cuja média era de 28,4 p.p. Mas isso é somente uma decomposição, não representa o repasse que haveria se houvesse eliminação ou redução substancial da cunha fiscal. Se o repasse fosse de 1 para 1, o *spread* médio reduziria para 26,1 p.p. Há poucas evidências na literatura sobre o coeficiente de repasse – já foi encontrado coeficiente de repasse estatisticamente não diferente de zero, indicando que uma redução de carga tributária não levaria a menores *spreads*. Ao decidir, assim, por uma redução da cunha fiscal, é necessário ponderar o eventual impacto sobre o *spread* com a perda de arrecadação. Uma sugestão seria implementar um programa de redução gradual, que evoluísse de acordo com a avaliação de seus efeitos ao longo do tempo.



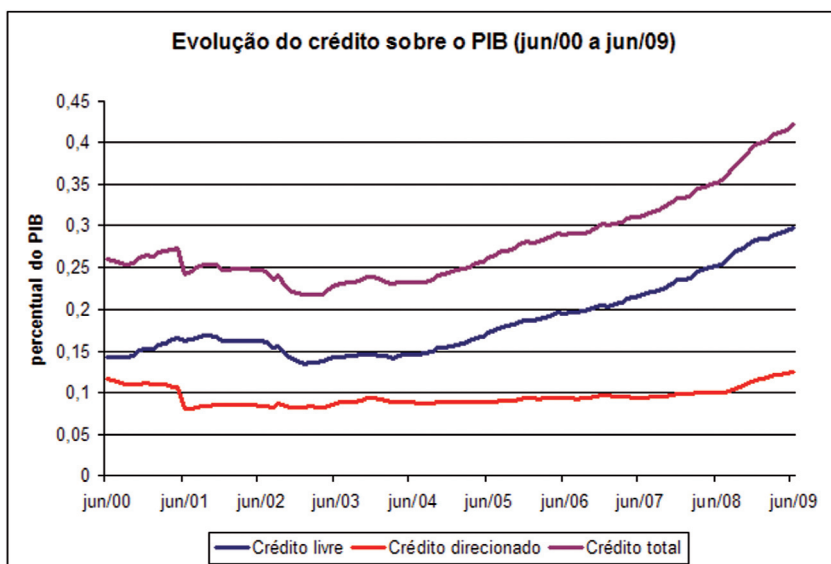
A segunda proposta trata da redução dos compulsórios. A FEBRABAN reclamou em sua exposição junto à CACFE, em 26/03/2009, que: “Temos os maiores depósitos compulsórios do mundo. Sobre os depósitos à vista a incidência é de 47%. No segundo colocado a Argentina, a alíquota é de 19% e nos EUA é de 10 %. Aqui também temos compulsório sobre depósitos a prazo.”

De fato, a alíquota brasileira é das mais altas do mundo. No decorrer da presente crise recessiva, especialmente em resposta à redução da oferta de crédito, o BACEN atuou na direção de reduzir o volume dos compulsórios. Ao retirar recursos do sistema financeiro, e, conseqüentemente reduzir a oferta de crédito, os compulsórios têm um impacto sobre o *spread*. Entretanto, não se pode esquecer que o controle dos compulsórios também faz parte da política monetária. Uma liberação muito forte dos compulsórios em períodos de aquecimento da economia pode forçar o Banco Central a elevar a taxa SELIC, o que pressionaria os *spreads* para cima. Dessa forma, a redução dos compulsórios é tão desejável quanto à redução da taxa SELIC, mas ambas devem evoluir sem comprometer o objetivo precípuo da política monetária, que é a estabilidade de preços.

A EVOLUÇÃO RECENTE DO CRÉDITO NO BRASIL⁴⁰

INTRODUÇÃO

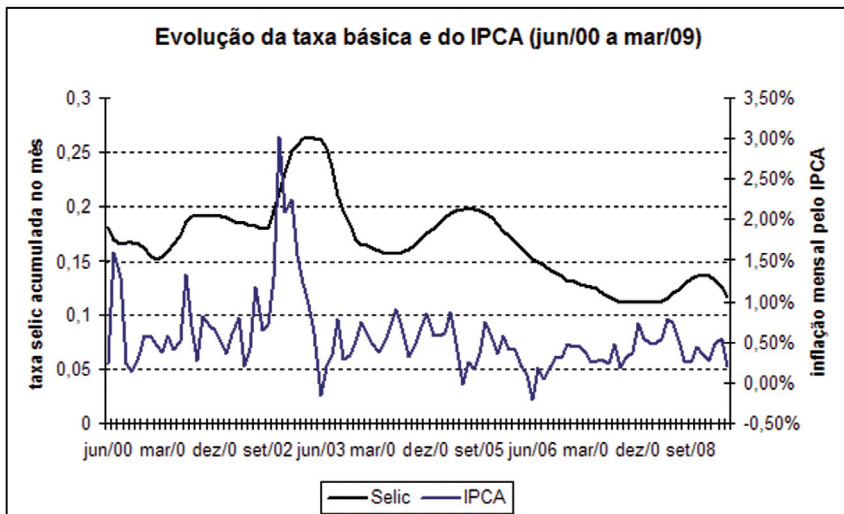
O volume do crédito total experimentou uma expansão muito rápida no País nesta década, avançando de 26% do PIB, em junho de 2000, para 42,5%, em março de 2009 – como ilustrado no gráfico a seguir, com informações extraídas do Banco Central do Brasil (BACEN). Esse aumento do crédito se deu, em boa medida, pela expansão das operações livres, cuja proporção em relação ao PIB dobrou entre agosto de 2004 e março de 2009.



Fonte: BACEN

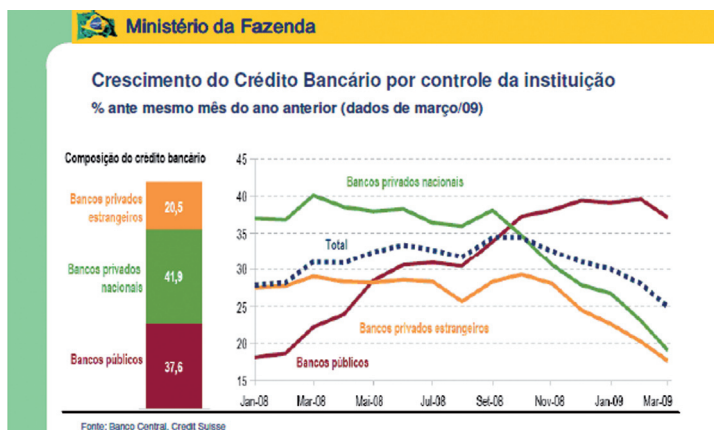
A explicação mais plausível para esse aumento do crédito na economia foi a conjugação de maior estabilidade macroeconômica – queda na taxa de juros básica e prevalência de menores taxas de inflação (ver gráfico a seguir) – com a maturação de uma série de medidas microeconômicas tomadas ao longo da década voltadas para dar mais segurança jurídica ao crédito. Dessas últimas, destacam-se a alienação fiduciária dos bens imóveis, a cédula de crédito bancário, o patrimônio de afetação, o crédito consignado em folha de pagamentos e a aprovação do novo regime falimentar, com a criação da recuperação judicial (Lei nº 11.101, de 2005).

⁴⁰ Estiveram à frente da elaboração desta seção Marcos Köhler e Paulo Springer de Freitas.



Fonte: BACEN

Nos últimos meses, a evolução da estrutura do crédito bancário apresentou como fato mais marcante a rápida expansão do ofertado pelos bancos públicos, de modo a compensar parcialmente a retração observada nos bancos privados, nacionais e estrangeiros. O gráfico a seguir, extraído de apresentação do Ministério da Fazenda, que foi exposta na Audiência Pública na CACFE em 28/5/2009, bem ilustra aquela característica. Esta evolução reflete, não custa lembrar, a estratégia governamental de atribuir um papel pró-ativo às instituições financeiras oficiais no enfrentamento da crise financeira global.



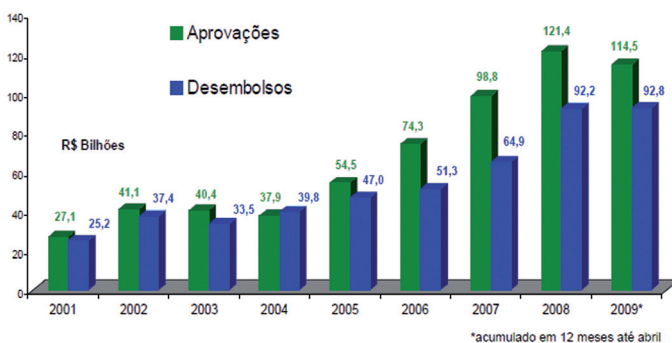
No movimento de expansão do crédito pelas instituições financeiras oficiais, vale chamar a atenção para o desempenho do Banco Nacional de Desenvolvimento Eco-

nômico e Social (BNDES), historicamente o principal responsável pelo *funding* de longo prazo na economia brasileira. O gráfico a seguir, apresentado na CACFE, em Audiência Pública de 27/5/2009, pelo seu Presidente, Sr. Luciano Coutinho, mostra o crescimento do volume de aprovações e desembolsos pelo banco desde 2005, sendo que nos primeiros meses deste ano se vem conseguindo manter patamares semelhantes ao do ano anterior – sem registrar, entretanto, uma nova expansão de desembolsos.

Aprovações e desembolsos do BNDES



- ✓ Desembolsos para a Indústria (R\$ 38 bi) e para a Infraestrutura (R\$ 36 bi) cresceram 19% no acumulado em 12 meses até abril de 2009.



Fonte: BNDES

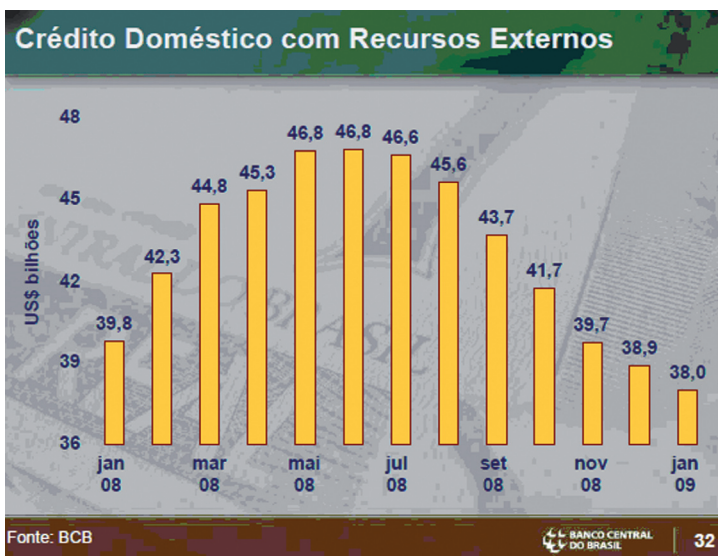
19

COMPONENTES DO CRÉDITO

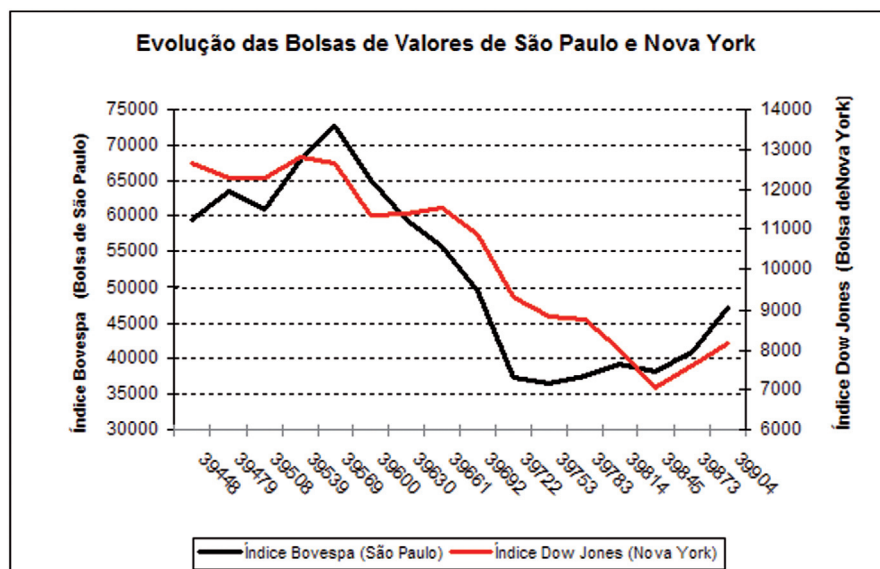
Para melhor compreensão desse movimento de expansão de crédito, que depois desembocou na crise financeira global, no final de 2008, vale analisar os seus principais componentes.

FINANCIAMENTO EXTERNO

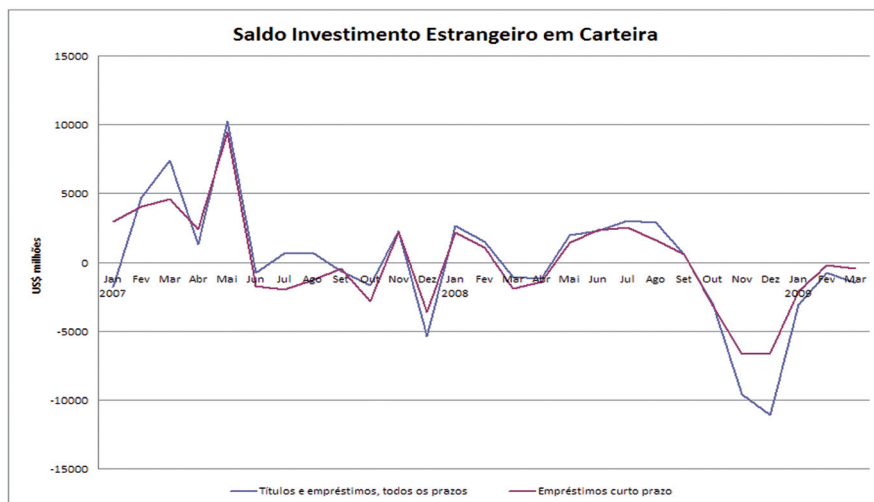
Na opinião das autoridades monetárias brasileiras, manifesta em várias Audiências e reuniões com os Parlamentares, o canal de transmissão mais direto da quebra do Lehman Brothers para a economia brasileira era o fato de que 19% do crédito no país provinha de crédito internacional ou crédito doméstico com *funding* externo. Quando a quebra daquele banco de investimento norte-americano afetou o sistema de crédito internacional, a baixa de taxa de rolagem retraiu a concessão de crédito na economia doméstica. Tal retração, porém, já vinha sendo observada desde junho de 2008, ainda que lentamente nos primeiros meses, conforme revela gráfico apresentado pelo Presidente do Banco Central, Sr. Henrique Meirelles, em Audiência Pública na CACFE, de 25/03/2009, a seguir reproduzido.



No segundo semestre de 2008, se intensificaram os sinais de arrefecimento da atividade econômica. Os ativos reais foram perdendo força já no primeiro trimestre, como demonstra o comportamento da Bolsa de Nova York ilustrado no gráfico seguinte, num prenúncio de restrição de liquidez nas praças internacionais.



O impacto da restrição de liquidez internacional sobre o financiamento externo para o Brasil pode ser visto no gráfico a seguir, que demonstra a evolução da emissão líquida de títulos e dos empréstimos recebidos por residentes desde 2007.



Fonte: BACEN.

São duas as observações mais marcantes a serem feitas com base. A primeira é que houve, de fato, um *credit crunch* no que diz respeito ao mercado internacional de crédito. Em 2008, até setembro, a emissão de títulos e os empréstimos vinham apresentando um saldo positivo mensal de US\$ 1,4 bilhão. No último trimestre de 2008, o saldo passou a ser negativo, com média mensal de US\$ 7,8 bilhões. No primeiro trimestre de 2009, o fluxo continuou negativo, de modo que, nesses seis meses, a saída líquida acumulada foi de US\$ 28,9 bilhões, praticamente anulando toda a entrada de capital nessas rubricas que ocorreu desde janeiro de 2007.

A segunda observação importante é que a maior parte do movimento de emissão de títulos e empréstimos se deve ao comportamento dos empréstimos de curto prazo, que são aqueles empréstimos com até um ano de vencimento. Empréstimos de curto prazo são usualmente concedidos para sanar problemas de liquidez das firmas, em contraste com empréstimos de maior maturação, destinados a financiar projetos de investimento. Assim, a queda significativa de financiamento de curto prazo é uma evidência de que a crise internacional deve ter trazido sérios problemas de liquidez para bancos e firmas que dependiam mais fortemente do crédito externo.

A escassez de crédito foi parcialmente amenizada pela atuação do BACEN, que, além de intervenções no mercado cambial tradicionais, instituiu as modalidades de linhas de recompra e empréstimos em moeda estrangeira. No último trimestre de 2008, essas intervenções somaram quase US\$ 13 bilhões – ver tabela seguinte.

Intervenções do BACEN no Mercado de Câmbio (em US\$ bilhões)

	Saldo de Linhas com Recompra	Saldo de Empréstimos em Moeda Estrangeira
Setembro	1.000	–
Outubro	4.450	1.500
Novembro	10.190	1.519
Dezembro	8.338	4.685
Janeiro	6.776	5.935
Fevereiro	5.685	6.846
Março	4.855	7.217

Fonte: BACEN

Isso não significa que a necessidade de crédito externo ficou deficitária em cerca de US\$ 10 bilhões no trimestre. A real necessidade pode ter sido bem maior, se considerarmos que, no trimestre que antecedeu a crise (julho a setembro de 2008), a emissão de títulos e os empréstimos tiveram um saldo positivo de US\$ 6,5 bilhões. Assim, a diferença entre esse saldo e o resultado do quarto trimestre de 2008 totaliza cerca de US\$ 30 bilhões, dos quais US\$ 13 bilhões foram compensados pela ação do BACEN. Isso geraria um *deficit* de US\$ 17 bilhões.

Por outro lado, é provável que parte dos recursos captados no exterior, em especial, o crédito de curto prazo, tinha como destino operações de tesouraria, para aproveitar as taxas de juros domésticas mais elevadas e a expectativa de estabilidade ou mesmo de apreciação do real, que vigia até agosto.

EMIÇÃO PRIMÁRIA DE TÍTULOS NO MERCADO DOMÉSTICO

Não foram somente as linhas de crédito externo que diminuiram após a crise que culminou em importante recessão no Brasil. A emissão primária de títulos⁴¹ no mercado de capitais também caiu substancialmente após a crise, conforme pode ser visto na tabela a seguir.⁴²

É verdade que o mercado de capitais destina-se, fundamentalmente, a financiamento de longo prazo das firmas. Dessa forma, o menor volume de emissões pode significar também uma queda da demanda. Ainda assim, tendo em vista a queda de quase R\$ 40 bilhões na captação entre os seis meses que antecederam a crise (considerando

⁴¹ Os títulos negociados no mercado de capitais são, por ordem de importância de valores emitidos, debêntures, ações, notas promissórias, certificado de recebíveis imobiliários e quotas de fundos imobiliários.

⁴² Os totais referentes à emissão de debêntures estão apresentados em coluna separada porque em fevereiro de 2008 houve alteração na regra de recolhimento de compulsórios estabelecida pelo BACEN, estabelecendo que empresas de arrendamento mercantil, participantes atuantes no mercado de debêntures, passariam a ter de recolher compulsório sobre as captações de debêntures. Isso reduziu a atratividade das debêntures frente a outras modalidades de captação, como os CDBs.

segundo e terceiro trimestres de 2008) e os seis meses seguintes (quarto trimestre de 2008 e primeiro trimestre de 2009), pode-se inferir que houve um significativo arrocho creditício nesse período.

Emissões de Ações e Debêntures (em R\$ milhões correntes)

	Emissões primárias (R\$ milhões)	Debêntures (R\$ milhões)
2008:I	2.528	32.243
2008:II	20.246	830
2008:III	29.759	3.824
2008:IV	11.354	561
2009:I	3.066	610
2009:II ¹	4.945	3.600

1: Até 15 de maio

Fonte: CVM

Constata-se uma queda no financiamento da ordem de R\$ 40 bilhões, em decorrência da redução das emissões primárias no mercado de capitais, e de US\$ 17 bilhões, em função do arrocho no mercado financeiro internacional. Conforme exposto, a deterioração no mercado de crédito pode não ter sido tão dramática porque parte da redução pode ter sido motivada por uma menor demanda.

Não há mensurações precisas de qual teria sido a queda da demanda por crédito no período; se é que ocorreu. Pode-se inferir que a redução não tenha sido tão pronunciada. Em primeiro lugar, porque não foi motivo de comentários. Nas diversas audiências públicas e reuniões técnicas realizadas pela Comissão de Crise do Senado com dirigentes e técnicos do BACEN, representantes de entidades empresariais (como FIESP e FEBRABAN) e com especialistas, não houve um só participante que diagnosticasse a redução do crédito como um problema de falta de demanda.

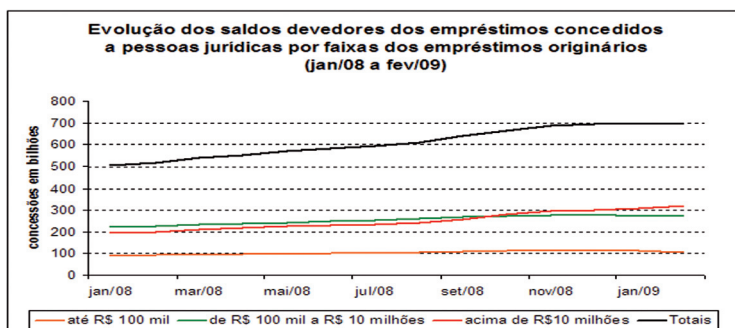
Um indicador de demanda disponível é os Indicadores SERASA Experian de Demanda por Crédito, das Empresas e dos Consumidores. Trata-se de um índice recentemente criado, com a série se iniciando em janeiro de 2008. Dessa forma, como ocorre com qualquer indicador ainda não consolidado, é natural que, ao longo do tempo, venham surgindo aprimoramentos na forma de calcular o índice. Por isso, mesmo reconhecendo que sua leitura deva ser feita com cautela, pode-se ter uma noção das magnitudes envolvidas, ainda mais se cotejadas com informações qualitativas.

Dependendo do período de comparação (segundo e terceiro trimestres de 2008 contra quarto trimestre de 2008 e primeiro trimestre de 2009), a queda na demanda por empréstimos para pessoas jurídicas varia de 5% a 13%, e para pessoas físicas, de 11% a 13%. Supondo, conservadoramente, que a demanda tenha caído 13% e tomando como base de comparação a média dos saldos de financiamentos ocorrida nos seis meses

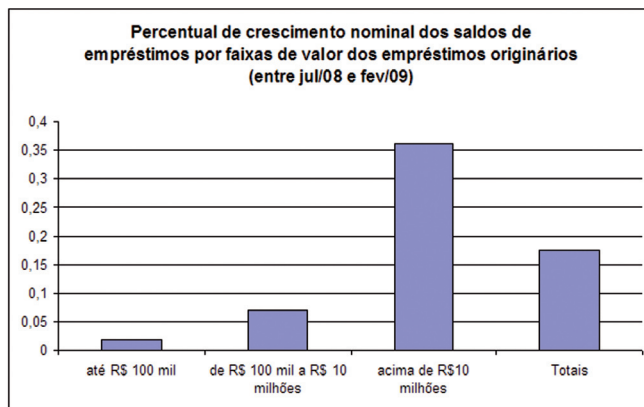
encerrados em setembro com a média observada no último trimestre do ano, chega-se a uma queda no financiamento externo da ordem de US\$ 11 bilhões (já incluindo as concessões de US\$ 13 bilhões oferecidas pelo BACEN), e de R\$ 8 bilhões na emissão primária de títulos. Se a comparação for feita considerando os seis meses anteriores ao início da crise (abril a setembro de 2008) e os seis meses seguintes (outubro de 2008 a março de 2009), a queda no financiamento externo atinge cerca de US\$ 22 bilhões (já incluindo os US\$ 13 bilhões oferecidos pelo BACEN), e na emissão primária de títulos, de R\$ 30 bilhões.

CRÉDITO DOMÉSTICO

A contração da liquidez internacional e a redução na emissão primária de títulos tiveram como reflexo no mercado de crédito interno uma elevação pronunciada da participação na demanda de crédito de operações de maior valor, prenunciando o movimento de deslocamento dos tomadores de pequeno e médio porte que se acentuaria nos momentos mais críticos do processo de deterioração das finanças globais – inferências nesse sentido podem ser extraídas das estatísticas apresentadas na forma das duas figuras a seguir.



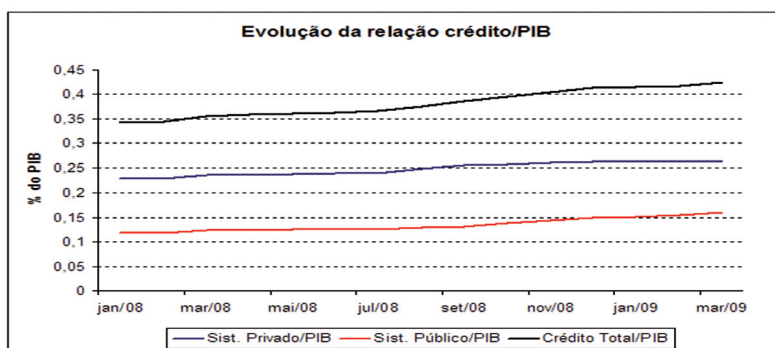
Fonte: BACEN



Fonte: BACEN

O deslocamento dos tomadores de maior dimensão, do mercado externo para o mercado interno, como também do mercado de capitais para o mercado bancário, é uma das razões para a acentuada redução da oferta de crédito para os segmentos pequeno e médio. Independentemente do comportamento da oferta total de crédito, houve uma forte alteração na distribuição dessa oferta de acordo com a dimensão dos tomadores.

Uma questão mais inquietante ainda é a aparente incoerência entre a sensação disseminada de falta de crédito relatada nos momentos de pico da crise recessiva e os dados de volume de crédito fornecidos pelo BACEN, que não apontam uma queda pronunciada desse volume; muito pelo contrário, apontam para um leve crescimento – como ilustrado no gráfico seguinte. De fato, a contribuição do sistema financeiro privado é bem modesta, ficando grande parte do crescimento do crédito, a partir de setembro de 2008, a cargo do setor financeiro público.



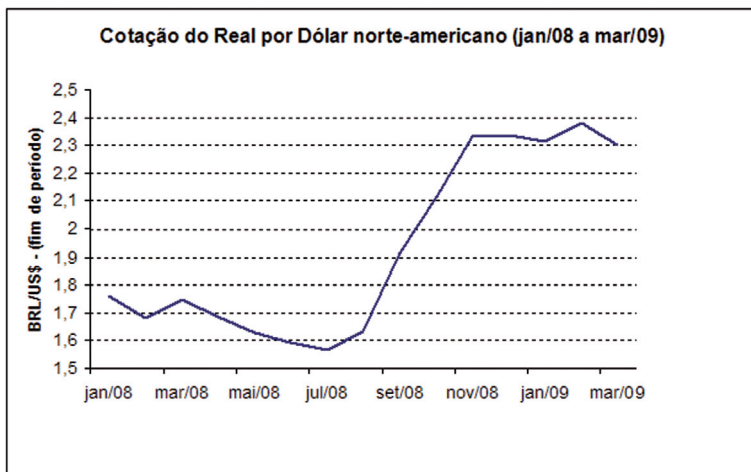
Fonte: BACEN

É de se ressaltar que essa mesma dúvida foi levantada na literatura norte-americana. Chari, Christiano e Kehoe⁴³ defendem a tese de que, ao menos até meados de outubro de 2008, os dados do sistema financeiro norte-americano não demonstrariam ter havido uma queda nos empréstimos do sistema bancário para as empresas e para os próprios bancos entre si no interbancário. Não teria havido um choque de crédito como aponta o senso comum.

Existem argumentos e evidências a favor da tese de que a elevação da relação saldos de crédito/PIB não se deveu a uma efetiva elevação da oferta de crédito no segundo semestre de 2008, mas a efeitos estatísticos e comportamentais derivados da própria crise recessiva. Um primeiro efeito estatístico significativo é derivado da expansão dos saldos em reais decorrentes da depreciação do real, ocorrida a partir de agosto de 2008 e retratada no gráfico da página seguinte.

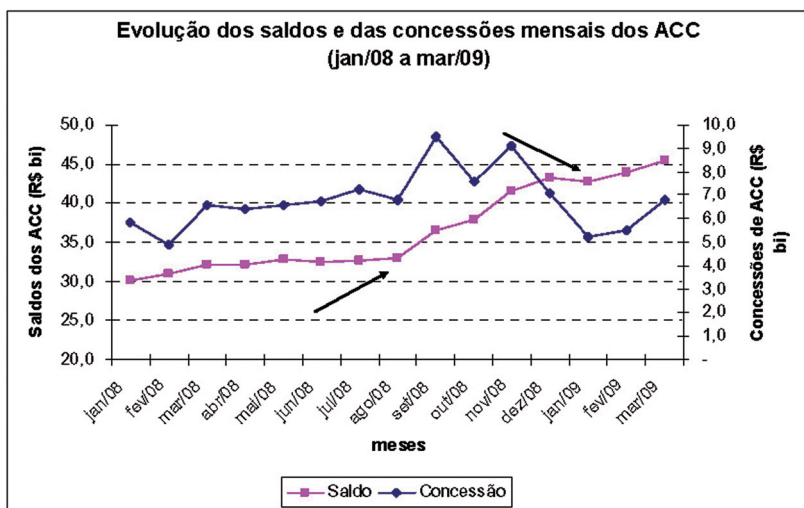
No caso das operações de antecipação de crédito (ACC), como ilustrado no gráfico a seguir, entre março e julho de 2008, as médias mensais foram de R\$ 6,7 bilhões

⁴³ CHARI, V. V.; CHRISTIANO, Lawrence; KEHOE, Patrick J. Facts and myths about the financial crisis of 2008. *Working Paper 666*. Federal Reserve Bank of Minneapolis, 2008.



Fonte: BACEN

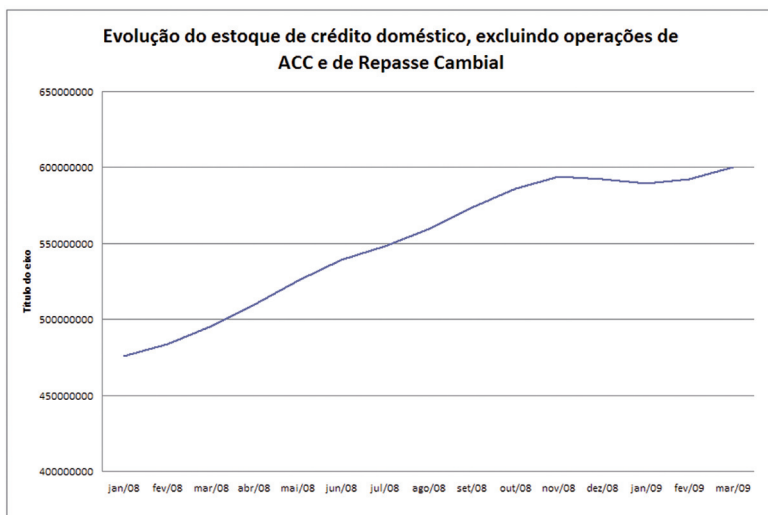
e o saldo manteve-se em torno de R\$ 32,5 bilhões. Coincidindo com a depreciação cambial, as concessões subiram para uma média de aproximadamente R\$ 8,0 bilhões e o saldo subiu para R\$ 43,2 bilhões. Evidentemente, o aumento no saldo se explica na sua quase totalidade pela variação cambial, e não pelo aumento na oferta de crédito. Adicionalmente, em janeiro, fevereiro e março de 2009, mesmo depois de ocorrida plenamente a depreciação, as concessões nominais ficaram abaixo do valor médio observado entre março e julho de 2008. O saldo das operações, entretanto, continuou subindo, atingindo o valor de R\$ 45,5 bilhões.



Fonte: BACEN

Tendo em vista que a média de março de 2008 a março de 2009 pouco se alterou em relação à média de março a julho de 2008 – uma variação mensal de apenas R\$ 300 milhões –, o crescimento no saldo total das operações de ACC entre agosto de 2008 e março de 2009 pode ser creditado quase integralmente à depreciação cambial no período e a fatores não associados a novas concessões, como a inadimplência. Essa variação foi de aproximadamente R\$ 12,5 bilhões, equivalentes a 0,43% do PIB, a valores de março de 2009.

A evolução do estoque de crédito doméstico excluindo as operações de ACC e de repasse externo é demonstrada no gráfico seguinte. Aquelas duas modalidades foram excluídas por dois motivos: i) para evitar dupla contagem, já que a redução do crédito externa afeta essas operações; ii) para tornar a série mais comparável, uma vez que, conforme explicado acima, com a depreciação do real, o estoque de ACCs e repasses externos aumentaram em reais, embora tenham diminuído em dólar.



Fonte: BACEN

O gráfico anterior sugere que a crise recessiva não afetou o crédito doméstico, tendo em vista que o estoque de crédito continuou aumentando durante os primeiros meses da crise, vindo a se estabilizar somente a partir de novembro de 2008. Em valores, o estoque de crédito ao final de dezembro era R\$ 18,5 bilhões superior ao registrado em fins de setembro. E, ao final de março de 2009, o estoque de crédito superava os números de setembro em R\$ 26,7 bilhões.

O sentimento generalizado de escassez de crédito decorreria então, em primeiro lugar, do efeito substituição de fontes de créditos, em que tomadores (em geral, grandes empresas) que usualmente não captavam no Brasil passaram a fazê-lo diante da escassez de crédito no mercado internacional, e com isso podem ter expulsado empresas pequenas e médias do mercado bancário.

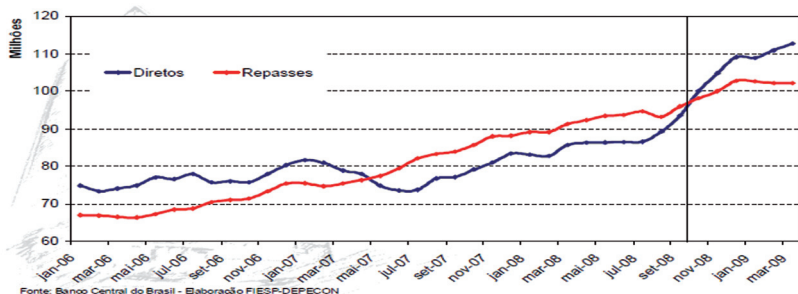
Existem motivos para acreditar que nem todo o aumento do estoque de crédito doméstico observado no período pós-crise representa, de fato, dinheiro novo.

Um fato conhecido é o crédito concedido por bancos públicos para operações denominadas de reestruturação empresarial. Depois da crise, muito dessas operações constituíram uma forma de socorro para grandes companhias nacionais que sofreram fortes prejuízos nos mercados de derivativos de câmbio – que teriam chegado à casa de R\$ 30 bilhões, segundo notícias de jornais brasileiros, ou US\$ 25 bilhões, segundo recente relatório do Bank for International Settlements (BIS).⁴⁴ Uma evidência da distinção entre crédito para investimentos fixos e para outras modalidades está na estrutura de desembolsos do BNDES: R\$ 10,5 bilhões foram aplicados diretamente no mercado de capitais em 2008, equivalente a 36% dos empréstimos diretos para projetos (a mesma proporção era de apenas 6% em 2002).⁴⁵ No mesmo sentido, Diretor da FIESP, Sr. Paulo Francini, comentou em Audiência Pública na CACFE sobre a estrutura de créditos do BNDES que os seus repasses por intermédio de agentes financeiros são destinados basicamente para investimentos fixos e que estes perderam importância relativa depois da crise, conforme ilustrado no seguinte *slide* da respectiva apresentação.

**Após crise, dispararam as operações diretas
(acima de R\$ 10 Mi)**

2.1

Empréstimos Direcionados Realizados pelo BNDES.



17

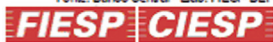
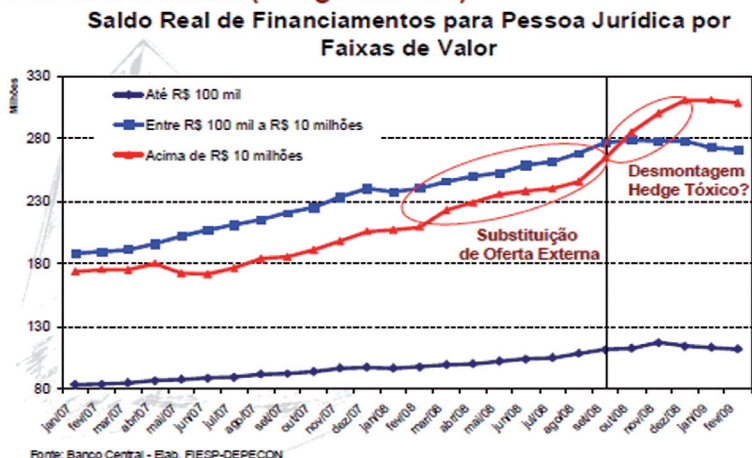
Um desdobramento que também é provável das perdas com derivativos cambiais seria a instituição financeira que estava na ponta ganhadora da operação converter, o que ganhou mas não realizou, em uma operação de crédito, que seria contabilizada

⁴⁴ Ver *BIS Quarterly Review*, International banking and financial market developments, Basel, June 2009. Há um capítulo que aborda os impactos financeiros da crise global na América Latina e as políticas econômicas adotadas. Dentre outros aspectos, mencionam que empresas mexicanas e brasileiras sofreram perdas significativas em função de operações com derivativos de câmbio: no México, as perdas atingiram US\$ 4 bilhões no 4º trimestre de 2008 e no Brasil estima-se algo próximo a US\$ 25 bilhões. Justamente as perdas das empresas com operações de derivativos cambiais alimentaram desvalorizações mais intensas no México e no Brasil. No Chile, a depreciação cambial não foi tão forte, uma vez que as empresas não estavam expostas a este tipo de perda e na Colômbia, as firmas estavam restritas por lei aos riscos que poderiam “tomar” no mercado de derivativos cambiais.

⁴⁵ Ver: <<http://www.bnDES.gov.br/estatisticas/download/Int2%20ID%20a%20produto.pdf>>

como se fosse nova operação. Mais uma vez, a apresentação do representante da FIESP na citada Audiência, realizada em 5/5/2009, também levantou essa hipótese como na figura a seguir.

Saldo Pessoa Jurídica: Forte elevação das maiores faixas de financiamentos (Hedge tóxico?)

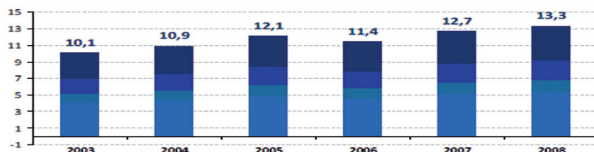


É importante, portanto, distinguir na atuação das instituições oficiais de fomento o que constitui concessão de crédito efetivamente novo e destinado especificamente a financiar investimentos fixos, o que constitui a variável mais relevante a ser estimulada e perseguida por uma ação anticíclica, dos desembolsos com outras finalidades. Bem ilustra essa situação o gráfico a seguir apresentado pelo Sr. Luciano Coutinho, Presidente do BNDES, em Audiência Pública em 27/5/2009.

BNDES amplia suporte ao investimento



Índice de Contribuição do BNDES à FBCF
(recursos para investimento fixo/FBCF total - %)



Outra faceta desse debate sobre a melhor apuração e leitura das estatísticas sobre a evolução do crédito respeita à inadimplência. O seu aumento, constatado nos últimos

meses, pode fazer com que o saldo do empréstimo cresça, mesmo que o volume de novas concessões tenha sido igual ou menor que as amortizações do período. Tal feito decorre do fato de que as parcelas não pagas de empréstimos passados, adicionadas dos respectivos juros e multas por atraso, são adicionadas ao estoque de crédito por um período de algumas semanas. De acordo com o BACEN, o saldo de inadimplência cresceu R\$ 6,2 bilhões no último trimestre de 2008 e R\$ 5,3 bilhões no primeiro trimestre de 2009. Se considerarmos, por hipótese, que toda a variação da inadimplência foi incorporada ao estoque de crédito⁴⁶, pode-se estimar que aproximadamente um terço dos R\$ 18,5 bilhões de aumento no saldo do crédito ocorrido no último trimestre de 2008 deveu-se somente ao aumento da inadimplência no período. E, no primeiro trimestre de 2009, o aumento da inadimplência explicaria 65% dos R\$ 8,2 bilhões.

Assim, excluindo o impacto provável da inadimplência sobre o estoque, o crédito doméstico teria aumentado tão-somente R\$ 16 bilhões nos dois últimos trimestres. Sabe-se ainda que uma parcela do que é efetivamente crédito novo foi destinado a grandes empresas estatais, inclusive para substituir fontes externas. De qualquer forma, vale comparar aquela cifra (de R\$ 16 bilhões) com as de que queda no financiamento externo (da ordem de US\$ 22 bilhões, já incluídos US\$ 13 bilhões oferecidos pelo BACEN) e de redução na emissão primária de títulos (cerca de R\$ 30 bilhões). Isto tudo indica que o houve uma forte retração de crédito no período analisado. Esse impacto foi diferenciado e, por princípio, deve ter afetado mais as pequenas e médias empresas do que as grandes.

Pode-se chegar a conclusões qualitativamente semelhantes se, em vez de analisar os saldos, as atenções forem concentradas no comportamento das estatísticas relativas a novas concessões, apresentadas na tabela a seguir, classificadas por destinatário e modalidade, compreendendo o final de 2008 e o início de 2009.

	Novas Concessões (em R\$ mil)			diferença 2008-IV/III		diferença 2009-I/2008-IV	
	2008-III	2008-IV	2009-I	absoluta	percentual	absoluta	percentual
Total pessoa jurídica	311.367.614	315.374.593	263.851.782	4.006.979	1,3	(51.522.811)	-16,3
Capital de giro	57.864.899	65.374.416	50.066.810	7.509.517	13,0	(15.307.606)	-23,4
Outras operações - Pessoa jurídica	66.793.911	70.869.237	61.929.676	4.075.326	6,1	(8.939.561)	-12,6
Desconto de duplicatas	27.482.811	28.122.189	23.368.414	639.378	2,3	(4.753.775)	-16,9
Financiamento imobiliário - Pessoa jurídica	130.338	411.202	181.227	280.864	215,5	(229.975)	-55,9
Hot money	2.352.263	2.623.357	2.021.605	271.094	11,5	(601.752)	-22,9
Adiantamento sobre contrato de câmbio (ACC)	23.571.587	23.797.365	17.508.595	225.778	1,0	(6.288.770)	-26,4
Desconto de notas promissórias	515.176	383.190	337.186	(131.986)	-25,6	(46.004)	-12,0
Conta garantida	95.162.039	94.495.490	83.671.743	(666.549)	-0,7	(10.823.747)	-11,5
Financiamento a importações e outros	5.863.461	5.104.275	4.275.896	(759.186)	-12,9	(828.379)	-16,2
Repasses externos	5.639.516	3.671.378	1.592.286	(1.968.138)	-34,9	(2.079.092)	-56,6
Vendor	16.010.949	13.339.163	11.682.606	(2.671.786)	-16,7	(1.656.557)	-12,4
Aquisição de bens - Pessoa jurídica	9.980.664	7.183.331	7.215.738	(2.797.333)	-28,0	32.407	0,5
Total pessoa física	154.538.837	146.527.199	149.080.226	(8.011.638)	-5,2	2.553.027	1,7
Cheque especial	60.981.322	63.068.892	60.190.911	2.087.570	3,4	(2.877.981)	-4,6
Cartão de crédito - Pessoa física	33.099.453	34.862.478	36.104.136	1.763.025	5,3	1.241.658	3,6
Financiamento imobiliário - Pessoa física	482.144	504.008	445.439	21.864	4,5	(58.569)	-11,6
Aquisição de outros bens - Pessoa física	4.309.732	3.992.255	3.051.867	(317.477)	-7,4	(940.388)	-23,6
Outras operações - Pessoa física	11.376.978	10.379.863	9.564.446	(997.115)	-8,8	(815.417)	-7,9
Crédito pessoal	30.957.451	25.680.375	28.877.777	(5.277.078)	-17,0	3.197.402	12,5
Aquisição de bens veiculares - Pessoa física	13.331.757	8.039.328	10.845.650	(5.292.429)	-39,7	2.806.322	34,9
Total geral	465.906.451	461.901.792	412.932.008	(4.004.659)	-0,9	(48.969.784)	-10,6

⁴⁶ Esse cálculo é somente uma aproximação. Por exemplo, não considera que parte dos créditos em atraso é retirada do saldo após determinado tempo. Tampouco considera que o saldo passa a incorporar juros e multas por atraso. O objetivo, contudo, é fornecer somente uma ordem de grandeza das magnitudes.

O volume de novas concessões é bem diferente das variações no saldo. Trata-se de um resultado esperado, tendo em vista que a variação no estoque deveria ser igual à diferença entre novas concessões e amortizações efetuadas no período. Adicionalmente, há os problemas de mensuração, como os associados ao tratamento da inadimplência.

As concessões no quarto trimestre de 2008 concentraram-se em linhas de liquidez (capital de giro, cheque especial, cartão de crédito). É difícil discernir se essas concessões são realmente crédito novo ou simplesmente rolagem de débitos anteriores, tendo em vista que essas modalidades são, em princípio, renovadas automaticamente.

No caso específico de financiamento de veículos, a redução de R\$ 5,3 bilhões nas novas concessões, observada no último trimestre do ano passado, pode ser explicada também por forte queda na demanda por crédito, tendo em vista que a reversão nas expectativas pode ter afetado severamente a demanda por bens de consumo duráveis de maior valor e com longo prazo de financiamento.

O arrocho creditício foi mais intenso no primeiro trimestre de 2009, recaindo, quase que exclusivamente, sobre as pessoas jurídicas. Observa-se que, para esse segmento, a queda nas novas concessões em comparação com o trimestre anterior ocorreu em praticamente todas as modalidades⁴⁷ e foi expressiva, atingindo, em média, quase 20%. Já para pessoas físicas, a variação agregada foi positiva, mas com grande dispersão de desempenho entre as modalidades, observando-se quedas superiores a 20% e aumentos acima de 30%.

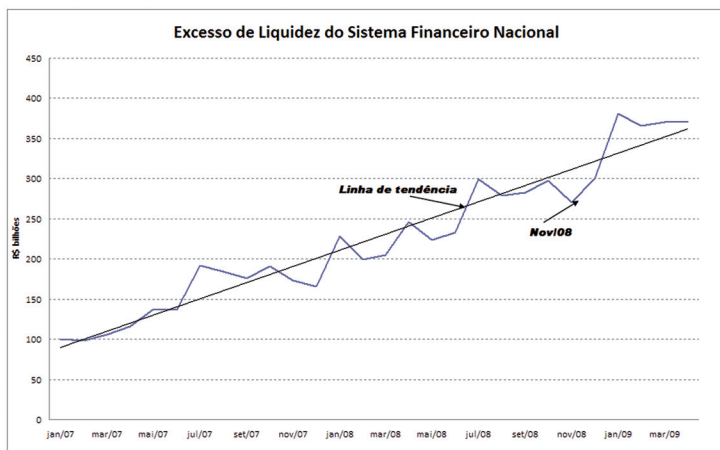
É de certa forma surpreendente que o aperto de crédito tenha sido mais intenso no primeiro trimestre de 2009, e não no último trimestre de 2008. Afinal, os principais problemas de liquidez no sistema foram resolvidos no final de 2008, quando o BACEN chegou a reduzir em R\$ 99,8 bilhões os recolhimentos compulsórios. Em particular, ele destaca que disponibilizou R\$ 41,8 bilhões para prover liquidez direcionada especificamente aos bancos pequenos e médios, incluindo medida mais recente que criou um novo recibo de depósito bancário, que permitirá aqueles bancos captarem recursos com garantia de até R\$ 20 milhões do Fundo Garantidor de Crédito (FGC).

Uma possível explicação para isso pode ser que o problema de crédito não foi somente de liquidez, mas também de confiança na contraparte. Dessa forma, os bancos, mesmo tendo recursos à disposição, continuaram não emprestando para o setor privado, preferindo aplicar os recursos disponíveis em títulos públicos. Quando se analisa o comportamento do Índice de Basileia, é constatado aumento de quase dois pontos percentuais entre setembro e dezembro de 2008, o que pode ser interpretado como uma estratégia de o sistema financeiro reduzir sua exposição ao setor privado. O BACEN ainda não divulgou os valores referentes ao primeiro trimestre de 2009, mas é possível que essa estratégia tenha se intensificado.

A aquisição de títulos públicos nas operações de mercado aberto, promovidas pelo Departamento de Operações de Mercado Aberto (Demab), do BACEN, é um im-

⁴⁷ A única exceção foi a modalidade aquisição de bens – pessoas jurídicas, cujas novas concessões aumentaram 0,5% no período.

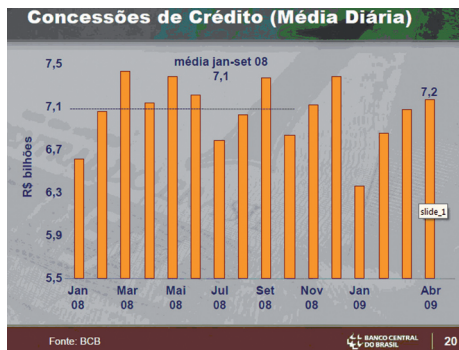
portante indicador de liquidez do sistema financeiro nacional. Quanto mais títulos o banco central colocar, maior o excesso de liquidez, dada a taxa SELIC. O gráfico a seguir mostra que o excesso de liquidez atingiu um mínimo em novembro de 2008 e voltou a crescer fortemente até janeiro.



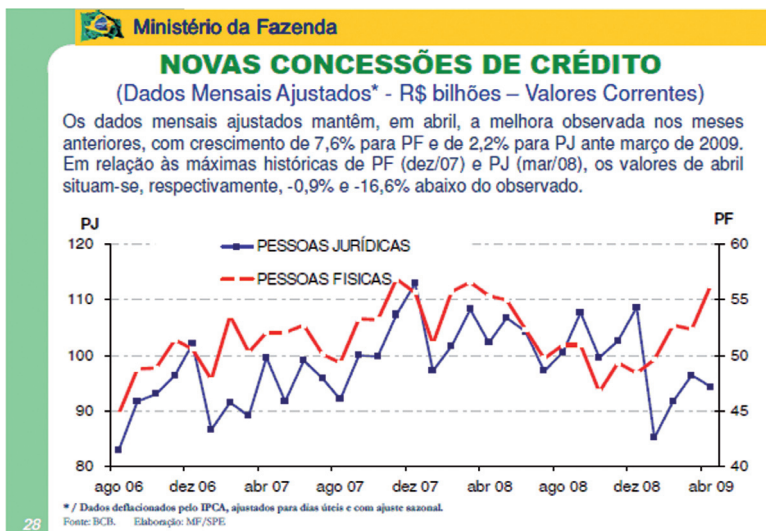
Considerada também a evolução do Índice de Basileia, é possível inferir que o aperto de crédito no final de 2008 foi consequência de menor liquidez e da estratégia dos bancos em reduzir sua exposição ao setor privado. Já para o primeiro trimestre de 2009, na ausência de informações sobre a evolução do Índice de Basileia, pode-se somente concluir que o aperto de crédito não foi motivado por problemas de liquidez.

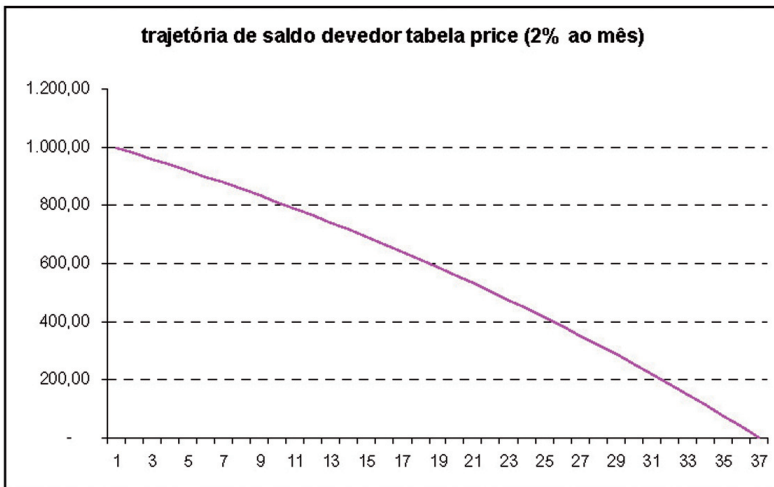
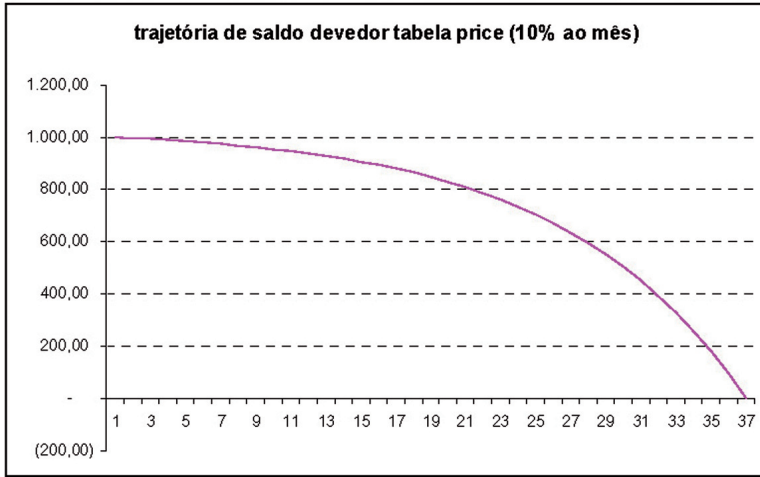
Sobre as concessões de crédito, importa registrar, por último, as posições mais atualizadas levadas pelas autoridades monetárias ao Congresso Nacional.

Em primeiro lugar, é ilustrada a evolução da média diária de concessões de crédito, objeto de gráfico apresentado pelo Sr. Henrique Meirelles, Presidente do Banco Central, em Audiência do último 3 de junho, na qual ele demonstra que o volume de abril teria voltado para a média registrada nos nove primeiros meses do ano passado.



Em segundo lugar, a estrutura das concessões mostra uma situação diferente por tipo de crédito. Para tanto, vale ver o *slide* reproduzido a seguir, extraído da exposição do Sr. Guido Mantega, Ministro da Fazenda, em Audiência Pública de 28 de maio último. A exemplo da tendência da evolução recente do *spread*, há uma recuperação nas concessões para pessoas físicas enquanto continuam oscilantes e baixas as que beneficiam pessoas jurídicas.





Existem três variáveis relevantes para aferir o impacto da inadimplência de uma dada mensalidade sobre a evolução do saldo devedor da operação correspondente (supondo pagamentos iguais): a taxa de juros contratual, o valor e o número de prestações remanescentes. O impacto dos juros é óbvio. Já o conhecimento do valor das prestações e do número de prestações residuais é importante para aferir a relação prestação / saldo devedor total, que é tanto maior quanto menor o número de prestações remanescentes. No caso extremo, o atraso da última prestação de um financiamento equivale à inadimplência de 100% do saldo devedor residual da operação.

O aumento da inadimplência faz crescer o volume dos saldos dos empréstimos. O cálculo desse impacto, entretanto, dependeria do conhecimento das variáveis apontadas: as

taxas de juros, os prazos remanescentes e os valores das prestações em atraso. A partir desses dados, seria possível aferir a parcela de crescimento do saldo devedor devida ao crescimento da inadimplência e não correspondente à concessão de novos créditos.

Essa mensuração seria importante porque a expansão dos saldos das operações de crédito, como já se disse, é muitas vezes tomada como substituto para a concessão mesma do crédito. Em situações normais a correspondência é válida. Entretanto, como se procurou demonstrar, em situações de *stress* e aumento generalizado da inadimplência, o aumento dos saldos das operações reflete, em parte, a acumulação de saldos não honrados que deveriam ter sido amortizados. Nesse sentido, esses incrementos corresponderiam “renovações” forçadas de crédito, mas não a passagem de novos fluxos de caixa para a demanda de liquidez da economia.

Os dados hoje disponíveis ao público não permitem mensurar com precisão a magnitude do efeito antes descrito. Pode-se, contudo, afirmar com segurança que sua participação na elevação dos saldos de crédito é bastante significativa, uma vez que as taxas de juros no Brasil são tipicamente elevadas e o nível de inadimplência sofreu nítido aumento. É preciso observar que, nos relatórios dos últimos meses de 2008 – fase mais aguda da contração do crédito –, mesmo não tendo sido registrado aumento inadimplência, é possível que sua incidência tenha sido captada nos relatórios contábeis que apuram a evolução dos saldos das operações.

A definição de inadimplência do BACEN implica necessariamente uma defasagem na apuração. É necessário um lapso temporal expressivo para que a inadimplência se caracterize. Entretanto, para cada operação individual, há o registro em tempo real dos valores presentes da não-amortização prevista e de todas as rendas geradas pelo atraso. Além disso, a gestão da tesouraria pelos bancos é bastante ágil, de modo que, quando o volume de amortizações previstas diminui, tende a ocorrer imediata redução na disponibilidade para a concessão de novos créditos.

A tabela abaixo demonstra como houve rápida reação dos bancos ao aumento da inadimplência observada no caixa. Ela descreve a variação das provisões por classe de risco em relação à efetivada no mês anterior.

Meses	Nível AA	Nível A	Nível B	Nível C	Nível D	Nível E	Nível F	Nível G	Nível H	Total
set-08	14,4%	4,4%	4,2%	1,9%	1,1%	-0,8%	0,3%	-1,0%	0,3%	0,6%
out-08	8,7%	1,1%	3,6%	1,7%	6,8%	-7,1%	8,0%	-0,8%	5,5%	3,9%
nov-08	6,9%	0,6%	0,1%	2,0%	1,9%	6,1%	2,3%	9,0%	3,4%	3,5%
dez-08	-0,1%	6,6%	4,5%	1,9%	1,6%	5,5%	2,6%	-0,1%	2,7%	2,7%
jan-09	0,0%	0,4%	1,0%	12,2%	5,1%	7,5%	8,0%	8,0%	2,0%	4,0%
fev-09	1524,9%	4,8%	19,4%	11,6%	22,0%	33,8%	26,1%	15,1%	6,3%	17,2%
mar-08	-10,9%	7,2%	6,9%	2,9%	5,8%	4,4%	3,4%	5,9%	4,9%	4,2%

Fonte primária: BACEN

Para operações em que não haja pré-concessão ou renovação automática, a redução de novas concessões seria imediatamente captada, facilitando a interpretação de que o

aumento de saldo observado derivaria exclusivamente do aumento da inadimplência. Entretanto, há vários exemplos de operações em que o conceito de “novas concessões” é problemático. Operações como cheque especial, financiamento de cartões de crédito e outras assemelhadas funcionam mais como um saldo de entradas e saídas periódicas, um crédito rotativo. Ocorre que, a cada reutilização de limite após pagamento total ou parcial do limite de crédito posto à disposição do cliente, considera-se ter havido uma nova concessão. Para exemplificar, se um determinado cliente tiver um saldo à sua disposição de R\$ 1 mil no cheque especial e utilizá-lo integralmente todo mês, mas, de igual modo, pagar todo o débito nos dias de pagamento de salário, ao final do ano terão sido contabilizadas 12 concessões de crédito no valor de R\$ 1 mil cada, perfazendo um fluxo total de concessões de R\$ 12 mil reais. O saldo, entretanto, jamais terá superado o valor de R\$ 1 mil ao longo do período.

O ÍNDICE DE BASILEIA E O COMPORTAMENTO DO CRÉDITO DURANTE A CRISE

Outra forma de captar o comportamento dos bancos e seu provável reflexo sobre a concessão de crédito durante a crise recessiva é observar as variações no Índice de Basileia (IB) das instituições mais importantes.

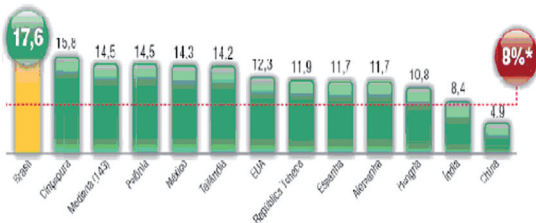
O IB expressa a relação entre duas variáveis: o capital próprio do banco – grosso modo o patrimônio líquido; e os ativos totais ponderados pelo risco. Quanto à segunda variável, é importante diferenciá-la dos ativos tais como contabilizados no balanço. A diferença decorre da ponderação pelo risco. Um exemplo bastante ilustrativo são os títulos públicos. Como se trata de ativos de baixo risco, esses títulos têm seu valor relativamente reduzidos quando ponderados pelo risco, embora isso não signifique em absoluto que esses ativos se depreciem do ponto de vista contábil. Já um ativo mais arriscado, para efeitos do IB, é computado com peso maior, embora isso não signifique que tenha valor contábil maior. Aliás, é o contrário. Quanto menor a probabilidade de não recebimento de um ativo, menor o seu valor contábil. Entretanto, como o objetivo do IB é determinar o nível mínimo de capital requerido para que cada instituição seja capaz de suportar perdas nas suas operações ativas, é consistente com a metodologia que operações de menor risco reduzam a apuração do ativo e requeiram, assim, menor capital. Contrariamente, operações mais arriscadas aumentam o ativo e o requerimento de capital para fins de apuração do IB.

Já sabemos que, no conjunto dos bancos, a situação brasileira é muito boa comparativamente a outras economias emergentes e ricas, como ilustrado no gráfico da página seguinte, exposto pelo Ministro da Fazenda em Audiência na CACFE.

É interessante aprofundar a análise tomando uma amostra dos maiores bancos do país; neste caso, foram compreendidos os seguintes: entre os bancos públicos, Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal; entre os privados, Itaú, Bradesco, Unibanco, Santander e ABN. Como houve rearranjos societários entre os integrantes privados da amostra ao longo do período de apuração, ela passou a consistir, ao fim do período, de apenas três bancos: Itaú, Santander e Bradesco, pois os dois primeiros absorveram o Unibanco e o ABN, respectivamente.

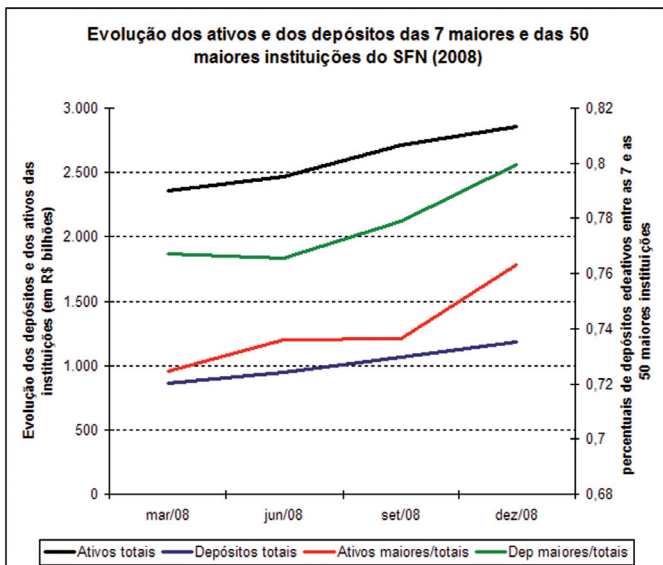
Sistema financeiro sólido

Quanto menor o percentual, maior o risco na carteira de empréstimos



* Percentual de capital recomendado pelo acordo de Basileia II (2007) - Fonte: Banco Mundial - 2000

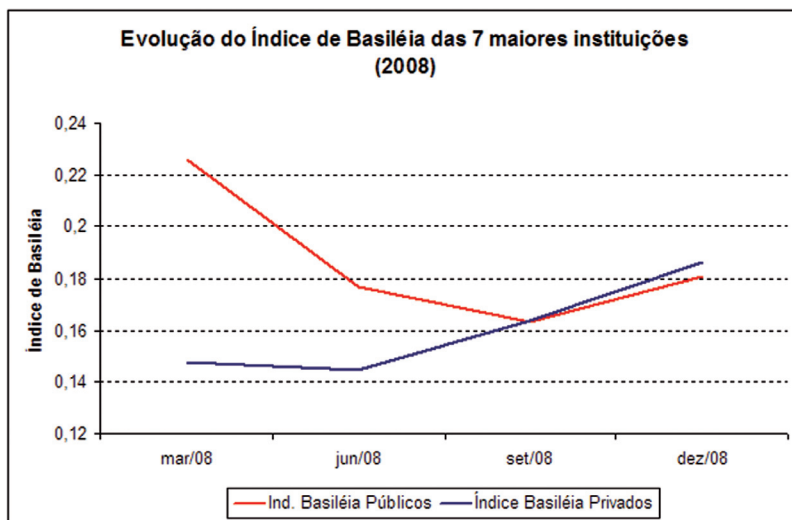
No primeiro gráfico abaixo, no eixo da esquerda, estão mensuradas as evoluções dos ativos e dos depósitos dos 50 maiores bancos do País. No eixo da direita está mensurada a evolução do percentual de ativos dos bancos da amostra sobre o total de ativos dos 50 maiores bancos. Como se vê, houve concentração de ativos nos bancos da amostra ao longo do período, e esses passaram a deter 76,3% dos ativos totais ao final de 2008, em comparação com menos de 72,5% no primeiro trimestre daquele ano. Também os depósitos se concentraram. Os bancos da amostra detinham no primeiro trimestre 76,7% do total de depósitos das 50 maiores instituições; no final do último trimestre de 2008 detinham 79,9%.



O Índice de Basileia das sete maiores instituições se comportou em 2008 conforme descrito no gráfico abaixo. Para as instituições privadas, o índice se manteve pratica-

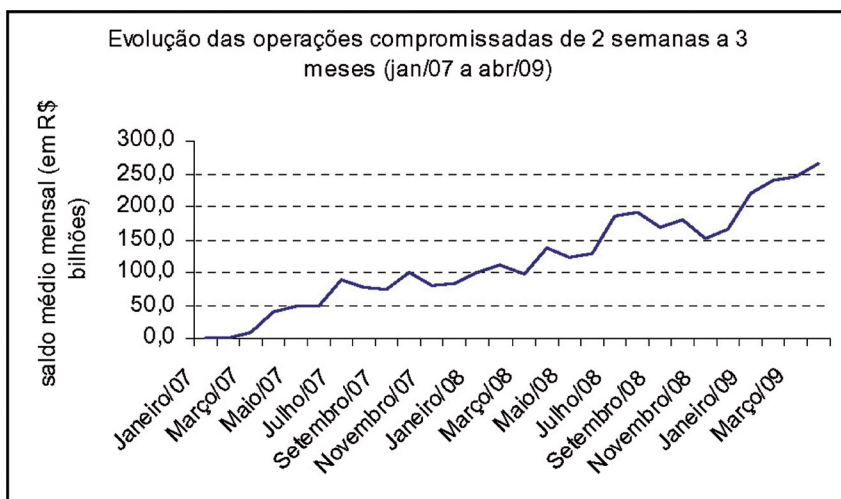
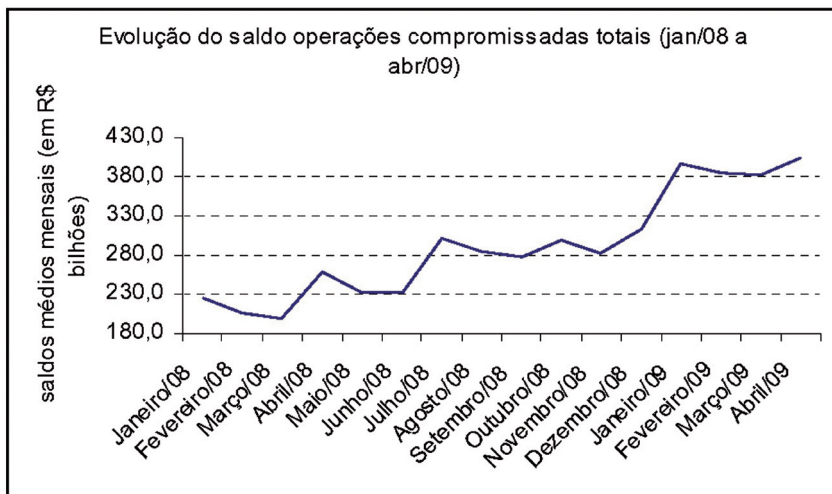
mente constante em aproximadamente 15% nos dois primeiros trimestres. Nos dois trimestres seguintes, o índice subiu, chegando ao fim do ano a praticamente 19%. No caso dos bancos públicos, o índice caiu até o terceiro trimestre. A partir daí, houve crescimento de praticamente 16% para 18%.

O índice do setor público foi fortemente afetado pelo índice muito elevado apresentado pela Caixa Econômica Federal, o que explica a forte queda experimentada nos três primeiros trimestres. De todo modo, as variações mais importantes são as do quarto trimestre em relação ao terceiro, período mais agudo da recessão no País. Claramente houve expansão do índice tanto nos bancos públicos quanto nos bancos privados.



A subida no índice de Basileia deriva da expansão relativa do capital próprio sobre os ativos ponderados pelo risco. Como houve expansão mais ou menos uniforme dos patrimônios líquidos, em função da lucratividade do sistema, a elevação do índice de Basileia só pode ser explicada pela redução do risco das operações ativas. Essa redução, ainda mais considerando o aumento na percepção de risco e a alegada elevação da inadimplência, só pode ter decorrido de uma redução relativa das operações de crédito e pelo aumento das operações de compra de títulos.

A observação acima, aliás, é consistente com o comportamento das operações compromissadas realizadas pelo BACEN. Ao longo do ano de 2008, observou-se um aumento expressivo dos saldos dessas operações em que o BACEN vendeu títulos e absorveu liquidez do mercado, como ilustrados nas figuras a seguir. De junho de 2008 a abril de 2009, o saldo das operações compromissadas totais variou de R\$ 233,3 para R\$ 402,9 bilhões. Chama a atenção o fato de que as operações de menor prazo tiveram crescimento muito expressivo. Em junho de 2008 tinham saldo de R\$ 130 bilhões e, em abril de 2009, seu saldo atingiu R\$ 265 bilhões, um crescimento de 104%. Essas operações de menor prazo tinham saldo nulo no início de 2007.



PARA AMPLIAR E BARATEAR A OFERTA DE CRÉDITO

Como contribuições ao debate público visando à elevação da oferta de crédito na economia brasileira, são apresentadas aqui uma série de sugestões que tomam por base o diagnóstico anteriormente elaborado. O passo tido como fundamental é o estímulo a concorrência entre bancos. Outras medidas podem contemplar uma espécie de nova sistemática de premiação à expansão da oferta de crédito. Observe-se que praticamente todas as medidas visando ao aumento da concorrência já foram sugeridas anteriormente, quando foram apresentadas sugestões para reduzir o *spread*.

Proibição de cobrança de tarifas para transferência de valores para contas de mesmo titular entre diferentes instituições financeiras

Essa medida estimularia os indivíduos a possuírem contas em mais de um banco, o que permitiria melhor pesquisa de preços. Aumentar a chamada portabilidade é insuficiente para tornar o mercado bancário mais contestável e competitivo. Seria necessário considerar também os vários fatores que tornam difícil e custoso mudar de conta de um banco para outro. Atualmente, há ligação entre a conta corrente e sistemas de débito em conta de prestadoras de serviço, de cartões de crédito, etc. Dessa forma, reduzir os custos de manutenção de contas correntes e de transferência de fundos (DOC e TED) seria essencial para aumentar a competitividade entre as instituições financeiras. Uma regulação mais estrita nesse campo seria mais avançada tecnicamente e mais eficiente para garantir a efetiva redução de custos de tarifa no setor.

Compartilhamento de terminais de autoatendimento

Um dos motivos que afasta a clientela de bancos médios e pequenos é a falta de terminais de autoatendimento. Os altos custos iniciais de instalação de uma rede extensa e pulverizada de terminais de atendimento é o que se chama na teoria de barreira à entrada de concorrentes. A obrigação de compartilhamento de terminais (com imposição de uma tarifa justa) aumentaria a atratividade de bancos pequenos e médios, estimulando a competição no setor.

Aprimorar o sistema de divulgação de taxas de juros cobradas em operações ao tomador final

O Banco Central divulga as taxas cobradas para cada tipo de operação mas devem ter um impacto mínimo sobre a competição entre os bancos. Isso porque os bancos informam as taxas efetivamente pactuadas e isso, como se sabe, depende de uma série de fatores, como porte do tomador, volume da operação, etc. Assim, o fato de algum banco ter oferecido taxa mais baixa em uma modalidade específica não quer dizer que um cliente de outro banco irá conseguir a mesma taxa. Uma forma de melhorar as informações seria estratificar por nível de risco do cliente e por volume de empréstimo.

Reduzir as restrições para financiadores

Outra forma de aumentar a concorrência no mercado de crédito é reduzir as restrições para que uma pessoa, física ou jurídica, possa emprestar. Atualmente, somente instituições financeiras podem conceder empréstimos, e a Lei nº 4.595, de 1964, que disciplina o Sistema Financeiro Nacional, prevê uma série de restrições a essas empresas, por exemplo, elas serem organizadas na forma de sociedades anônimas. Desde que o financiamento tenha como fonte de recursos próprios, ou seja, desde que seja proibida captação e que se sujeitem às normas tributárias e de prevenção de lavagem de dinheiro, qualquer pessoa, física ou jurídica, poderia ter o direito de conceder empréstimos.

Aprimorar o marco regulatório do Sistema Financeiro

No Brasil, todo o sistema financeiro está sob controle do Banco Central. Isso cria conflito de interesses. O Banco Central tem por mandato garantir a estabilidade do sistema financeiro e, ao mesmo tempo, coibir abusos. Ocorre que, quanto mais abusos houver, maior a lucratividade dos bancos e, portanto, menor a probabilidade de ocorrer problemas sistêmicos. O ideal seria deixar a avaliação de abusos de poder a cargo dos órgãos de defesa da concorrência. Além do problema de conflito de interesses mencionado anteriormente, esses órgãos possuem um corpo técnico especializado na análise de problemas associados à concorrência. Destaca-se que, na experiência internacional, é comum a atuação conjunta dos bancos centrais e dos órgãos de defesa da concorrência para analisar processos de concentração bancária e avaliação de eventuais práticas anticoncorrenciais.

Aprofundamento de estudos sobre o grau de competição e eventuais práticas anticompetitivas pelo órgão regulador

O § 2º do art. 18 da Lei nº 4.495, de 1964, estabelece que compete ao Banco Central coibir abusos cometidos por instituições financeiras. Caso não seja alterado o marco regulatório, é necessário que o Banco Central aprofunde os estudos sobre a competitividade no setor. É verdade que já existe um trabalho extenso sobre *spread*. Entretanto, muito pouco foi feito até hoje sobre rentabilidade e preços do sistema financeiro com o objetivo de verificar se há evidências de práticas anticompetitivas (em contraposição à análise de rentabilidade com vistas a avaliar a estabilidade do sistema).

Sem desprezar a importância de estudos sobre *spreads* ou sobre outros produtos oferecidos por bancos, como tarifas, é importante ter uma visão da rentabilidade geral do sistema. É perfeitamente possível ocorrer situações, por exemplo, em que *spreads* elevados coexistem com tarifas baixas, de forma que a rentabilidade dos bancos seja considerada adequada. Nesse contexto, medidas para reduzir o *spread* podem resultar em fortes perdas e instabilidade do sistema financeiro. Por outro lado, um cenário onde *spreads* elevados coexistem com rentabilidade elevada requer um entendimento melhor da estrutura competitiva do mercado.

O BACEN poderia fazer uso da extensa literatura na área de organização industrial destinada a verificar a existência de cartéis tácitos e de outras práticas anticoncorrenciais. Também pode aproveitar a literatura de finanças para testar se a lucratividade dos bancos é compatível com o nível de risco assumido. O mesmo Banco Central, em conjunto com a Secretaria de Acompanhamento Econômico e com a Secretaria de Direito Econômico, divulgou, recentemente, Relatório sobre a Indústria de Cartões de Pagamento. Neste Relatório é feito um exercício que conclui que as principais credenciadoras do País (empresas da indústria de cartões responsáveis pelo credenciamento de estabelecimentos comerciais) auferem rentabilidade bem superior daquela verificada em atividades com características de risco empresarial semelhante. Avaliações desse tipo deveriam ser estendidas para o Sistema Financeiro Nacional e realizadas periodicamente.

Uniformização das alíquotas de imposto de renda sobre rendimentos de aplicações financeiras

A diferenciação de alíquotas de imposto de renda de acordo com o prazo de aplicação faz pouco sentido econômico, ao distorcer a decisão individual quanto ao prazo de investimento (interferindo, assim, nos sinais do mercado emitidos pela curva de juros), e gera rigidez no mercado de captação de recursos. Isso aumenta o poder de mercado às instituições financeiras, pois penaliza o aplicador que queira mudar de fundo ou aplicar em outro banco, reduzindo a competitividade no setor. Quanto ao imposto de renda, o mais correto seria ter como fonte geradora os ganhos reais, e não nominais.

Uso da Caixa Econômica Federal (CAIXA) ou do Banco do Brasil para baixar os juros

O Instituto Brasileiro de Economia (IBRE), da Fundação Getúlio Vargas, propôs que o governo passe a utilizar a Caixa Econômica Federal (CAIXA) para estabelecer parâmetros de rentabilidade do setor bancário. Essa sugestão baseia-se em duas hipóteses, ambas razoáveis: a CAIXA é um dos líderes do mercado e os *spreads* elevados decorrem do poder de mercado das instituições financeiras. Dessa forma, o preço cobrado pelos financiamentos (ou seja, a taxa de juros) estaria acima do socialmente ótimo e a CAIXA, ao reduzir as taxas, poderia estimular a competição no setor. A escolha da CAIXA como instrumento, em oposição ao Banco do Brasil, deve-se ao fato de a CAIXA ser 100% pública, enquanto que, no caso do Banco do Brasil, a intervenção do governo na instituição prejudicaria os acionistas minoritários. Há dois pontos nessa proposta que merecem reflexão. O primeiro refere-se à eficácia da medida: a Caixa é pouco relevante no mercado de crédito, exceto o imobiliário, que já é direcionado – aliás, o *market-share* foi objeto de apresentação por sua Presidenta, Sra. Maria Fernanda Ramos Coelho, em Audiência Pública realizada na CACFE em 19/3/2009, conforme reproduzido a seguir. Assim, é pouco provável que a CAIXA consiga influenciar a taxa de juros no segmento livre. Em segundo lugar, há riscos de geração de custos fiscais, caso os *spreads* sejam fixados em níveis excessivamente baixos.

	Sistema Financeiro		
	Nacional	CAIXA	Part. %
Recursos Direcionados	359.490	55.575	15,5%
Habitação	60.877	46.146	75,8%
Outros	298.614	9.429	3,2%
Recursos Livres	870.318	27.091	3,1%
Total Geral	1.229.808	82.666	6,7%

Fonte: Bacen Posição: Jan/2009

Fonte: Caixa Econômica Federal

Manutenção do crédito direcionado e melhor avaliação dos seus impactos

Créditos direcionados são aqueles cuja taxa ao tomador é controlada pela autoridade reguladora. Os principais exemplos de crédito direcionado são o crédito rural, os repasses do BNDES e o financiamento imobiliário no âmbito do SFH. Existem duas visões bem antagônicas sobre tais operações.

A sua eliminação é frequentemente defendida, sob duas vertentes: a de que os créditos direcionados são subsidiados pelos créditos livres, o que explicaria, em parte, os altos *spreads* nas operações do último tipo; e a de que, por restringir o volume de recursos para as operações livres, o crédito direcionado faz aumentar a disputa por recursos naquele segmento, elevando o custo.

Em contraponto, é alegado que não faz sentido utilizar o argumento de subsídio cruzado porque, conforme já explicado anteriormente, se os bancos não são obrigados a fornecer as modalidades que envolvem direcionamento. Aquela tese também é criticada sob alegação de que não faria sentido porque, à elevação dos recursos para o crédito livre que se seguiria ao fim do direcionamento, corresponderia a um aumento equivalente de demanda, originária dos clientes que vinham sendo atendidos pelo crédito direcionado. De todo modo, ainda que as taxas médias de ambos os segmentos convergissem, nada se pode afirmar sobre o *spread* médio daí resultante.

Diante dessas opiniões tão divergentes em torno do crédito direcionado, a recomendação natural é que seja aprofundada a avaliação técnica e o debate público, cabendo evitar preconceitos na partida.

Cabe acrescentar mais algumas sugestões. Em relação à redução das taxas no segmento livre, e consequente aumento das taxas no segmento direcionado, cabe questionar, em primeiro lugar, se haverá redução do *spread* agregado, pois isso dependerá das elasticidades de demanda por e de oferta de cada modalidade de crédito. Além disso, a existência de crédito direcionado pressupõe que há setores (ou modalidades) que merecem tratamento especial. Eliminar o crédito direcionado implicaria avaliar se essas operações especiais devem ou não continuar existindo. Por fim, em se aceitando que não faz sentido ter crédito direcionado, tampouco fará sentido manter captações a taxas privilegiadas, como ocorre atualmente com a caderneta de poupança ou com os recursos do FAT, que se constituem na principal fonte de recursos do BNDES. É adiantado que a crítica mais acentuada a tal argumentação se aplica no caso da poupança.

No caso dos recursos da poupança habitacional (SBPE), há grande divergência entre os valores esperados de aplicação em habitação e os valores efetivamente aplicados. A base de cálculo pela média dos últimos doze meses reduz a exigibilidade efetiva em R\$ 16 bilhões (valores de janeiro/09). O lançamento de valores de *floating* como se fossem financiamentos efetivos – desembolsos futuros, cartas de crédito e financiamentos comprometidos – inflam o cumprimento da exigibilidade em mais R\$ 18,4 bilhões (valores de janeiro/09). Somados, esses dois efeitos correspondem a 16% do saldo total da poupança do SBPE e reduzem a exigibilidade efetiva dos 65% esperados para

50%. Por essa razão, seria recomendável que o Banco Central divulgasse a estimativa do *spread* médio dos recursos direcionados, de modo a que a sociedade tenha uma correta estimativa do comportamento e da rentabilidade desses saldos.

Ainda no campo da habitação popular, cabe ainda uma menção ao apoio financeiro para o giro das construtoras, ofertado por bancos públicos e que fez parte das primeiras medidas anunciadas pelo governo federal. Em outubro de 2008, tinham sido liberados R\$ 3 bilhões para tal finalidade, mas até cinco meses depois irrisórios R\$ 50 milhões foram aplicados, conforme relatado na Audiência Pública da CACFE que reuniu representantes de entidades privadas, em 19/03/2009, mais precisamente pelo Sr. Paulo Safedy Simão, da Câmara Brasileira da Indústria da Construção (CBIC), ilustrado pelo *slide* reproduzido a seguir. À parte a questão da habitação, este é um caso exemplar da distância entre o que se anunciou e que se efetivou, reclamando que fixar metas, definir responsabilidades e acompanhar a execução é uma prática que não pode faltar nesta e nas demais medidas de combate a recessão.

PROGRAMA EMERGENCIAL PARA CAPITAL DE GIRO



❖ **Outubro de 2008 – CMN autoriza a utilização de 5 % dos depósitos em poupança a serem usados na aplicação de Capital de Giro (total R\$ 3 Bilhões na Caixa)**

❖ **Governo abre mão de R\$ 1 Bilhão de seus dividendos para provisionar eventual inadimplência**

❖ **Até fevereiro/2009 (4 meses após) R\$ 50 milhões aplicados**

❖ **Razão: normas da Caixa eram mais restritivas ao conceder o crédito que em programas normais**

Incentivos Diretos à Expansão do Crédito

Além das medidas já adotadas pelo governo para elevar a oferta de crédito, cabe levantar alternativas mais ousadas para o debate, tais como:

- i) Avaliar a adoção de uma tributação diferenciada para os ganhos com operações de tesouraria em comparação com as operações de crédito, visando incentivar esta última em detrimento da primeira. Seria uma alternativa para coibir os bancos a manterem posições elevadas, por exemplo, em operações compromissadas com o BACEN e incentivá-los a conceder mais empréstimos.
- ii) Estudar a utilização de exigibilidades como forma de incentivar as instituições financeiras a concederem crédito. Por exemplo: os bancos são obrigados a recolher no BACEN 42% sobre depósitos à vista, deduzidos R\$ 44 milhões da base de cálculo, em espécie e sem remuneração. Poderia ser estudada uma maneira de liberar percentual maior proporcional ao incremento na carteira de crédito do banco.

Se não houver expansão nas operações de crédito, os bancos deverão continuar recolhendo 42% dos depósitos à vista como compulsório. Neste caso, é necessário estudar o impacto de tais liberações. Se, de fato, é possível dinamizar as operações de crédito com alterações nos recolhimentos compulsórios. Também é preciso analisar a forma de viabilizá-la, pois demandará fiscalização do BACEN para o cumprimento destas novas regras. Neste sentido, deve-se verificar se a estrutura do COSIF (Plano de Contas das Instituições Financeiras) pode atendê-lo.

- iii) Avaliar adicionar exigibilidades sobre as operações de empréstimos que o BACEN está fazendo às instituições financeiras, em função da crise financeira internacional, para que estes recursos sejam aplicados em operações de crédito, ainda que não exista direcionamento sobre que modalidade de empréstimo. Caso os recursos emprestados das reservas internacionais pelo BACEN não sejam utilizadas para a liberação de operações de crédito que haja algum tipo de penalidade, por exemplo, que os recursos tomados sejam depositados no banco central, sem remuneração para a instituição financeira.

Especificamente no caso do crédito voltado para as exportações, diante das dificuldades enfrentadas pelas linhas que dependem de recursos captados de bancos estrangeiros (ACCs), caberia avaliar a proposta dos exportadores em favor da criação de linhas de crédito pré-embarque com *funding* em Reais, utilizando recursos do depósito compulsório, o que, alegam, evitaria a antecipação do fluxo de entrada de câmbio e seus efeitos de valorização cambial.

PARA DEBATER A POUPANÇA

Especificamente sobre o debate desencadeado a partir dos possíveis efeitos da redução da SELIC para as captações das cadernetas de poupança, antes de sugerir medidas, cabe alertar para aspectos importantes da estruturação desse ativo financeiro e que vêm sendo ignorados. Há pelo menos três problemas na discussão sobre a necessária redefinição dos critérios de rendimento da poupança.

O primeiro problema é que se formou um consenso de que haveria urgência na adoção de novo critério de rentabilidade da poupança. Caso contrário, a rolagem da dívida pública estaria ameaçada no curto prazo, pois os fundos de investimento – que carregam em suas carteiras títulos da dívida – perderiam espaço para os depósitos de poupança.

O segundo problema é que atenções estão voltadas apenas para os depósitos, com total desprezo pelos efeitos que essas mudanças podem trazer sobre os contratos de financiamento habitacional do SFH, todos lastreados nesses recursos.

O terceiro problema é que não se está levando em consideração que a redução de diferencial de rentabilidade entre fundos de investimento e poupança decorre também de dois fatores estruturais do nosso sistema financeiro: uma sistemática de tributação cada, que tem como base de cálculo os juros nominais das aplicações financeiras; e um ambiente de baixa competição bancária.

Quanto à propalada urgência de se alterar a fórmula de rentabilidade, é preciso afirmar claramente que ela não existe. Há tempo suficiente para se realizar uma alteração judiciosa no SBPE, que não crie desequilíbrios e nem leve a imbrólios jurídicos. Ainda que houvesse hoje uma avalanche de novos depósitos de poupança vindos dos fundos de investimento, os bancos teriam plena liberdade de continuar aplicando esse “excesso” de recursos na compra de títulos públicos. Embora esses depósitos sejam, em tese, direcionados em 65% para financiamentos habitacionais, sua alocação não é feita imediatamente. Diferentemente do que faz crer o senso comum, um depósito realizado hoje só vai afetar integralmente o fluxo de direcionamento obrigatório do banco depositário depois de um ano. Isso porque a Resolução do CMN nº 3.347, de 2006, estabelece que a base de cálculo do direcionamento dos depósitos de poupança é o *menor* de dois valores: a média aritmética dos saldos diários dos *últimos doze meses* ou a média aritmética dos saldos diários do último mês. Essa diferença, em janeiro, permite uma folga de R\$ 16 bilhões para os agentes financeiros em relação à exigibilidade estritamente considerada. Além disso, há várias formas de arbitragem regulatória que permitem aos bancos lançar valores típicos de *floating* como financiamentos efetivos. Em valores de janeiro, somente esses últimos se aproximam de R\$ 18 bilhões.

Os bancos, portanto, não estão obrigados a direcionar os novos depósitos imediatamente. Em sentido inverso, a redução dos volumes de depósitos desobriga imediatamente as instituições de aplicar em operações direcionadas. Uma vez aplicada eventual nova regra de tributação, o efeito sobre o volume de depósitos seria imediato.

Superada a falácia da urgência, é preciso enfrentar o problema da excessiva tributação dos fundos de investimento. A base de cálculo do IR das aplicações financeiras é imprópria para um ambiente de juros nominais elevados em presença de inflação ainda significativa. O aplicador paga imposto também sobre a corrosão inflacionária de seus investimentos. Em períodos anteriores essas distorções não chamavam a atenção porque, em um ambiente de elevados juros nominais, a baixa rentabilidade relativa da poupança não era compensada sequer pela isenção tributária de que desfruta.

O que deveria ser feito pelo governo é imediata calibragem das alíquotas do imposto de renda das aplicações financeiras, de modo a torná-las compatíveis com uma realidade de juros nominais em queda. A redução de alíquotas não está sujeita ao princípio da anterioridade, o que permitiria uma ação imediata nessa frente e ampliaria o diferencial de rentabilidade dos fundos. A competição potencial da poupança, por outro lado, será um estímulo para que os fundos de administração reduzam suas margens. Não há razão para que se cobrem taxas superiores a 2% ao ano, como é corrente no mercado.

Resta o problema de compatibilizar as novas regras a serem adotadas nos depósitos de poupanças com os contratos do SFH já celebrados. Esses instrumentos são atos jurídicos perfeitos e qualquer nova fórmula de tratamento dos depósitos que não seja compatível com os contratos criará enormes passivos jurídicos ou trará prejuízos para os mutuários.

Em princípio, a melhor opção técnica e para o médio prazo seria a redução dos rendimentos fixos da poupança, hoje tabelados em 6,17% ao ano (capitalização dos

juros mensais de 0,5%). Mas essa redução deve ser transferida para os contratos dos mutuários. Caso isso não seja feito, haverá aumento do *spread* dos bancos nos contratos já assinados e em vigor.

Qualquer alteração na fórmula de remuneração dos depósitos de poupança que abandone o formato atual (atualização + juros fixos) criará insuperáveis dificuldades jurídicas de adaptação dos contratos dos mutuários antigos para a nova forma de remuneração dos depósitos. Nesse sentido, a adoção de fórmulas puramente variáveis, como um percentual da taxa SELIC, embora tenha sentido econômico, seria um desastre do ponto de vista legal, e levaria milhões de contratos a um imbróglio jurídico. Já o uso de soluções mistas, como rentabilidades que dependam do saldo do depositante, traria incerteza quanto ao custo do *funding* dos contratos e fatalmente levaria as autoridades a criar compensações regulatórias opacas e de difícil mensuração e controle pela sociedade.

PARA MELHORAR A TRANSPARÊNCIA E A SUPERVISÃO

Esta análise da evolução recente do crédito no País pode ser concluída com sugestões de medidas para melhorar a publicidade das estatísticas públicas sobre a matéria. Ora, a transparência é um elemento fundamental para o que se pode chamar de responsabilidade financeira. O Brasil já avançou muito nesse quesito, em particular exigindo das instituições financeiras a divulgação periódica e ampla de uma série de requisitos, seja para garantir a prudência e dar credibilidade às próprias instituições, seja para atender a governança corporativa das próprias instituições. A crise constitui uma oportunidade para aprimorar mais esse processo, em particular para estender o mesmo princípio da maximização da publicidade das contas e gestões às próprias autoridades reguladoras e às instituições financeiras públicas.

O Banco Central deve ampliar a divulgação de estatísticas sobre o crédito no país, aproveitando sua excelência técnica e tecnológica e seus poderes para requisitar informações mais precisas das instituições financeiras.

Antes de tudo, o BACEN deveria publicar estatísticas sobre a concessão de crédito com o mesmo grau de detalhamento hoje aplicado às operações de crédito, ainda mais num contexto de crise de crédito em que o acompanhamento e a avaliação do sucesso das medidas devem estar muito mais focados nos fluxos do que nos estoques.

É a mesma justificativa para que o BACEN também pormenorize a abrangência institucional de suas estatísticas. Isto significa, em particular, diferenciar dentre o chamado crédito ao setor privado, o que foi concedido às empresas estatais relativamente àquelas realmente controladas pela iniciativa privada. Ainda, interessaria informar o porte das empresas devedoras, para diferenciar microempresas, médias e grandes empresas – isto é muito mais importante do que saber o tamanho das operações.

Outra medida que trata não apenas da transparência, como também da prudência e supervisão bancária envolve as instituições financeiras públicas. Elas devem atender

princípios mais rígidos de transparência do que as privadas quando mobilizadas para o enfrentamento de uma crise financeira global com vistas a evitar dúvidas sobre a qualidade de sua expansão de crédito e dar mais credibilidade às políticas públicas.

Uma medida que poderia ser exigida dos bancos estatais é a publicação de notas explicativas ou anexos para permitir análise das classificações de riscos dos créditos concedidos, da inadimplência e das provisões, inclusive comparando com os mesmos índices observados por instituições privadas que operem com modalidades semelhantes. Quando concedessem empréstimos tendo como fonte de seus recursos, direta ou indiretamente, aqueles recebidos do orçamento fiscal (seja pela vinculação de contribuições ou receitas para-fiscais, seja pela concessão de empréstimos especiais), seria recomendável que fossem divulgados os nomes dos beneficiários, os valores e uma descrição sumária do objetivo. Não custa lembrar que não há impedimento legal ou operacional para se adotar tal padrão de transparência, uma vez que o BNDES já adota tal prática⁴⁸ e nada impediria que os outros bancos públicos fizessem o mesmo.

Especificamente no caso das instituições de fomento, devem discriminar ainda, em relação ao total das concessões no período e do crédito acumulado ao final dele, quanto foi aplicado em projetos que diretamente contribuem para aumento dos investimentos fixos das demais finalidades, em particular no caso das chamadas reestruturação empresarial (que, aliás, deveriam ser objeto de nota para cada operação, inclusive para fins de abordar os impactos esperados na produção e no emprego).

Há outra questão que envolve os bancos públicos e a supervisão do sistema. Consistente com um princípio básico da Constituição Federal, de que a iniciativa pública deve merecer o mesmo tratamento dispensado a empresas ou instituições controladas pelo Poder Público, é recomendado que nenhuma resolução das autoridades monetárias adote tratamento diferenciado entre bancos privados ou públicos, pela ótica do credor, nem entre empresas públicas ou privadas, pela ótica do devedor (com exceção do contingenciamento da oferta global de crédito ao setor público que está em outra órbita que não financeira – na verdade, constitui uma medida da política fiscal).

O preceito constitucional não impede que a União conceda crédito a um banco público, porém, significa que não se pode permitir, por hipótese, que o banco público compute tal empréstimo como se capital fosse para fins de atender as exigências de Basileia, e um empréstimo da mesma modalidade tomada por banco privado, não pudesse assim ser registrado.

Do mesmo modo, um financiamento concedido a uma empresa controlada pelo Poder Público, mesmo que o credor seja uma instituição financeira controlada pelo mesmo governo, por si só, não pode merecer um disciplinamento diferente do aplicado a uma operação da mesma modalidade de crédito tomada por empresa privada. Se for

⁴⁸ O portal do BNDES na *Internet* disponibiliza, por exemplo, uma lista das operações contratadas em 2008, desdobrando em diretas e indiretas, e ainda classificando por principais segmentos de atividade e discriminando aquelas destinadas às microempresas. Identifica nome e CNPJ do cliente, descreve o projeto, informa a unidade federada, a data da contratação e, o mais importante, o valor do apoio. Ver: < <http://www.bndes.gov.br/clientes/consulta.asp> >

para diferenciar, seria no sentido contrário e novamente para fins fiscais, como já está previsto na lei de responsabilidade fiscal, que veda a concessão de crédito por um banco público ao governo que o controla.

Particularmente sobre a análise do risco de crédito, o preceito constitucional da isonomia de iniciativas e a prudência bancária, para não falar no bom senso, não permitem que se aceite que se considere apenas a empresa que realiza a operação e não o grupo empresarial que a controla, quando for o caso. Portanto, como nos casos anteriores, é recomendado que os atos reguladoras do crédito no País sempre assegurem o respeito a isonomia de tratamento, entre público e privado, tanto quando dispõe sobre as instituições financeiras, igualando bancos privados e estatais, quanto ao regular o mutuário, mais uma vez sem distinguir famílias e empresas privadas dos governos e das empresas que estes controlam.

Uma última observação cabe a um elemento desta crise recessiva que foi particularmente sensível no caso brasileiro – os derivativos. A regulação do uso de novos instrumentos financeiros já mereceria atenção corrente das autoridades responsáveis pelos mercados bancários e de capitais, mas precisa ser redobrada depois dos prejuízos sofridos por grandes empresas brasileiras que contrataram derivativos cambiais com excesso de alavancagem (os chamados derivativos tóxicos).

Não é o caso de proibir ou desestimular o uso de mecanismos de proteção, muito pelo contrário, a melhor forma de ampliar seu uso é adotar uma regulação prudencial e uma supervisão adequada, que evite a sua aplicação excessiva ou indevida. A autorregulação deve ser sempre privilegiada, como bem atesta o bom funcionamento do mercado de futuros no Brasil, um dos maiores do mundo. Porém, é preciso coibir com vigor operações que tanto tentem fugir dessa autorregulação, quanto driblar a regulação estatal. Isto exigirá integração aos esforços internacionais, realizados por autoridades monetárias, quanto de organismos multilaterais.

O recente movimento de valorização cambial do Real deve apressar as mudanças regulatórias, a serem adotadas pelas autoridades monetárias nacionais, com vistas a evitar que voltem a ser realizados os ditos derivativos tóxicos. Especialistas e organismos internacionais fizeram recomendações categóricas para se reformar o controle prudencial, lembrando que excessos não foram observados em todos os países.

Em particular, o organismo que reúne bancos centrais de todo mundo, o BIS publicou no relatório trimestral, divulgado em 6/6/2009,⁴⁹ alerta para os mecanismos de controle dos derivativos no Brasil (assim como no México), indicando que a recessão mundial revelou “novas vulnerabilidades” do País e da região. Como foi noticiado (Folha de S.Paulo, 8/6/2009): “No lugar de acusar os empresários, o BIS alerta que o Brasil não tinha os mesmos mecanismos de controle como os que foram adotados no Chile ou na Colômbia para evitar esses prejuízos de empresas nacionais. O BIS

⁴⁹ Ver especificamente a seção “The global crisis and Latin America: financial impact and policy responses”, assinada por Alejandro Jara, Ramon Moreno e Camilo Tovar, no *BIS Quarterly Review*, p.53-67, Basel, June 2009.

apela para que as autoridades pensem em novas regulamentações para lidar com esse tipo de transação e confirma que o prejuízo das empresas brasileiras contribuiu para a volatilidade do real nos meses que se seguiram à eclosão da crise.” Neste sentido, mencionam em uma nota de rodapé que o Banco Central da Colômbia estabeleceu em maio de 2007 uma posição de alavancagem máxima em futuros sobre o patrimônio líquido das instituições financeiras. O capítulo sobre América Latina do relatório do BIS conclui recomendando que os gestores de política econômica devem equilibrar estabilidade financeira e desenvolvimento do mercado, considerando uma possível regulação sobre o risco de derivativo das empresas.

Não há dúvidas a partir das recomendações do BIS de que, se o Brasil atingiu um grau de excelência no tocante à regulação prudencial do sistema bancário brasileiro e do mercado de capitais, bem assim as respectivas atividades de supervisão e fiscalização, como bem ficou comprovado em meio à atual recessão, sendo dos países menos afetados nesse aspecto pela crise financeira global, é preciso não flexibilizar nenhuma medida e adotar prontamente toda normatização internacional, em especial os chamados acordos de Basileia.

INTERCONEXÕES DAS FINANÇAS PRIVADAS COM AS PÚBLICAS ⁵⁰

Os debates em torno do *spread* e crédito não podem deixar de considerar o inter-relacionamento dessas matérias com as finanças públicas e os demais segmentos da economia. Se a política de crédito está intimamente associada às políticas para moeda e câmbio, não muito longe fica da fiscal, e todas elas são abrangidas pela dita política macroeconômica. Se em tempos de normalidade econômica já é um grande desafio harmonizar tais políticas e dar consistência a suas práticas, o que dizer de quando se enfrenta uma recessão conjuntural e uma crise de caráter estrutural.

Para contextualizar, a avaliação do crédito e de seus custos na economia é aqui apresentada uma rápida avaliação das demais matérias mencionadas e, o principal, também apresentadas ideias e medidas com o objetivo de contribuir para a melhor e mais rápida solução da crise financeira global.

O CENÁRIO MACROECONÔMICO

Como já foi dito, a crise chegou ao Brasil na forma de uma súbita interrupção da concessão de crédito à economia e que jogou o país na segunda recessão desta década.

Ao contrário do que era esperado inicialmente por algumas autoridades, a crise financeira global também atingiu o Brasil, como as demais economias emergentes, e, o principal, seu impacto inicial não foi menor do que nos países ricos. A título de ilustração, vale reproduzir gráfico apresentado pelo Sr. Paulo Francini, da Fiesp, na

Comparativo entre países: Diferentes datas de início e intensidades

Taxa de Crescimento Trimestral do PIB com Ajuste Sazonal (%)									
Ranking	País	2007 T01	2007 T02	2007 T03	2007 T04	2008 T01	2008 T02	2008 T03	2008 T04
1	Japão	1,0	-0,4	0,3	-0,9	0,3	-1,2	-0,4	-3,2
2	Brasil	1,7	1,4	1,2	1,8	1,6	1,6	-1,7	-3,6
3	Coreia	1,0	1,7	1,5	1,6	0,8	0,8	0,5	-5,6
4	Alemanha	0,6	0,2	0,7	0,3	-1,5	-0,5	-0,5	-2,1
5	Zona do Euro	0,8	0,3	0,7	0,4	-1,7	-0,3	-0,3	-1,5
6	Reino Unido	0,8	0,8	0,7	-0,6	0,4	0,0	-0,7	-1,5
7	Espanha	1,0	0,9	0,7	-0,8	0,4	0,1	-0,3	-1,0
8	Estados Unidos	0,2	0,9	-1,2	0,2	0,2	0,7	-0,1	-1,6
9	México	0,7	-1,3	1,0	0,6	0,3	0,3	0,4	-2,7
10	Canadá	1,0	-1,0	0,6	0,2	-0,2	0,1	0,2	-0,9

Ranking	País	1a. Retração	1a. Negativo	N. de Negativos	N. desde a Retração	Dif. de Crescimento	Crescimento Acum. entre 1ª retração e 2008 IV
1	Japão	2008 I	2008 II	3	4	-1	-4,5
2	Brasil	2008 IV	2008 IV	1	1	-3,3	-3,6
3	Coreia	2008 I	2008 IV	1	4	-7,2	-3,6
4	Alemanha	2008 II	2008 II	3	3	-3,6	-3,1
5	Zona do Euro	2008 II	2008 II	3	3	-2,2	-2,1
6	Reino Unido	2008 I	2008 III	2	4	-2,1	-1,8
7	Espanha	2008 I	2008 III	2	4	-1,8	-0,8
8	EUA	2007 IV	2008 III	2	6	-2,8	-0,6
9	México	2007 III	2008 IV	1	5	-4,0	0,0
10	Canadá	2007 III	2008 I	2	6	-1,8	0,1

FIESP CIESP

3

⁵⁰ Esteve à frente da elaboração desta seção José Roberto Afonso.

Audiência de 5 de maio de último. Os dados deixam claro que, entre dez das maiores economias do mundo, a brasileira, de fato, foi a última a ser atingida; isto, porém, não impediu que a retração fosse a segunda mais intensa na mesma amostra.

Os responsáveis pela política econômica tomaram uma série de medidas para enfrentamento da crise. Inicialmente foram adotadas aquelas mais voltadas para o mercado de crédito e de moeda e, depois, outras mais pertinentes ao campo fiscal. Na essência, se tentou retomar a situação anterior, desde a concessão de liquidez para instituições financeiras privadas, até a expansão de crédito dos bancos públicos, notadamente as agências de fomento. As medidas fiscais compreenderam desde a redução pontual de impostos até a expansão de gastos, com programas sociais e investimentos.

Tais medidas são descritas nos dois *slides* a seguir, extraídos de apresentação do Sr. Guido Mantega, Ministro da Fazenda, que mostrou aos Senadores, no início dos trabalhos da CACFE, como o Brasil estava atravessando a crise mundial.

 Ministério da Fazenda

Principais medidas de combate a crise

- Redução de compulsório
- Financiamento das exportações e dívida externa
- Financiamento a agricultura
- Incentivo à Construção Civil
- Financiamento do Investimento e da Produção
- Desonerações e Incentivos fiscais
- Estímulo para aumento do crédito – redução IOF

24

 Ministério da Fazenda

Medidas mais recentes

- Criação da Caixa Banco de Investimento
- Compra do Banco Votorantim pelo Banco do Brasil (MP 443)
- Suspensão da exigência da Certidão Negativa de Débito, por 6 meses, para empréstimos nos Bancos Públicos
- Alteração das alíquotas do Imposto de Renda
- Redução IPI automóveis
- Aporte adicional de R\$ 100,0 bi (3,5% do PIB), em 2009, para o BNDES
- BNDES com R\$ 168 bi e PETROBRAS aumenta programa de investimentos (US\$ 174,4 bi)
- Leilão de dólares pelo BC para ACC e leilões para dívida externa privada

Posteriormente, em Audiência Pública no último dia 28 de maio, o Sr. Ministro da Fazenda voltou a apresentar à CACFE a chamada política macroeconômica anticíclica, cujos pilares estariam expostos no *slide* a seguir.

 Ministério da Fazenda

Política Macroeconômica Anticíclica

- Política Monetária e Crédito
 - Redução nas reservas compulsórias, cortes na taxa de juros básica e aumento na oferta de crédito dos bancos públicos.
- Política Fiscal
 - Corte de impostos, programas sociais, investimento público e redução temporária no superávit primário

A política monetária merece uma menção particular. Paradoxalmente, o que sempre foi apontado como uma grave deformação da economia brasileira – a taxa básica real de juros das mais altas do mundo –, tornou-se uma vantagem ímpar relativamente às outras economias. Raros foram os países que puderam usar a política monetária como a principal arma no combate à recessão, porque já praticavam taxas de juros muito baixas. Precisaram, assim, se valer desde cedo e de forma concentrada da política fiscal, seja reduzindo impostos (principalmente o imposto de renda), seja ampliando gastos (especialmente investimentos em infraestrutura).

Sem pressões inflacionárias, ainda mais diante de um novo cenário de queda acentuada dos preços das *commodities*, o Banco Central pode reduzir continuamente a taxa básica de juros – a taxa SELIC –, como ilustrado no *slide* seguinte, extraído de apresentação do seu Presidente Sr. Henrique Meirelles, em Audiência Pública no Congresso, em



3/6/2009. Se historicamente essa taxa recuou para os níveis mais baixos das últimas décadas, por outro lado, continua alta na comparação internacional. Os críticos cobram cortes mais profundos e ousados nessa taxa.

Em que pese o arsenal de múltiplas medidas acionadas pelas autoridades econômicas, a produção sofreu uma queda significativa já no quarto trimestre de 2008 e também recuou no primeiro trimestre de 2009, sendo que dois períodos consecutivos de variação real negativa do PIB configuram a chamada recessão técnica, para alguns. Mesmo utilizando outro critério, avaliando até quanto a retração está disseminada pela economia, também se aplica o conceito de recessão porque, no primeiro trimestre de 2009, apenas os serviços ainda apresentava expansão em relação ao mesmo período de 2008, enquanto decrescem indústrias, agropecuária, comércio e transportes. O Comitê de Datação dos Ciclos Econômicos, da Fundação Getúlio Vargas, que utiliza esse critério mais abrangente para determinar os ciclos, também concluiu que a economia brasileira encontra-se em recessão desde o último trimestre de 2008.

De novo, recorrer a comparações internacionais dá uma dimensão do impacto da recessão na economia brasileira, como é o caso, por exemplo, das projeções de PIB para o período 2007/2010, apresentadas pelo Sr. Luciano Coutinho, em Audiência da CACFE de 28 de maio último, e reproduzida no *slide* a seguir. Sua leitura permite cotejar a taxa de crescimento em 2008 e o decréscimo projetado para 2009, indicando que a desaceleração esperada no País seria de 6,8 pontos, um impacto superior aos 4,5 pontos medidos para o PIB do mundo (em grande parte, porque outras economias emergentes importantes, como China e Índia, desaceleraram, mas num ritmo bem inferior ao esperado para o Brasil).

Países desenvolvidos X países emergentes

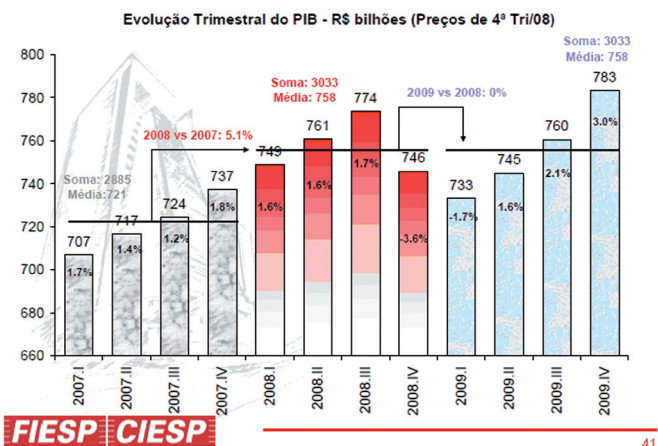


		PIB			Previsão do FMI				
		2007	2008	2009	Média 2009	2010	Média 2010		
Desenvolvidos	Alemanha	2,5	1,3	-5,6		-1,0			
	EUA	2,0	1,1	-2,8		0,0			
	França	2,1	0,7	-3,0	-3,8	0,4	0,0		
	Japão	2,4	-0,6	-6,2		0,5			
	Reino Unido	3,0	0,7	-4,1		-0,4			
	Zona do Euro	2,7	0,9	-4,2		-0,4			
Argentina	8,7	7,0	-1,5	0,7					
Brasil	5,7	5,1	-1,3	2,2					
Em desenvolvimento	Chile	4,7	3,2	0,1	1,6	3,0	4,0		
	China	13,0	9,0	6,5		7,5			
	Coréia	5,1	2,2	-4,0		1,5			
	Índia	9,3	7,3	4,5		5,6			
	México	3,3	1,3	-3,7		1,0			
	Peru	9,9	9,8	3,5		4,5			
	Rússia	8,1	5,6	-6,0		0,5			
	Venezuela	8,4	4,8	-2,2		-0,5			
	MUNDO	5,2	3,2	-1,3				1,9	

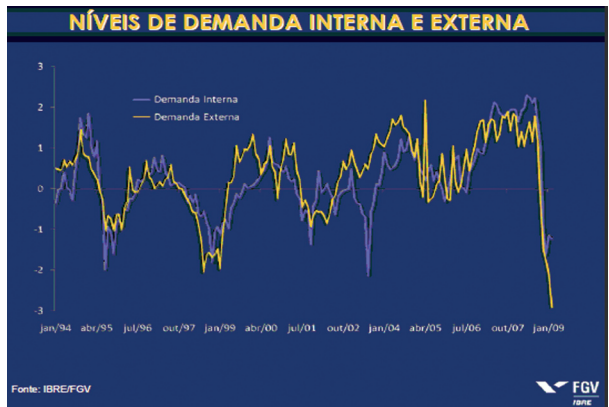
Fonte: FMI

A indústria foi de longe o setor mais afetado da economia, com intensa queda de produção e, o pior, do emprego. Os demais setores, especialmente de serviços, ainda mantiveram uma expansão moderada, porém, teoria e história ensinam que, passado um tempo, acabam sendo puxado pelo setor mais dinâmico da economia, o industrial. Em Audiência Pública na CACFE, realizada em 5/5/2009, o Sr. Paulo Francini, da FIESP, apresentou um gráfico, a seguir reproduzido, que dá uma boa ideia da dimensão do esforço que o Brasil precisa realizar para conseguir fechar o ano de 2009 do mesmo tamanho que 2008, que já tinha sofrido drástica queda no último trimestre.

Precisaremos de um forte crescimento nos 3 próximos trimestres para termos crescimento 0%



Não bastasse a súbita queda da produção, das vendas e do emprego, que assolou a indústria a partir de outubro de 2008, a confiança dos industriais brasileiros despencou para os piores níveis já mensurados por tradicional índice da Fundação Getúlio Vargas (FGV), conforme ilustrado pelos dois gráficos seguintes, apresentados à CACFE pelo Sr. Luiz Schymura, Diretor daquela instituição, em Audiência Pública, de 12/03/2009.





Para fomentar o consumo no País e para incentivar a indústria, o governo baixou uma série de medidas, inclusive tentando expandir a oferta de crédito para capital de giro e para fomento ao investimento pelos bancos públicos e, especialmente, concedendo e renovando uma série de incentivos fiscais. Destaca-se aqui a redução de IPI sobre veículos, que levou à rápida reação em termos de aumento de vendas e de produção deste setor – fazendo com que o Brasil se tornasse dos poucos países em que a produção deste segmento do primeiro trimestre de 2009 fosse superior à de igual período de 2008. A descrição desta e de outras medidas tributárias adotadas neste ano foi objeto da apresentação da Sra. Lina Maria Vieira, Secretária da Receita Federal do Brasil, na Audiência Pública de 9/4/2009, e reproduzida a seguir.



Medidas Anunciadas em 2009

Impacto Negativo

- 01 Incidência reduzida do IPI Veículos para o período de Jan-junho/2009.
- 02 Redução, por três meses, do IPI incidente sobre material de construção.
- 03 Redução da alíquota de 7% para 1%, no caso de imóveis até R\$ 100 mil, e de 7% para 6% nos demais casos.
- 04 Redução, por três meses, da Cofins incidente sobre a produção de motocicletas de até 150 cilindradas de 3,65% para 0,65%.
- 05 Inclusão de 5 novos segmentos nas regras tributárias definidas para investimentos na área Sudam
- 06 Dedutibilidade, para cálculo do IRPF, de gastos relacionados à automação de serviços cartoriais.

Impacto Positivo

- 01 Ajuste linear das alíquotas do IPI sobre cigarros em 23,50%
- 02 Aumento dos coeficientes para cálculo do PIS/Cofins em 72,6% (alíquota efetiva subindo de 6,36% para 10,97%)

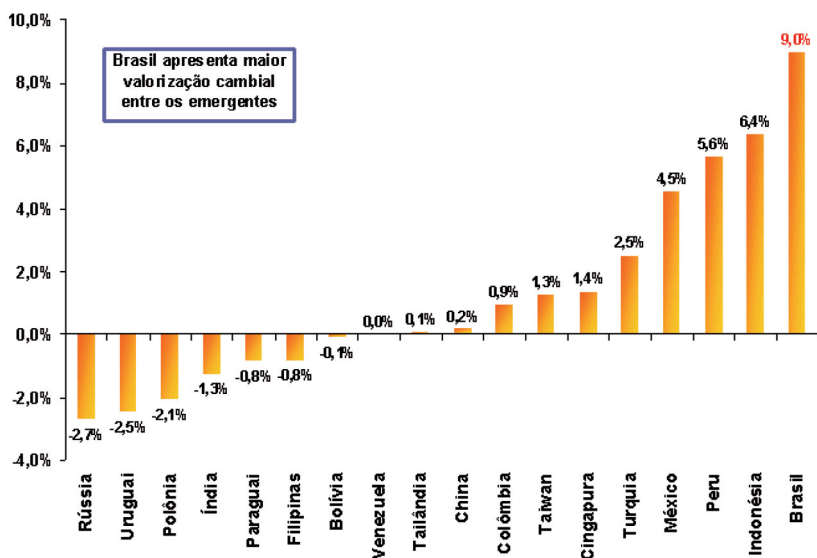
À parte as dificuldades da indústria brasileira, dois segmentos da economia merecem preocupação maior – as contas externas e as governamentais, conforme analisado a seguir.

Contas externas

As contas externas sofreram os mesmos efeitos de todos outros países, marcada por profunda retração do comércio internacional. As exportações brasileiras sofreram, pelo lado dos produtos primários, da contenção de preços de *commodities* muito exportadas pelo Brasil – como minérios e aço –, e, pelo lado da manufatura, da retração das outras economias, não apenas dos países ricos, como dos vizinhos latinos, principal destino de nossos bens industriais.

Se a depreciação cambial compensou tais efeitos, a recente apreciação do Real está impondo inegáveis danos aos exportadores – como demonstrado no gráfico apresentado por Diretor da FIESP, que participou em Audiência Pública na CAE.

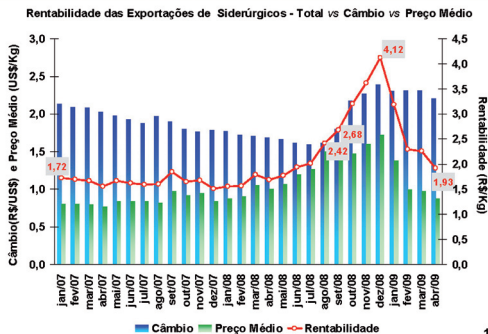
Varição Cambial de Países Emergentes - janeiro a maio de 2009



Fonte: FIESP (Roberto Gianneti Fonseca)

A diferença da onda de valorização cambial em 2009 em relação à ocorrida antes da crise (até agosto de 2008) é que agora os exportadores brasileiros ainda enfrentam preços externos bastante deprimidos, o que torna o efeito do câmbio sobre a atividade exportadora realmente devastador – a título de ilustração se pode tomar o caso da siderurgia, conforme *slide* a seguir, extraído de apresentação da FIESP.

FIESP Siderúrgicos - Total



14

Fonte: FIESP.

Já as importações recuaram diante da mesma depreciação, mas, sobretudo, da forte retração da produção. A queda das importações mais que compensou a das exportações e acabou não transformando a balança comercial numa questão de maior preocupação.

O cenário externo só não preocupa mais porque o Brasil detém um volume expressivo de reservas internacionais, na casa dos US\$ 200 bilhões – como ilustrado no gráfico a seguir, extraído de apresentação do Ministério da Fazenda. Inegavelmente, este é o diferencial mais marcante do País em relação às outras crises externas que enfrentou no passado. De qualquer forma, a movimentação de capitais que sofreu drástica queda, tão logo estourou a crise no segundo semestre do ano passado, já passou a apontar nova tendência nos últimos meses, com entrada maciça de reservas, especialmente junto ao mercado de capitais. Para muitos, ser um dos mercados mais líquidos dentre as economias emergentes e, o principal, ainda oferecer uma das taxas de juros reais mais elevadas no mundo, acabam atraindo capitais externos de forma crescente, o que levou à inversão da tendência de depreciação da taxa cambial.



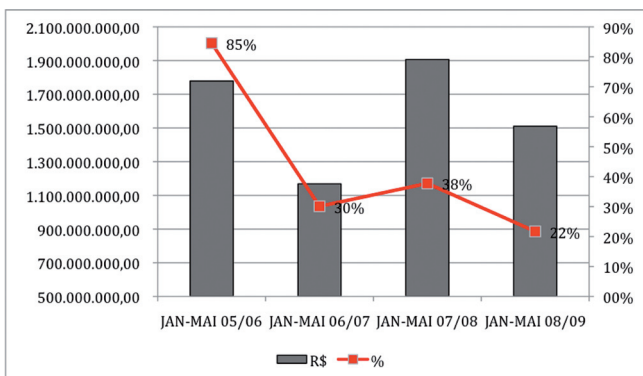
Contas fiscais

O cenário das finanças públicas é preocupante no médio e longo prazo porque vem combinando queda de receitas com elevação de despesas. É preciso retomar as atenções com o regime fiscal porque a recessão deixou no passado a política fiscal expansionista, viabilizada pela exuberante carga tributária e pela bonança externa. Mesmo (na hipótese surreal, para nós) que a economia brasileira se descole e se recupere bem e antes dos outros países, não será possível repetir aquele padrão que conseguiu conciliar forte expansão de gastos públicos federais e geração de elevado *superavit* primário, porque a carga tributária foi crescente e centralizada na União. É difícil, por isso, que a União consiga impor novos aumentos de tributos ou redistribuir a atual arrecadação a seu favor, em detrimento dos entes federativos subnacionais.

Por princípio, poderia ser alegado que essa é a receita clássica de política fiscal anticíclica, porém, teoria e experiência internacional recomendam alterações em variáveis que tenham caráter nitidamente temporário. Em particular, no caso dos gastos, os esforços devem ser concentrados nos investimentos públicos, como no caso da infraestrutura. Não é isso que vem sendo observado nas contas do governo federal. Quando se calcula a expansão do investimento público de janeiro a maio desde 2005, por exemplo, nota-se que, neste ano, crescimento do investimento público pelo critério pago apresentou um crescimento nominal de 22%, inferior, portanto, ao observado nos anos anteriores.

É importante destacar que, segundo dados do SAFI, de janeiro a maio de 2009 o governo investiu (pelo critério de investimento pago) R\$ 8,47 bilhões, sendo que desse total R\$ 7 bilhões (84%) correspondem a Restos a Pagar de 2008. Assim, o governo investiu apenas R\$ 1,5 bilhão do orçamento de mais de R\$ 40 bilhões autorizados na Lei Orçamentária de 2009 para investimento. Ao que parece, tem dificuldades de utilizar o crescimento do investimento público como mecanismo de política anticíclica.

Crescimento das despesas com investimento fixo da União Acumulado até maio, 2005-2009

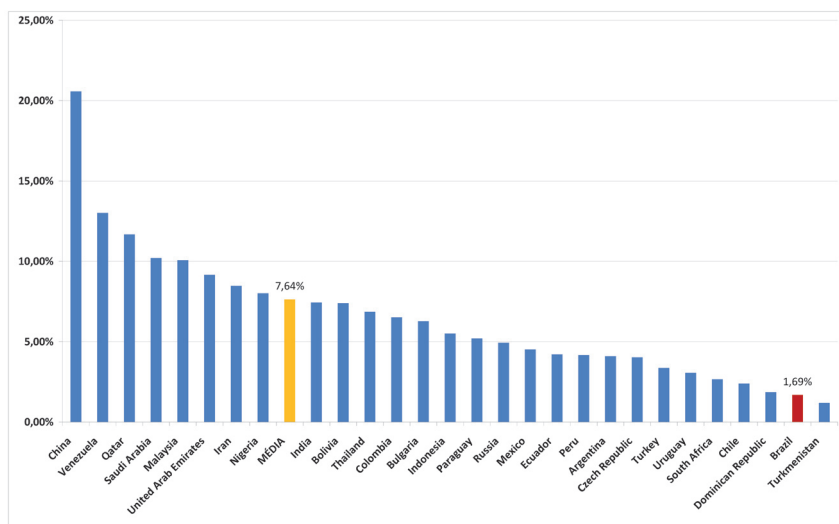


Fonte: SIAFI, 2005-2009

A forte expansão de gastos vem sendo puxada por despesas correntes, compreendendo desde decisões tomadas bem antes de estourar a crise global (como no caso daquelas que impulsionam o gasto com pessoal), até uma falta de controle de custeio (manifesta por maiores gastos com serviços e compras de consumo no início de 2009, muito superiores às do começo de 2008).

Um alerta muito importante sobre o baixo patamar do investimento público no Brasil (computadas as três esferas de governo) pode ser feito a partir de comparações internacionais. Embora imponha à economia uma das maiores cargas tributárias dentre as economias emergentes, o País ostenta uma das mais baixas razões entre formação bruta de capital fixo pelas administrações públicas e PIB, como mostra levantamento realizado pelo FMI junto a 135 países em 2007, na qual o Brasil ficou no penúltimo lugar (1,69% do PIB), superando apenas ao Turcomenistão (1,19% do produto), e muito longe da média da amostra (7,64% do PIB), como ilustrado no gráfico a seguir.

Formação bruta de capital fixo pelas administrações públicas em % do PIB em 2007



Fonte primária: FMI, World Outlook (tabulação especial).

O comportamento da receita merece atenção especial. A alteração na elasticidade da receita em relação ao PIB quando a economia entrou na fase declinante do ciclo, que era esperada face aos estudos econométricos,⁵¹ não é suficiente para explicar taxas de decréscimo real na arrecadação tributária no início de 2009 muito superiores às projetadas pelo mercado para o PIB. Medidas discricionárias também contribuem para

⁵¹ Ver, por exemplo, estudos da OCDE sobre o Brasil: MELLO, L.; MOCCERO, D. Brazil's fiscal stance during 1995-2005: the effect of indebtedness on fiscal policy over the business cycle. Economics Department Working Paper, n. 485, OECD, Paris, 2006a; sobre os países daquela Organização, ver: GIROUARD, N.; and C., Andre, Measuring cyclically-adjusted budget balances for OECD Countries. OECD Economics Department Working Paper, n. 434, OECD, Paris, 2005.

explicar tal diferença, como os incentivos concedidos pontualmente para incentivar alguns segmentos da economia – o caso mais emblemático foi a redução do IPI da indústria automobilística. Ainda assim, outros fatores precisam ser ponderados.

Análise mais pormenorizada da arrecadação tributária federal revelou, entretanto, que outros impostos e outros setores da economia sofreram perdas reais mais relevantes – tendo ganhado destaque na mídia o caso da maior empresa do País que confirmou estar se compensando de tributação da renda que teria pago a maior em 2008. O noticiário seguinte mostrou que milhares de contribuintes estariam se valendo do mesmo mecanismo – da compensação tributária.

Independente das questões sobre a pertinência ou não dessa operação (que só interessa ao fisco e ao referido contribuinte solucionarem pelos canais competentes), vale observar que este tema é bom para debate público – ou seja, aproveitar a oportunidade para discutir desde a forma de utilização das compensações até os seus efeitos sobre a repartição federativa e vinculações setoriais. Isto não significa questionar por si só a validade desse instituto, muito menos a forma como este ou aquele contribuinte o utiliza, mas é forçoso reconhecer que se tornou um mecanismo importante no âmbito da tributação federal, apesar de ser praticamente desconhecido da maioria dos analistas, se não até da grande maioria dos contribuintes. À parte, vale reproduzir a seguir estatística da Receita Federal do Brasil sobre a evolução das compensações

**DECLARAÇÕES DE COMPENSAÇÃO
QUANTIDADE E VALOR DE DÉBITO COMPENSADO POR TRIMESTRE**

Período: maio/2003 a dezembro/2008

Trimestre	Quantidade PerDcomp	Valor Total Débito (R\$)
2º trim./2003	34.574	3.084.639.231,39
3º trim./2003	123.530	7.391.771.084,83
4º trim./2003	145.785	6.188.090.969,89
1º trim./2004	129.204	7.058.039.597,32
2º trim./2004	157.256	13.341.419.957,95
3º trim./2004	203.248	7.092.915.407,64
4º trim./2004	192.563	6.301.318.247,97
1º trim./2005	151.233	7.403.659.143,93
2º trim./2005	162.428	5.103.787.894,99
3º trim./2005	195.959	4.663.778.208,84
4º trim./2005	184.491	4.610.517.562,47
1º trim./2006	156.192	8.406.031.969,62
2º trim./2006	173.409	7.371.072.544,50
3º trim./2006	192.805	7.120.577.385,79
4º trim./2006	178.747	7.110.621.927,35
1º trim./2007	167.138	8.742.799.471,02
2º trim./2007	178.910	9.247.452.647,86
3º trim./2007	181.864	7.805.247.113,08
4º trim./2007	175.231	6.731.304.864,66
1º trim./2008	152.325	10.313.291.544,17
2º trim./2008	155.925	9.684.506.269,38
3º trim./2008	169.125	7.589.982.738,04
4º trim./2008	158.461	7.524.720.457,74
TOTAL	3.720.403	169.887.546.240,43

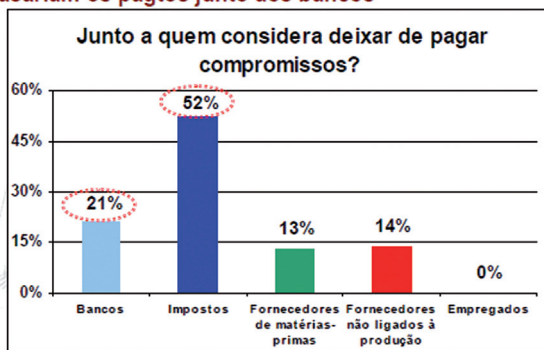
Fonte: DW/PERDCOMP

Obs.: documentos originais por trimestre de transmissão

até o final de 2008 (sem refletir, portanto, o aumento recente decorrente do recurso utilizado pela maior empresa do País, antes citado).

Outra evidência na linha de que o atraso no recolhimento de tributos se tornou uma forma importante para combater dificuldades financeiras foi revelada por pesquisa realizada pela FIESP junto aos maiores industriais do País e cujas conclusões foram apresentadas em Audiência Pública na Comissão (por seu diretor Paulo Francini, em 5/5/2009). O *slide* a seguir, extraído da referida apresentação, deixa bem claro, até pela enorme distância para outras opções (como atrasar pagamentos a bancos ou até de salários), que a inadimplência ou o planejamento tributário podem ter se constituído numa forma de acesso a crédito, mais rápido e sem depender de terceiros (fora a questão do custo comparado entre multas e juros de mora e as taxas bancárias).

Pesquisa Rumos (147 empresas): 52% das empresas deixariam de honrar primeiro seus impostos, e apenas 21% atrasariam os pagtos junto aos bancos



FIESP CIESP

30

Portanto, a arrecadação tributária sofreu um impacto da crise em proporção muito mais intensa do que economia (se no primeiro trimestre o PIB caiu 1,8% em relação ao primeiro trimestre de 2008 a receita administrada pela RFB encolheu em torno de 6% em termos reais na mesma base de comparação), possivelmente porque não pagar imposto se tornou uma nova e fundamental fonte de financiamento, inclusive para as maiores empresas do País. Considerando apenas as receitas tributárias da União, se observa que a sua razão com o PIB diminuiu em 0,44 ponto entre o primeiro quadrimestre de 2008 e de 2009; ou uma redução de exato 1 (um) ponto do produto, se excluídas as contribuições previdenciárias – conforme ilustrado na tabela a seguir.

EVOLUÇÃO DAS RECEITAS TRIBUTÁRIAS DA UNIÃO EM % DO PIB ESTIMADO - 2009 X 2008

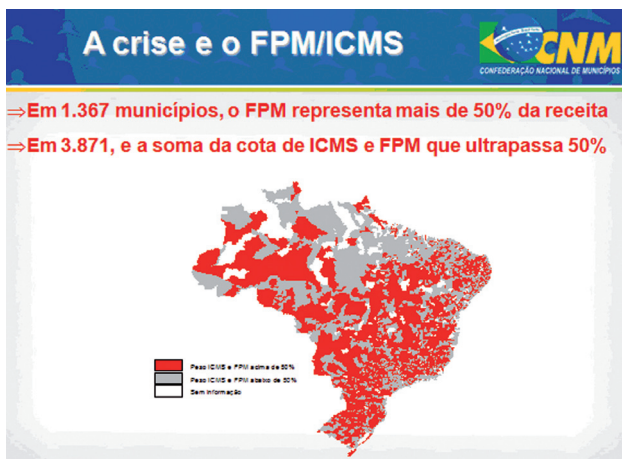
RECEITAS CORRENTES TRIBUTOS E CONTRIBUIÇÕES	2009 - EM % do PIB					VARIAÇÃO ENTRE 2008 E 2009 - EM % do PIB				
	JANEIRO	FEVEREIRO	MARÇO	ABRIL	ATÉ ABRIL	JANEIRO	FEVEREIRO	MARÇO	ABRIL	ATÉ ABRIL
TOTAL TRIBUTOS (TRIB.+CONTRIB.)	24,87%	19,46%	23,38%	23,64%	22,87%	-0,23%	-1,62%	0,19%	-0,11%	-0,44%
CONTRIBUIÇÕES PREVIDENCIÁRIAS	5,52%	5,75%	6,09%	6,07%	5,86%	0,72%	0,52%	0,42%	0,63%	0,57%
DEMAIS RECEITAS TRIBUTÁRIAS	19,35%	13,70%	17,29%	17,57%	17,01%	-0,94%	-2,13%	-0,24%	-0,74%	-1,01%

Fonte primária: SIAFI.

A perspectiva para a arrecadação tributária federal também é preocupante. Cada vez mais o estímulo fiscal contra a recessão se resume a reduzir impostos pontualmente (diante do fracasso em aumentar o investimento público e do pouco que se faz para induzir o privado) e o governo cai numa armadilha – pressionado a beneficiar cada vez mais setores e depois renovar os incentivos, ainda mais se esses benefícios conseguem levar a expansões pontuais e temporárias.

A federação também foi desequilibrada porque a receita tributária foi centralizada, o acesso de estados e municípios ao crédito praticamente desapareceu e a rolagem de suas dívidas com o Tesouro forçou a geração de *superavit* primário. A crise recessiva potencializará os conflitos federativos porque o governo federal reduziu seu *superavit* (-2% do PIB) mas não o dos governos subnacionais (-0,05% do PIB). Na prática, foi imposto a eles o ônus de cortar gastos – até porque, mesmo que quisessem, governos estaduais e municipais não têm como financiar e gerar um *superavit* menor. Comete um erro estratégico porque a execução dos investimentos públicos e dos gastos sociais universais (como educação e saúde) é muito descentralizada no Brasil (ambos na casa de 80%).

Vale acrescentar sobre os impactos fiscais da recessão para os governos estaduais e municipais que tais efeitos se revelaram mais fortes justamente para os governos das regiões menos desenvolvidas e, por natureza, mais dependentes dos repasses federais dos fundos de participação. Aliás, a dependência dos governos locais das duas principais transferências (FPM e ICMS) é bem ilustrada no gráfico a seguir, apresentado por dirigente da Confederação Nacional dos Municípios, em Audiência Pública, no último dia 9 de abril.



Com a concessão de incentivos federais concentrados no IPI e com a queda de lucros inerente à crise financeira, a base dos fundos sofreu uma queda real de receita muito superior ao conjunto dos tributos da União não compartilhados – o decréscimo real dos repasses dos fundos observado nos primeiros meses de 2009 é ilustrado no gráfico

a seguir. Nota-se que, enquanto os recursos ordinários do Tesouro Nacional caíram 6,5% no primeiro quadrimestre relativamente a igual período de 2008, os recursos vinculados aos fundos de participação sofreram muito mais (queda de 9,6%), como os da CIDE (- 83%), evidenciando que a queda da arrecadação tributária federal penalizou muito mais aquelas fontes transferidas aos outros governos

Evolução comparada de fontes de Recursos Federais: ordinários *versus* vinculados aos estados e municípios e repasses dos Fundos de Participação Primeiro quadrimestre de 2009



Sistema Integrado de Administração
Financeira do Governo Federal

Receita Realizada

Posição 7/5/2009

Exercício: 2009

2009/2008 - VARIÇÃO REAL (IPCA)							
	R\$ CORRENTE	Mês de Referência					
		ATÉ ABRIL	JANEIRO	FEVEREIRO	MARÇO	ABRIL	ATÉ ABRIL
= SOMA	553.288.057.801		-21,3%	-26,3%	201,3%	-20,0%	25,9%
0100	RECURSOS ORDINARIOS	57.772.152.493	-1,0%	-13,7%	-2,7%	-9,6%	-6,5%
0101	IMPOSTO S/RENDA E S/PRODUTOS INDUSTRIALIZADOS	36.360.497.127	-3,5%	-18,4%	-7,5%	-11,4%	-9,6%
0111	CONTRIB.DERIV.PETROLEO.COMB.COM.-CIDE	369.948.102	-95,8%	-94,8%	-92,0%	-48,8%	-83,3%
0173	REC.DAS OPER.OF.DE CREDITO-RET.DE OC.EST.MUN.	8.823.194.383	-8,7%	-20,8%	44,6%	8,4%	6,2%

2009							
Fonte de Recurso Detalhada	Valor Corrente	Variação Real (IPCA)					
		ATÉ ABRIL	JANEIRO	FEVEREIRO	MARÇO	ABRIL	ATÉ ABRIL
0101170001 F.P.M.	16.645.084.643		-3,1%	-17,8%	-6,6%	-10,6%	-8,9%
0101170002 F.P.E.	15.905.303.088		-3,1%	-17,8%	-6,6%	-10,6%	-8,9%
0101170004 IPI - ESTADOS EXPORTADORES	850.983.242		-20,1%	-35,3%	-31,0%	-35,7%	-30,6%
0101170007 FUNDO CONSTITUCIONAL - FNO/BASA	443.868.919		-3,1%	-17,8%	-6,6%	-10,6%	-8,9%
011017337 CIDE COMBUSTIVEIS-ESTADOS/MUNICIPIOS	107.238.905		-95,8%	-94,8%	-92,0%	-48,9%	-83,3%
0113150071 QUOTA ESTADUAL/MUNICIPAL DO SALARIO-EDUCAÇÃO	2.086.308.252		6,8%	8,7%	4,8%	7,7%	7,0%

Em particular, as perdas de receitas pelos Municípios foram reclamadas por seus representantes em Audiência Pública realizada em 9/4/2009. O efeito das medidas de estímulo fiscal para redução do FPM em 2009 foi estimado em R\$ 2 bilhões, como ilustração a seguir realizada Sr. Paulo Ziulkoski, Presidente da Confederação Municipal de Municípios (CNM), naquela ocasião.

A crise e o FPM

O impacto das desonerações no FPM

=>Até o final do ano, as medidas tributárias já implantadas pelo governo devem gerar uma perda de receita de R\$ 8,9 bilhões, com impacto de R\$ R\$ 2,1 bilhões no FPM e R\$ 1,9 bilhão no FPE.

Efeitos das desonerações tributárias nas receitas da União e no FPM (em R\$ milhão):						
Imposto	Realizado 2008	Estimativa 2009 antes da desoneração (A)	Tipo de desoneração	Efeito sobre receitas (%)	Nova previsão para a 2009 (B)	Diferença (B-A)
IRRF-Trabalho	51.430	53.385	Correção tabeata	+0,01%	50.355	-4.990
IRPF	19.590	15.081	Correção tabeata	-1,00%	14.930	-131
IRPJ	78.342	83.718	Redução de prazo e outros	-1,03%	82.856	-862
IRRF-Res.Ext.	9.046	11.127	Desoneração logística	-0,35%	11.088	-39
IPI-Auto	5.939	5.380	Redução alíquotas	-8,80%	2.797	-2.582
IPI-Outros	17.312	17.775	Suspensão de IPI exportação e redução construção civil	-4,60%	16.957	-818
IPI-Fumo	3.160	3.085	Aumento de 23% nas alíquotas	17,00%	3.552	516
Total	178.819	191.502	Medidas tributárias	-4,52%	182.576	-8.926
Perda FPM (23,5% IPI+IR)						-2.098

O fato de os *superavits* primários dos governos regionais diminuírem em volume inferior ao da queda das transferências federais para eles é um indicador do ajuste forçado que realizam – porque, mesmo que quisessem gastar mais, não têm como se financiar. Em particular, preocupa os efeitos sobre os gastos daqueles governos com educação e saúde, vinculados à receita de impostos, e com investimentos, historicamente muito descentralizados no País (ao ponto de os municípios chegarem a investir mais que a União). A resposta do governo federal foi oferecer um repasse extraordinário ao FPM e abrir uma linha de financiamento do BNDES aos Estados. Enquanto tais recursos adicionais não chegam àqueles governos, seguem apresentando um desempenho fiscal relativo muito melhor que o federal, como ilustrado na tabulação a seguir que compara a variação real da receita, dos gastos e do *superavit* primário dos maiores governos do País no primeiro quadrimestre deste ano.

EVOLUÇÃO DOS DETERMINANTES DO RESULTADO PRIMÁRIO NA EXECUÇÃO ORÇAMENTÁRIA DO PRIMEIRO QUADRIMESTRE: 2008 x 2009

Governos	Variação Real: 1º Quadrimestre 2009 x 2008						1º Quad/09
	Receita Primária Corrente Própria	Despesa Primária	Despesa Corrente Própria	Pessoal e Encargos Sociais	Outras Despesas Correntes Própria	Superávit Primário	Superávit Primário / Receita Própria
UNIÃO	-6,1%	12,6%	7,5%	18,6%	4,3%	-61,5%	9,4%
ESTADOS							
S. Paulo	1,5%	6,4%	4,9%	4,9%	4,9%	-12,1%	31,3%
Rio de Janeiro	5,4%	3,5%	2,0%	3,9%	1,2%	21,5%	18,0%
Minas Gerais	-10,0%	1,8%	-0,4%	3,8%	-9,2%	-36,3%	28,8%
Bahia	-5,1%	5,0%	7,3%	9,1%	2,7%	-48,3%	13,5%
Pernambuco	2,8%	17,7%	18,5%	14,7%	27,8%	-40,4%	14,7%
Paraná	0,0%	4,9%	5,8%	5,8%	5,8%	-22,4%	19,0%
Pará	-1,5%	7,4%	9,4%	6,8%	12,3%	-39,0%	13,9%
Mato Grosso	5,0%	12,0%	15,6%	12,6%	21,8%	-10,5%	29,0%
MUNICÍPIOS							
São Paulo	1,9%	5,5%	7,5%	1,0%	11,1%	-7,3%	34,6%
Rio de Janeiro	1,0%	0,3%	1,8%	7,9%	-10,7%	2,3%	40,7%
Fortaleza	-14,3%	17,4%	13,0%	5,5%	24,6%	-64,9%	15,4%
Salvador	-4,3%	9,7%	5,8%	13,1%	1,2%	-63,2%	8,0%
Porto Alegre	-5,1%	5,4%	5,0%	2,2%	9,4%	-34,1%	18,3%

Fontes: STN p/ União; Relatórios Resumidos de Execução Orçamentária - anexo VI (LRF, artigo 53, inciso III) p/ estados e municípios.

Receita Primária Corrente Própria = Receita Primária Corrente - Transferências Constitucionais e Legais

Despesa Primária = Total - Encargos/Amortização Dívida - Concessão Empréstimos - Inversões em Títulos.

Despesa Corrente Própria = Corrente - Transferências Intergov. Constitucionais e Legais.

Outras Despesas Correntes Própria = DCP - Pessoal e Encargos Sociais - Transf. (incluídos juros, benefícios previdência...)

A conjuntura sombria pode trazer danos ainda piores se retrocedermos no campo institucional. A Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) será um catalisador das pressões por mudanças. Primeiro, antes de tudo, o governo federal continuará ignorando o que não foi regulamentado (como o conselho de gestão fiscal e os limites para a dívida da União). Segundo, o espaço para a contabilidade criativa deverá ser expandido (como é o caso da redução artificial das despesas com pessoal hoje limitada a alguns governos ou órgãos e que poderá ser seguido por outros). Terceiro, a pressão das autoridades por flexibilizar as regras e as sanções deverá aumentar (como será difícil cumprir limites e metas, sempre é mais fácil eliminar ou relaxar nas punições e defender para os outros no lugar do ônus político e técnico de atacar o foco dos problemas).

É curioso que ninguém fala ou aciona os mecanismos anticíclicos já previstos na própria LRF. O Poder Executivo Federal pode propor ao Senado Federal que os limites de endividamento sejam temporariamente elevados e os prazos para enquadramento

sejam dilatados. Qualquer governo pode reduzir suas metas de resultados fiscais e todos podem tomar financiamentos para aplicar em investimentos. E mesmo na polêmica rolagem da dívida estadual e municipal, mudanças são possíveis sem configurar nova rolagem e sem mexer na LRF – o impossível é o credor concordar diante de tantas vantagens que desfruta em relação ao devedor.

É preciso bem discernir entre práticas, políticas e instituições fiscais. Muitos se vangloriam da conjuntura fiscal brasileira frente à das economias avançadas, mas ignoram os indicadores que são comparáveis (nosso *deficit* nominal subiu para 3% do PIB e a dívida bruta, para 62% do PIB, ambos sem estatais) e, especialmente, a natureza das estratégias. A sustentabilidade fiscal no longo prazo é um princípio imprescindível na nova e dita frouxa política fiscal daqueles países. Em troca da expansão dos gastos, das garantias e da dívida pública no presente, estão sendo adotados planos e regras que mostrem a solvência no futuro.

Nesse contexto, possuir uma lei de responsabilidade fiscal reconhecida internacionalmente como abrangente e austera é uma vantagem ímpar para o Brasil e poderá ser um diferencial no pós-crise (quando a verificação das condições de sustentabilidade será ainda mais valorizada pelo mercado financeiro internacional).

Cabe, antes de tudo, completar a obra de construção do regime fiscal responsável – isto é, regulamentar o que está pendente e melhorar o cumprimento de muito do já previsto. Podemos enumerar alguns casos. Poucos meses depois de aprovada a LRF em 2000, o Congresso Nacional recebeu três propostas legislativas: a de resolução do Senado que fixaria limite para a dívida consolidada da União (só foi aprovado para outros níveis de governo) e a de duas leis, uma que fixa um limite especial para a dívida mobiliária federal e outra que dispõe sobre a composição e o funcionamento do Conselho de Gestão Fiscal. Por que será que matérias tão relevantes sequer começaram a ser apreciadas, apesar de serem relatadas por líderes governistas?

Orientações desse Conselho e retaliação aos governos que não sigam o mesmo padrão contábil deveriam combater a maquiagem das despesas com pessoal – excluindo desde a parcela do imposto de renda retido na fonte até os inativos de um ou todos os Poderes. Em sendo excedido o limite, também caberia aplicar as sanções – se o exemplo precisa vir de cima, é preciso atentar para o Ministério Público Federal. Não se pode retroceder nem em detalhes simbólicos – por exemplo, o relatório de gestão fiscal quadrimestral é assinado pelos Presidentes do STF, do Senado e da Câmara, mas não pelo da República, apesar de clara exigência da LRF. Por que um Poder tem mais poder do que os outros para não assinar o mesmo relatório? Na verdade, isso não difere da questão federativa e da dívida: que moral tem um governo para exigir que outros cumpram o limite se ele não está sujeito a nenhum limite? Ou se ele cobra dos que sonegam seus impostos e depois os parcelam, cobrando juros muito inferiores ao que exige dos outros governos?

No campo do que mudar para endurecer mais a LRF, uma questão crucial respeita à criação de gastos permanentes, em especial com pessoal. É preciso reconhecer que a lei falhou em limitar a expansão dos gastos. Os limites específicos para despesas

correntes constituem uma opção, porém, como são medidos *ex-post*, acabam quase sempre por imputar os ônus dos ajustes aos sucessores dos que causaram o desajuste. O segredo da responsabilidade fiscal não é punir, mas sim prevenir.

É preciso reformar a LRF para adotar regras de melhor operacionalização e visualização, que evitem a criação do gasto descoberto, inclusive na forma de renúncia tributária. Muito disso passa por uma mudança radical nos instrumentos e no processo orçamentário, financeiro e patrimonial do País.

Portanto, *spread* e oferta de crédito não estão descolados dos demais aspectos que marcam a política macroeconômica brasileira, que desembocou numa importante recessão. Se já era um grande desafio em tempos de normalidade econômica buscar coerência e consistência entre as diferentes políticas que compõe a política econômica de um país, ele se torna ainda maior para enfrentar uma crise, global e sistêmica.

RELAÇÕES ENTRE TESOURO E BANCO CENTRAL

As relações entre Banco Central e Tesouro jogam papel chave para as finanças, não só as públicas, como também as privadas. Essa importância cresce ainda mais em tempos de recessão, ainda mais quando sistêmica como a atual. Há que se relevar que, mesmo em tempos de paz, tais relações não despertaram mais atenção do que o dogma da independência do banco central. Sem que a maioria nem atente em relação a quem o BACEN deveria ser independente e, mesmo os que se lembram do Tesouro, nunca questionam se ele também não deveria ser independente do BACEN.

As relações entre política monetária e fiscal são tão íntimas quanto intrincadas e complexas, mas isso não é justificativa para serem ignoradas no debate econômico brasileiro, ainda mais quando se busca saídas para a recessão. Na tentativa de estimular discussões, gostaríamos de chamar a atenção para alguns números oficiais.

As relações entre Banco Central e Tesouro jogam papel-chave para o desempenho das finanças públicas e privadas. Essa importância cresce em tempos de crises sistêmicas. Mudanças na casa das centenas de bilhões de reais foram realizadas nos últimos meses no Brasil, mas, informadas burocraticamente em relatórios oficiais, passaram despercebidas. Cabe destacar alguns desses números (de abril de 2009), para mostrar como são íntimas e intrincadas as relações entre política monetária e fiscal e que não devem ser ignoradas no debate público:

- R\$ 185,3 bilhões foi quanto o BACEN transferiu ao Tesouro em março por conta de seu resultado positivo no segundo semestre de 2008. Refletiu o lucro com a desvalorização cambial – inclusive, R\$ 10 bilhões que ganhou na ponta oposta dos derivativos cambiais que causaram graves danos a muitas companhias. A LRF determinou que o resultado semestral do BACEN, se positivo, fosse transferido para o Tesouro; se negativo, fosse coberto por este. A Lei nº 11.803 de 2008 foi além e vinculou aquele resultado para o pagamento da dívida (prioritariamente a

existente junto ao BACEN). Para ilustrar, a tabela a seguir mostra a evolução dos resultados (nominais) do banco central nesta década.

EVOLUÇÃO DOS RESULTADOS DO BANCO CENTRAL - 2000/2008
- em R\$ bilhões correntes

Ano	Resultado do BACEN (R\$ bilhões) ⁽¹⁾			Reservas Internacionais ⁽²⁾		Swap		Total
	Ano	1º Sem.	2º Sem.	1º Sem.	2º Sem.	Ano	Cambial ⁽³⁾	
2000	1,62	0,31	1,31
2001	3,07	-4,08	7,16	2,31	0,28	2,59
2002	-17,19	-10,91	-6,28	3,91	14,83	18,74	-10,94	7,81
2003	31,32	24,18	7,14	-28,90	2,07	-26,82	15,63	-11,19
2004	2,71	2,80	-0,09	0,43	-16,21	-15,78	6,04	-9,74
2005	-10,49	-11,63	1,13	-26,45	-6,96	-33,41	2,69	-30,73
2006	-13,39	-12,85	-0,54	-12,01	-4,89	-16,90	-5,44	-22,34
2007	-47,51	-30,30	-17,21	-28,24	-14,97	-43,21	-8,81	-52,02
2008	13,35	3,17	10,17	-39,58	160,87	121,29	5,32	126,61
Acum. 2002/08	-41,22	-35,54	-5,68	-130,84	134,75	3,90	4,50	8,40

Elaborado a partir dos Balançetes Semestrais e outros informes do Banco Central do Brasil.

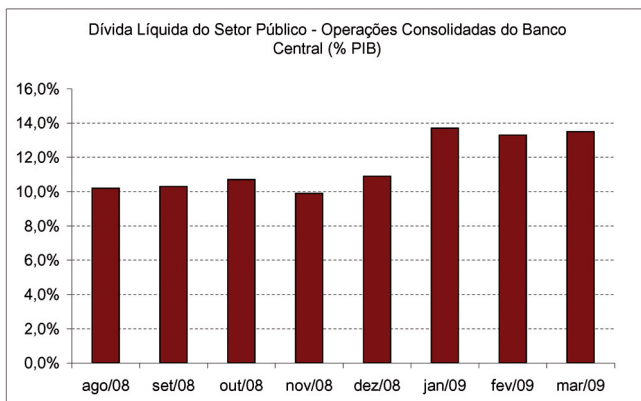
⁽¹⁾ Resultado apurado antes da constituição de reserva

⁽²⁾ Dados sobre o custo da manutenção das reservas cambiais começaram a ser divulgados a partir do 2º trimestre de 2001, portanto o resultado do ano de 2001 é parcial, pois contém as informações a partir do 2º trimestre do referido ano.

⁽³⁾ Números extraídos da apresentação de Meirelles na Câmara dos Deputados em 26/11/2008, exceto 2008 (estimado)
Versão preliminar, sujeito à revisão.

- R\$ 359,2 bilhões era quanto o Tesouro tinha na conta única depositada no BACEN em 30/04/2009. Os gestores da dívida advogam por um colchão de liquidez. Mas o exagero é evidente: esse de 12,3% do PIB, como o de 12,8% ao fim de março, é o maior dos últimos 100 meses – cuja média foi de 8% do PIB. Cerca de metade do caixa é proveniente do resultado do BACEN, que não foi objeto de crédito suplementar no orçamento (elaborado antes da maxidesvalorização cambial do final do ano passado) para que abatesse dívida. Se isso não acontecer e continuarem tais recursos no caixa, se tornarão *superavit* financeiro. Tal circunstância, nos últimos tempos, foram transformadas por diversas medidas provisórias em fonte de recurso para várias despesas, muitas delas primárias. Seria uma versão sofisticada para a velha prática de rodar a máquina de imprimir dinheiro para cobrir gasto público na veia. Felizmente, o País é *investment grade* e não seria possível fazer tal manobra sem chamar a atenção dos analistas de todo o mundo. Mais que isso, o Real está se valorizando expressivamente em 2009, o que deve provocar prejuízo no BACEN neste semestre. Será difícil explicar como o Tesouro emitirá novos títulos para o BACEN sem ter dele resgatado, em títulos, o valor equivalente ao lucro do semestre anterior.
- R\$ 474,2 bilhões era o tamanho da dívida mobiliária na carteira do BACEN ao final de abril de 2009. Por princípio, isso não afeta a dívida porque é governo devendo para governo. Tal carteira, porém, cresceu nos últimos tempos (equivale a 38% da dívida mobiliária do Tesouro, contra 27% dois anos atrás), ampliada pela cobertura dos antigos *deficits* com a valorização cambial. Uma hipótese para não se resgatar os títulos dessa carteira é que o BACEN precisa deles para contratar “operações compromissadas” com o mercado – nem toda carteira do BACEN, na prática, estaria com ele.
- R\$ 396,2 bilhões foi o total das operações compromissadas do BACEN registrada em 30/04/09, correspondendo a 84% da sua carteira de títulos – contra apenas 8% em dezembro de 2005. Nos últimos oito meses, aumentaram em R\$ 87,6 bilhões

os financiamentos que o BACEN tomou no mercado aberto, dos quais 68% explicado por operações inferiores há duas semanas. Pelo lado fiscal, as operações compromissadas constituem uma forma de dívida pública, inclusive o BACEN as contabiliza como dívida mobiliária em mercado. As duas somam 56% do PIB ao fim de abril, um incremento de 3,1 pontos do produto só neste ano. Pelo lado financeiro, representa mais um traço da dependência do mercado financeiro em relação ao Estado. A inflação alta acabou, mas não eliminou a “zeragem automática” – ou seja, ao fim de cada dia, os bancos fecham posições com o BACEN, aplicando as “sobras” em títulos públicos, com risco zero e juros altos. Enquanto tais operações continuam em 13,5% do PIB, tem-se uma indicação do tamanho da aversão ao risco dos bancos e de sua preferência pela liquidez. A evolução nos últimos meses dessas operações é ilustrada no gráfico a seguir.



Fonte: Bacen. Elaboração: Grupo de Conjuntura - Fundep.

- R\$ 99,8 bilhões foi o total da injeção de liquidez que o BACEN promoveu via redução de compulsórios para que o mercado financeiro pudesse enfrentar a crise internacional. R\$ 82,8 bilhões era quanto o mesmo BACEN tomava de recursos do mercado por meio daquelas operações compromissadas ao final de abril. Contraditoriamente, o próprio banco central esteriliza, na outra ponta, a expansão da liquidez por ele efetuada. Esse resultado, entretanto, pode se dever a um problema de agregação. A injeção de liquidez teve como destino os bancos com problemas, em sua maioria, médios e pequenos. Não necessariamente foi desses bancos que o BACEN tomou recursos.

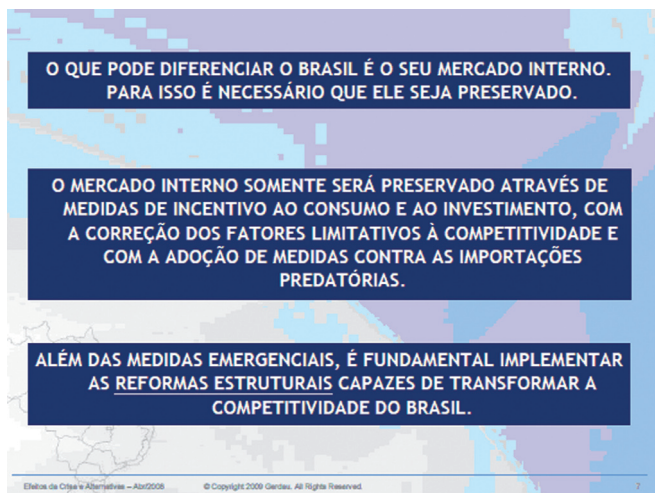
Tais números ilustram as dualidades vividas no Brasil. Por um lado, é exaltado que o mercado bancário brasileiro passou imune à crise global. Por outro lado, é fato que o mesmo mercado empresta pouco e com juros abusivos e, pior, não consegue dispor de um mercado interbancário capaz de prover fundos privados que reduzissem as pressões sobre o BACEN para zerar enormes posições todo final de dia. Isso contamina a gestão da dívida pública e, em decorrência, a credibilidade da própria política fiscal. Pode-se dizer com base nas estatísticas anteriores que, enquanto a política monetária segue “empoçando” a liquidez, a administração da dívida do Tesouro acaba sendo, indiretamente, repassada pelo Ministério da Fazenda ao BACEN.

A magnitude das operações compromissadas no conjunto da dívida mobiliária federal demonstra que o país não tem uma política de administração dos passivos estatais e de construção de estruturas institucionalmente sólidas para a gestão dos diversos componentes do endividamento público. Ao contrário, a meta de redução da dívida líquida sobre o PIB parece que impede a reconstrução dos padrões de financiamento do Estado brasileiro. Vale ressaltar que a expansão das operações compromissadas é relativamente normal em períodos de crise financeira, mas sua magnitude revela um descontrole da dívida e falta de harmonia entre políticas e instituições.

É bom atentar para os riscos que as bilionárias relações entre Tesouro e Banco Central podem colocar para a credibilidade da política fiscal. É preocupante que resultados do BACEN depositados no caixa do Tesouro possam vir a se transformar em *superavit* financeiro e, daí, em nova fonte de recursos fiscais, ou seja, uma forma mais sofisticada de se emitir moeda para custear o gasto público. Debater mais e publicamente estas políticas e instituições seria um bom passo para não ficar preso a dogmas.

MEDIDAS PARA MELHORAR O AMBIENTE MACROECONÔMICO

A estratégia macroeconômica do País reclama que, passado os ajustes para enfrentamento da crise recessiva, deveria ser retomada a agenda de reformas institucionais, para a qual, a título de colaboração, são propostas algumas pautas a seguir – desde a responsabilidade fiscal, o orçamento público, as relações entre banco central e tesouro e entre governos, até a tributação mais eficiente. Mudanças institucionais de maior envergadura não se tratam de medidas distantes do combate à crise recessiva, como foi defendido em Audiência Pública no Senado, em 14/04/2009, por representantes do setor privado, sendo extraído o *slide* a seguir da apresentação do Sr. Jorge Gerdau Johanhnpeter, da Ação Empresarial.



O QUE PODE DIFERENCIAR O BRASIL É O SEU MERCADO INTERNO.
PARA ISSO É NECESSÁRIO QUE ELE SEJA PRESERVADO.

O MERCADO INTERNO SOMENTE SERÁ PRESERVADO ATRAVÉS DE
MEDIDAS DE INCENTIVO AO CONSUMO E AO INVESTIMENTO, COM
A CORREÇÃO DOS FATORES LIMITATIVOS À COMPETITIVIDADE E
COM A ADOÇÃO DE MEDIDAS CONTRA AS IMPORTAÇÕES
PREDATÓRIAS.

ALÉM DAS MEDIDAS EMERGENCIAIS, É FUNDAMENTAL IMPLEMENTAR
AS REFORMAS ESTRUTURAIS CAPAZES DE TRANSFORMAR A
COMPETITIVIDADE DO BRASIL.

Elaborado da Crise e Alternativas – Abr/2008 © Copyright 2009 Gerdau. All Rights Reserved.

Sustentabilidade Fiscal

A médio e longo prazo, é recomendado assegurar a sustentabilidade fiscal que permita conciliar estabilidade de preços com taxas de juros reais baixas, ao contrário do que se verificou por três décadas na economia brasileira. Essa sustentabilidade está muito mais associada às instituições do que as políticas e as práticas.

Os institutos da responsabilidade fiscal e da estabilidade de preços são hoje instituições com elevado apoio popular. No primeiro caso, se a lei complementar de 2000 constituiu um marco, com reconhecimento internacional, por outro lado, é forçoso atentar que alguns de seus pontos ainda carecem de regulamentação. O Senado deve fixar limites para a dívida consolidada e o Congresso Nacional, além de fixar limites para a dívida mobiliária federal, deve regulamentar o conselho de Gestão fiscal. Caberiam ainda ajustes na redação da lei, não para flexibilizar, mas sim para tornar mais rígido e eficaz seus princípios, especialmente envolvendo o controle da criação de novas despesas, em particular pelos Poderes ditos autônomos (para evitar que excedam o limite de gasto com pessoal e assim acabem impondo sanções aos outros Poderes).

Se a LRF precisa ser aperfeiçoada, o processo de elaboração dos orçamentos e toda a gestão contábil, financeira e patrimonial da administração pública precisam de uma reestruturação geral. Mudanças profundas precisam ser efetuadas para ordenar a elaboração e a estruturação das leis do plano plurianual, das diretrizes e dos orçamentos, de modo que se tornem instrumentos realmente úteis e realistas, bem assim que a execução financeira e a contabilidade espelhem fiel e automaticamente todas as transações do setor público. Tais matérias também devem ser contempladas em uma lei complementar, de modo a serem aplicadas pelas três esferas de governo.

Relações Banco Central x Tesouro

Outra matéria de caráter institucional relevante que merece atenção particular em tempos de crise envolve o relacionamento entre o Banco Central e o Tesouro Nacional, cabendo assegurar que as práticas fiscais assegurem a boa transparência e responsabilidade.

A súbita depreciação cambial provocou um atípico e volumoso resultado positivo no Banco Central, que foi transferido ao Tesouro, como previsto na Lei de Responsabilidade Fiscal (art. 7^o) e regulamentado por recente lei ordinária (n. 11.803, de 5/11/2008). Este último ato determina (no seu art. 3^o) que aqueles recursos "... serão destinados exclusivamente ao pagamento da Dívida Pública Mobiliária Federal, devendo ser paga, prioritariamente, aquela existente junto ao Banco Central do Brasil". Como aquela receita ainda permanece no caixa do Tesouro e responde por metade de seu saldo, a sua enorme dimensão, por si só, recomenda que haja um melhor debate público sobre seus aspectos econômicos e legais.

Uma argumentação econômica a favor do resgate é que o Tesouro precisa resgatar os seus títulos da carteira do Banco Central (inclusive, muitos deles repassados no passado justamente para cobrir os mesmos resultados, quando eram negativos), para

que não reste a menor hipótese que emissão de moeda se transforme em receita fiscal, ainda que indiretamente (por intermédio da remuneração das disponibilidades financeiras do Tesouro ou da eventual conversão em *superavit* financeiro ao final do exercício). Contra essa posição é alegado que o pagamento não foi efetuado porque o Banco Central não vendeu as reservas.

O debate no campo legal é mais simples. Há uma determinação legal em vigor, fruto de uma medida provisória baixada no ano passado, que vincula a receita do resultado positivo do banco central ao pagamento da dívida, logo, se o Poder Executivo Federal entender que não seria pertinente tal vinculação, é recomendado que ele baixe uma nova medida provisória e revogue a regra que ele mesmo propôs e sancionou.

Equilíbrio das Medidas Tributárias de Estímulo Econômico

É preciso mais atenção no uso da tributação como meio de estímulo à economia. Se é inegável que sejam necessárias, em caráter emergencial, para enfrentar a recessão e estimular a economia, não se pode negar e nem descuidar dos seus efeitos colaterais. Antes de tudo, é altamente recomendado que sejam adotadas medidas paliativas em torno dos fundos de participação e regionais.

O ideal seria não concentrar tais medidas em impostos compartilhados, como é o caso do IPI. É inegável que este seja um tributo de caráter regulatório, mas sendo necessário seu uso, cabe à União compensar as perdas de recursos dos outros governos, especialmente das regiões menos desenvolvidas do País. Já foi proposto um repasse extraordinário e só para o FPM, porém, é preciso ir além e prever uma garantia que seja transferido em 2009 o mesmo valor repassado em 2008, acrescido da inflação no período. A mesma medida precisa ser aplicada ao FPE, uma vez que padece de um vício a oferta de crédito junto ao BNDES, que, além de esbarrar nos controles fiscais e nas inúmeras exigências burocráticas, os Estados só podem tomar empréstimos para financiar despesas de capitais enquanto os repasses do FPE são aplicados em sua grande maioria em despesas correntes.

Uma alternativa seria aproveitar o momento para adotar uma medida há muito tempo reclamada na reforma tributária – ampliar a base dos fundos de participação. O próprio Executivo Federal endossou a ideia no projeto de emenda que incluía o IVA na base. A subcomissão que examinou o assunto no Senado Federal foi além e sugeriu que tal base contemplasse a arrecadação de todos os impostos e contribuições sociais e econômicas (a única exceção seria a previdenciária). Poder-se-ia antecipar e adotar isoladamente tal mudança constitucional porque não há maior dificuldade para sua operacionalização (prática semelhante já é adotada pela Desvinculação da Receita da União – a DRU) e permitiria, tanto às autoridades federais terem mais liberdade para gerir os tributos de caráter regulatório quanto aos fundos de participação estarem sujeitos a menos oscilações ou mudanças pontuais.

Outra possibilidade seria desvincular os recursos dos fundos de participação da arrecadação de impostos, reajustando seus valores com base na inflação, com possíveis

revisões esporádicas, digamos, a cada cinco ou dez anos. A vantagem desse esquema é que facilitaria a administração de recursos por parte dos estados e, principalmente, dos municípios: ao garantir um fluxo constante de receita (mensurada em termos reais), os incentivos para gastos inúteis e excessivos nos períodos de maior arrecadação tributária seriam reduzidos, assim como o corte ineficiente de investimentos (usualmente, a rubrica onde é mais fácil cortar gastos, tendo em vista a rigidez da folha de pagamentos) em períodos de crise.

Pelo lado dos contribuintes, é importante destacar que, passada a etapa dos incentivos pontuais e emergenciais, o novo cenário macroeconômico também reclama que sejam antecipados dois princípios básicos da reforma tributária, inclusive contempladas no próprio projeto do governo federal – a completa desoneração tributária dos investimentos fixos e das exportações.

Aliás, conciliar os interesses dos dois últimos lados aqui citados – tanto os fiscos, atentando para aspectos federativos e regionais, quanto os contribuintes – foi um ponto apontado com destaque em moção do Conselho de Desenvolvimento Econômico e Social (CDES), que foi destacada em Audiência Pública na CACFE, de 19/03/2009, por seu representante, Sr. Antonio Trevisan. Para reforçar as medidas aqui sugeridas, vale reproduzir um princípio defendido na moção datada de 22/1/22009 daquele Conselho: “A importância das medidas, articuladas com Estados e Municípios, para manutenção da atividade econômica, como incentivos às exportações, ampliação de crédito, e desonerações de impostos que incidem sobre o setor produtivo...”

Muito pode ser feito sem emenda constitucional, mas modificando leis complementares (no caso da Lei Kandir para o ICSM federal) e leis ordinárias, de modo que, no caso de aquisição de bens de capital, seja dado crédito à vista e automático nos tributos não-cumulativos (IPI, ICMS, PIS e COFINS) e, no caso dos créditos já acumulados pelos exportadores dos mesmos tributos, sejam resolvidos o quanto antes o estoque passado (via compensações, transferências para terceiros ou quitação direta pelo Tesouro antecipando apoio aos Estados). Portanto, é recomendado que sejam adotadas medidas de caráter estrutural, que beneficiam segmentos mais amplos da economia, ainda que seja para substituírem as concessões pontuais e temporárias de incentivos.

Em conclusão, o comportamento recente do PIB no primeiro trimestre de 2009, mostrando que em poucos meses a taxa de investimento nacional recuou vários anos, só reforça a imperiosidade de se adotarem medidas de estímulo fiscal e crédito destinadas especificamente a fomentar a aquisição de bens de capital e a realização de obras. Os principais fatores que impedem ou dificultam a realização dos projetos que já estavam programados, conforme levantado junto aos industriais brasileiros pela CNI, estão expostos no *slide* da página seguinte, reproduzido da apresentação da FIESP na Audiência Pública realizada no último 5 de maio.

Pode-se concluir esta análise alertando que é insuficiente estimular ou sustentar o consumo, se isso não reverter as expectativas empresariais para investir – e, por vezes, até para produzir.

Pesquisa CNI: A incerteza econômica é o principal risco aos investimentos em 2009. 3.



Preocupa o fato de as concessões para pessoas jurídicas não estarem crescendo no mesmo ritmo das destinadas a pessoas físicas. No primeiro trimestre de 2009, destacaram-se as linhas de capital de giro, que tiveram um desempenho particularmente ruim. Isto tudo para não falar que, com a retração dos recursos externos para investimentos e das novas emissões de papéis no mercado doméstico de capitais, o crédito para projetos de investimentos fixos voltou a ficar excessivamente dependendo dos aportes pelas instituições oficiais de fomento – basicamente o BNDES. Porém, este está precisando mobilizar muito de sua capacidade financeira e técnica para dar suporte ou mesmo comandar reestruturações empresariais no País, e para financiar empresas estatais que, tradicionalmente, nunca foram grandes clientes do BNDES, pois conseguiam ou se autofinanciar ou tinham acesso ao mercado externo. Isto não significa criticar ou rejeitar as decisões do BNDES, que são plenamente justificadas e necessárias para preservar empresas e projetos nacionais; porém, é importante prestar atenção que muitas de suas ações não impactam diretamente o investimento fixo.

Esse cenário preocupante em torno do investimento privado, especialmente na esfera industrial, só agrava a avaliação do investimento público. Para esse sim pode-se criticar o seu baixo nível de execução e a dificuldade para sua elevação de forma sustentada. De pouco adianta orçar dezenas de bilhões de reais nas leis anuais, se a maior parte não é sequer contratada, de modo que se acumulam restos a pagar que também significam empenhos a realizar. A visão centralizadora em relação às metas de *superavit* primário imporá um ajuste fiscal exageradamente duro aos governos estaduais e municipais, que não foram beneficiado por redução de meta, como no caso da esfera federal, o que poderá levá-los a cortar obras e, assim, segurar ainda mais o investimento público, que é muito descentralizado na federação brasileira.

Enfim, é preciso mais atenção no diagnóstico e mais estímulos voltados para a retomada da produção de bens, especialmente industriais, e principalmente para elevar de

forma sustentada os investimentos, privados e públicos no País. Sem isso, corremos o risco de comemorarmos que a economia não decrescerá tanto quanto nas economias ricas, mas pode apresentar uma baixa taxa de crescimento, de modo que continuemos muito atrás do comportamento da média das economias emergentes, como já foi a tendência dos últimos anos. Se o Brasil já tinha perdido oportunidades quando a economia mundial experimentou seu mais intenso e longo ciclo expansionista do pós-guerra, corre o risco de perder de novo as oportunidades abertas ou exigidas pela crise, oportunidades como a conciliação de uma política econômica pró-ativa e anticíclica com uma agenda de reformas estruturais.

Subsecretaria de Edições Técnicas
Senado Federal, Via N-2, Unidade de Apoio III, Praça dos Três Poderes
CEP: 70.165-900 – Brasília, DF. Telefones: (61) 3303-3575, -3576 e -3579
Fax: (61) 3303-4258. E-Mail: livros@senado.gov.br