

CONVÊNIO BNDES/FECAMP/CECON-IE-UNICAMP/IE-UFRJ

PROJETO DE ESTUDOS SOBRE AS PERSPECTIVAS DA INDÚSTRIA FINANCEIRA  
BRASILEIRA E O PAPEL DOS BANCOS PÚBLICOS

SUBPROJETO *MERCADO DE CRÉDITO BANCÁRIO*

PANORAMA DO CICLO DE CRÉDITO RECENTE:  
CONDICIONANTES E CARACTERÍSTICAS GERAIS

**Pesquisadores responsáveis: Daniela Magalhães Prates e André Martins Biancareli**

**Equipe do subprojeto:** Ricardo de Medeiros Carneiro (coordernador-geral), Daniela Magalhães Prates (vice-coordenadora), Maria Cristina Penido de Freitas (pesquisadora-sênior), André Martins Biancareli (pesquisador-sênior), Pedro Rossi (pesquisador-junior), Leticia Aguiar (pesquisadora-junior), Ana Luiza Lodi (pesquisadora-junior)

**Campinas, setembro de 2009**

## Índice

Índice.....	2
PANORAMA DO CICLO DE CRÉDITO RECENTE: CONDICIONANTES E CARACTERÍSTICAS	
GERAIS .....	3
I. Condicionantes e tendências gerais do ciclo de crédito .....	3
II. Crédito com recursos livres .....	22
II.3. Crédito direcionado .....	40
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	49
ANEXO METODOLÓGICO .....	51
ANEXO .....	53

# PANORAMA DO CICLO DE CRÉDITO RECENTE: CONDICIONANTES E CARACTERÍSTICAS GERAIS

## I. Condicionantes e tendências gerais do ciclo de crédito

Este relatório apresenta um panorama do ciclo de crédito recente da economia brasileira. Para tanto, a seção I dedica-se à análise dos dados mais agregados da evolução do crédito, procurando identificar seus condicionantes macroeconômicos (externos e internos), estruturais e regulatórios das fases ascendente e descendente deste ciclo, ou seja, os fatores que determinaram a expansão das operações entre janeiro de 2003 e agosto de 2008, bem como aqueles responsáveis pela reversão cíclica a partir de setembro de 2008, associada, fundamentalmente, ao efeito-contágio da crise financeira internacional. Em seguida, na seção II, examina-se o desempenho do crédito com recursos livres, com ênfase no segmento de pessoas jurídicas, enquanto a seção III avalia o desempenho do crédito com recursos direcionados.

O sistema bancário brasileiro passou por importantes transformações desde a adoção do Plano Real, em meados de 1994. Um conjunto de fatores, de natureza macroeconômica, estrutural e regulatória, condicionou essas transformações, quais sejam: (i) em âmbito macroeconômico, a estabilização dos preços (e a conseqüente redução das receitas de *floating*) e a gestão das políticas monetária e cambial, com destaque para a manutenção da taxa de juros básica num patamar elevado, mesmo após a adoção do regime de câmbio flutuante, em janeiro de 1999; (ii) em âmbito estrutural, a ampliação da abertura financeira, o aumento da internacionalização do sistema bancário e a privatização dos bancos públicos; (iii) em âmbito regulatório, a convergência da regulamentação prudencial interna aos padrões fixados pelo Bank of International Settlements (BIS), como a adoção das regras do Acordo da Basileia (Freitas, 2007a).

As mudanças no ambiente concorrencial desencadearam ações reativas por parte dos bancos privados brasileiros. Por um lado, essas instituições alteraram suas próprias estratégias, adotando novas tecnologias, criando novos produtos, explorando novos mercados, reduzindo seus custos, aperfeiçoando seus sistemas de controle e avaliação e riscos e diversificando suas receitas, sobretudo mediante a cobrança por serviços, antes oferecidos gratuitamente. Por outro lado, a entrada de grandes bancos estrangeiros estimulou a busca de escala e de poder de mercado por parte dos bancos privados nacionais varejistas, por meio de fusões e aquisições, com impactos diretos no grau de concentração do setor (Freitas, 2007a).

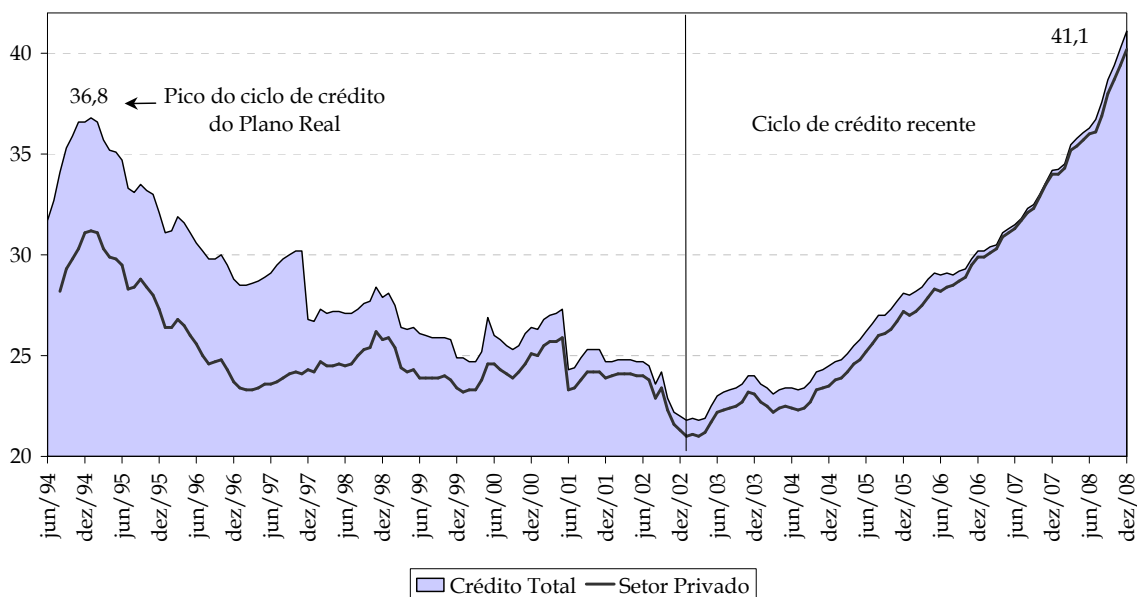
A interação entre aquelas mudanças e a dinâmica concorrencial das instituições bancárias teve como principais desdobramentos o aumento da solidez do sistema bancário brasileiro (associado ao

processo de reestruturação patrimonial e à introdução dos novos instrumentos de gestão de risco), bem como um avanço do seu grau de sofisticação. Contudo, até 2002, o sistema não mostrou mudanças na sua forma de atuação em relação ao padrão dos anos de alta inflação, mantendo uma elevada preferência pela liquidez. Ou seja, com exceção de um curto período de expansão do crédito após o Plano Real, os bancos brasileiros e estrangeiros continuaram priorizando as aplicações em títulos públicos vis-à-vis a concessão de crédito (Freitas, 2007a e b).

A partir de 2003, porém, os bancos privados modificaram seus portfólios de ativos, expandindo de forma ativa o crédito para os agentes privados. Esta mudança de atitude – convém esclarecer de partida – não deve ser lida aqui como uma transformação estrutural no perfil de atuação do sistema financeiro brasileiro, que historicamente baseou seu funcionamento muito mais no carregamento de títulos da dívida pública do que na concessão de crédito. O que houve foi uma alteração no *mix* de atividades mais rentáveis para os bancos, com esta última ganhando cada vez maior importância ao longo do ciclo. Ganho que, dados os patamares muito baixos do início do período, assume a relevância explicitada a seguir.

Como mostra o Gráfico 1, após um longo período de brevíssimos momentos de elevação seguidos de fortes quedas – que em conjunto levam a relação crédito/PIB do pico de 36,8% em janeiro de 1995 para o piso de 21,8% no período janeiro a março de 2003 – a trajetória é de crescimento praticamente ininterrupto até o recorde histórico de 41,1%, atingido em dezembro de 2008.<sup>1</sup>

**Gráfico 1. Evolução do crédito total e para o setor privado - em % do PIB**



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

<sup>1</sup> Rigorosamente, ao longo destes mais de 70 meses, apenas em dez (o período entre janeiro e julho de 2004, e depois entre junho e agosto de 2006) o crédito se mantém ou sofre ligeira queda como parcela do PIB.

O pano de fundo mais geral deste movimento (para além dos fatores específicos discutidos adiante) é a progressiva melhora no ambiente macroeconômico, que induziu os bancos a redefinirem suas estratégias operacionais, priorizando a expansão do crédito às pessoas físicas, antes da introdução do crédito consignado (uma inovação financeira que terá um papel fundamental na evolução dessa modalidade de crédito a partir de 2004<sup>2</sup>) e do início da trajetória de elevação da massa de rendimentos (ver gráfico A12). Essas instituições identificaram na ampliação dos empréstimos às famílias um enorme potencial de ganho, diante das expectativas otimistas quanto à recuperação do emprego e da renda sob o governo Lula. Ademais, nessa modalidade de crédito, a avaliação da capacidade de pagamento do tomador é mais fácil do que no caso crédito empresarial, que exige conhecimento do ramo de negócios, análise financeira e monitoramento das atividades das empresas. E, como as taxas de juros praticadas no segmento de pessoas físicas são superiores, as operações de crédito pessoal são mais rentáveis (Freitas, 2007b; Fundap, 2007a).

A reversão deste quadro favorável no último trimestre de 2008 – que não foi capaz de produzir queda no indicador geral, mas, sim, uma desaceleração do seu ritmo de expansão (por motivos detalhados a seguir) além de mudanças importantes na sua composição – acabaria revelando a subestimação de riscos por parte dos mesmos agentes. Como acontece tipicamente no ciclo financeiro, a dinâmica concorrencial que enseja a fase ascendente é a mesma que fomenta inovações financeiras, potencializadoras dos efeitos negativos da reversão (ver capítulo I).

Começando pelo contexto da expansão creditícia, a estabilização ou evolução favorável – tanto observada como antecipada – de algumas variáveis-chave retratadas nos gráficos A1 a A12 do Anexo, é a tendência a ser observada com mais detalhe.

No que se refere à inflação, a reversão da aceleração verificada principalmente no segundo semestre de 2002 é um dos substratos mais importantes para a inflexão da espiral descendente do crédito, já nos primeiros meses de 2003 (ver Gráfico A1). Se no acumulado em 12 meses do IPCA essa mudança de ambiente só fica clara no segundo semestre daquele ano, os dados mensais e o reforço do aperto monetário logo nas primeiras semanas do governo Lula são capazes de derrubar rapidamente as expectativas inflacionárias: em julho de 2003, a mediana das previsões coletadas pelo BCB para o IPCA acumulado nos 12 meses futuros já voltava para um patamar razoável de 6%, vindo de um ápice de mais de 13% em janeiro. Talvez até de forma mais nítida do que para outras relações macroeconômicas (e deixando de lado as críticas necessárias em relação à forma como são coletadas

---

<sup>2</sup> O crédito consignado, com desconto em folha de pagamento, para trabalhadores ativos e inativos foi viabilizado pela Lei 10820 de 17 de dezembro de 2003 (Cintra, 2006). Trata-se de uma inovação patrocinada pelo governo, com intuito de favorecer a redução do custo dos empréstimos. Os bancos menores souberam aproveitar essa oportunidade e assumiram importantes fatias desse novo segmento (Freitas, 2007a).

tais previsões junto ao setor privado), a importância das expectativas futuras para a concessão do crédito bancário é difícil de ser exagerada. Mas, certamente, tal melhora no ambiente não diz respeito apenas aos índices de preços.

A própria política monetária, teoricamente atuando em função apenas deste movimento nos preços, impacta fortemente a oferta de crédito (já que o seu efeito sobre a demanda de crédito foi mitigado pela ampliação progressiva dos prazos dos empréstimos, que reduziu o valor das prestações). Após elevar a Selic para 26,5% a.a. em fevereiro de 2003, o BCB inicia um primeiro ciclo de cortes em junho do mesmo ano que, até março de 2004, levou esta taxa para 16% a.a. (ver Gráfico A2) Tal movimento nas metas de política monetária é capaz, pelo menos até o primeiro mês de 2004, de derrubar também as previsões sobre o custo do dinheiro 12 meses à frente. Nesse momento, a mediana destas previsões recua para um patamar pouco abaixo de 14% a.a. para, no segundo semestre, voltar a subir até o patamar de 16% a.a., em torno do qual permanece por longos meses. Tratou-se do início, antecipado pelo mercado, de um período de novos aumentos na taxa Selic que, iniciado em setembro, acaba devolvendo-a ao nível de 19,75% a.a., onde permanece até o segundo semestre de 2005.

Este aperto e, sobretudo, seus efeitos sobre as expectativas parecem ter contribuído para um breve arrefecimento da trajetória ascendente da relação crédito/PIB (Gráfico 1), que fica estacionada pouco acima dos 23%, voltando a crescer no último trimestre de 2004. Desde então, eleva-se o ângulo de inclinação da curva ascendente, em paralelo com um longo ciclo de flexibilização monetária, que leva a Selic a um piso histórico de 11,25% a.a. entre setembro de 2007 e março do ano seguinte. A segunda onda de elevações, que então tem início em abril – mais branda, interrompida pelos efeitos da crise internacional sobre o nível de atividade e de preços, e que afetou muito mais as expectativas do que a própria taxa – não teve efeitos deletérios sobre a evolução do crédito, que até acelera sua expansão naquele momento.

Sem lugar à dúvida, também são muito importantes os determinantes de ordem externa, tanto o ciclo internacional de liquidez quanto uma de suas manifestações mais concretas na economia brasileira: o patamar e a evolução da taxa de câmbio. Em relação ao primeiro, também se pode observar (ver Gráfico A4) a evolução de dois indicadores indiretos da oscilação nas condições financeiras internacionais: o risco-país para o caso brasileiro (medido pelo *spread* do índice EMBI+ calculado pelo J.P. Morgan) e uma medida tradicionalmente usada para precificar a aversão ao risco nos mercados globais (o VIX, índice de volatilidade implícita da S&P 500, negociado na bolsa de opções de Chicago). Sem grandes interrupções, o movimento do risco-Brasil é de forte baixa desde o início de 2003 até o segundo semestre de 2007 (à exceção, justamente, do primeiro semestre de 2004,

quando a retomada da relação crédito/PIB é momentaneamente interrompida). Em relação ao VIX, também se nota uma tendência de queda contínua até os pisos históricos do início de 2007 (em torno de 10 pontos) – a partir de quando a aversão ao risco começa a subir até atingir os níveis inimagináveis dos últimos meses de 2008 (superiores a 80 pontos) em meio ao agravamento da crise financeira internacional.

Mais diretamente, o ciclo de liquidez e seus impactos sobre o Brasil são representados no Gráfico A5, pelos fluxos líquidos de capital privado para países em desenvolvimento como um todo, e pelo resultado da conta financeira do balanço de pagamentos brasileiro. Observa-se que, em paralelo ao aumento do crédito doméstico, os dois indicadores atingem um ponto máximo no ano de 2007, iniciando um movimento de retração em 2008 (que deve se aprofundar, e muito, em 2009).<sup>3</sup>

O ambiente de liquidez global e, mais especificamente, a disponibilidade de financiamento externo para a economia doméstica, têm basicamente dois efeitos sobre o ciclo doméstico de crédito. O primeiro, direto, se materializa nas captações externas dos bancos para o financiamento do comércio exterior e outras formas de repasse (ver seção II.2). Este foi pouco importante até o ano de 2006, mas depois ganhou relevância na definição das estratégias concorrenciais mais ousadas por parte dos bancos privados, que resultaram na continuidade da expansão creditícia mesmo em um ambiente macroeconômico menos favorável<sup>4</sup> (ver seções II.2 e seção III.2). O segundo efeito, indireto, refere-se ao impacto deste ambiente sobre a conjuntura macroeconômica interna (e, por meio desta, sobre a evolução do crédito) e se manifesta diretamente sobre a taxa de câmbio – que, obviamente, sofre outras importantes influências, a começar do próprio nível da taxa local de juros e do diferencial deste em relação às taxas internacionais.

Para uma economia como a brasileira, submetida a constrangimentos externos e ao risco de crise cambial em vários episódios ao longo de sua história, é difícil exagerar a importância da estabilização cambial na configuração de um ambiente mais propício à expansão das operações financeiras. Não apenas como custo em si (de eventuais captações externas), mas também por conta de suas ligações com as outras variáveis já comentadas, notadamente juros e inflação. Neste sentido, o movimento de forte apreciação cambial já a partir do início de 2003 e de maneira quase contínua até o início de setembro de 2008, acompanhado de perto pelas expectativas sobre o valor deste preço-chave 12 meses adiante (ver Gráfico A3), é outro componente fundamental da trajetória que enseja a mais longa e intensa fase expansão do crédito na história recente do país.

---

<sup>3</sup> As últimas previsões do FMI (outubro de 2008) para o total do fluxo líquido de capitais privados para países em desenvolvimento davam conta de uma queda de US\$ 528,6 bilhões para US\$ 286,6 bilhões – e esses números podem ser considerados otimistas.

<sup>4</sup> Ver também Biancareli (2007), seção V.i.

Em suma, ainda neste nível mais geral, observa-se claramente uma resposta do setor bancário à evolução favorável de algumas das principais variáveis macroeconômicas que tradicionalmente afetam a oferta de crédito, entre 2003 e, pelo menos, meados de 2008. Vale adiantar as principais características (detalhadas a seguir) desta fase ascendente do ciclo: do ponto de vista da distribuição setorial do crédito, o setor privado absorveu praticamente a totalidade dos recursos ofertados pelo sistema financeiro e, no âmbito deste setor, as famílias foram as principais beneficiadas; no que se refere à origem dos recursos, o segmento de recursos livres liderou a expansão dos empréstimos, a partir, sobretudo, de fontes internas (a participação dos recursos externa no total do crédito concedido para pessoas jurídicas, além de pequena, foi decrescente).

Porém, o período (aparentemente) final da trajetória de subida da relação crédito/PIB, quando o movimento até se acelera, já ocorre em um ambiente marcado por uma deterioração (verificada e projetada) do ambiente macroeconômico, tanto no que se refere à inflação e à política monetária quanto nas suas dimensões externas (o ciclo de liquidez internacional em suas manifestações diretas e indiretas). A única variável que parecia seguir, e mesmo aprofundar, o movimento “favorável” após a explicitação das dificuldades oriundas do setor imobiliário nos Estados Unidos (na segunda metade de 2007) era a taxa nominal de câmbio e suas respectivas expectativas. Tal movimento interessa aqui menos por suas complexas determinações e mais pelos efeitos que teve sobre o crédito bancário em si.

Neste momento, começou a se disseminar uma inovação financeira - introduzida no país pelos bancos estrangeiros em 2007 e rapidamente mimetizados pelos bancos privados nacionais, dadas as especificidades desse tipo de inovação (ver capítulo I) - qual seja, os contratos de financiamento às empresas vinculados (nem sempre de forma explícita para o tomador) a operações com derivativos de câmbio. De acordo com informações divulgadas pela imprensa, eles foram oferecidos a empresas exportadoras e não-exportadoras de diferentes portes, construtoras e mesmo a bancos médios<sup>5</sup>.

O vínculo com os derivativos garantia uma redução do custo do crédito enquanto a trajetória do real era de apreciação, mediante o seguinte mecanismo. Os bancos acoplavam à operação de empréstimo a venda de uma opção de compra de dólares pela empresa, que, assim, pagava ao banco um prêmio. Enquanto a cotação do real ficasse abaixo do preço de exercício da opção (que dependia da cotação do dólar à vista e foi fixado, na maioria dos casos, na faixa de R\$1,73 a R\$1,90), a empresa se beneficiava de uma redução do custo do empréstimo, que variava de 25% a 50% dos juros do Certificado de Depósito Interfinanceiro (CDI). Esse desconto correspondia, exatamente, ao prêmio da

---

<sup>5</sup> Sobre as operações de empréstimos vinculadas a contratos de derivativos cambiais, ver: Lucchesi et al (2008); Brandimarte et al (2008), Balthazar (2008), Adachi (2008).



opção (que não era exercida pelo banco). Se a taxa de câmbio ultrapassasse esse preço, a empresa passava a pagar a variação cambial a partir de uma cotação pré-determinada. Já para as instituições bancárias, esses contratos forneciam um seguro contra a depreciação cambial (que historicamente resultou em instabilidade macroeconômica, com reflexos negativos sobre o custo da captação e a capacidade de pagamento dos devedores), avaliada como cada vez mais provável num contexto de deterioração da situação macroeconômica doméstica e de agravamento da crise financeira internacional.

Esse mecanismo de altíssimo risco – para os tomadores e por consequência para os ofertantes do crédito – parece ter contribuído para perpetuar a escalada da relação crédito/PIB nos oito primeiros meses de 2008 ao reduzir o custo do crédito num contexto de elevação da taxa de juros básica. Como já comentado, o principal determinante da subestimação dos riscos dessas operações por parte das empresas e dos bancos foi o contexto de apreciação do real desde 2003 (ver gráfico A1 no Anexo), que, a despeito do agravamento da crise financeira internacional, persistiu até agosto de 2008, impulsionado pela elevação da classificação do risco de crédito soberano do Brasil para “grau de investimento” pela agência internacional de classificação de risco de crédito Standard & Poors no dia 30 de abril (seguida pela agência Fitch no dia 29 de maio de 2008), que provocou uma euforia nos mercados de ativos brasileiros, em particular, pela não-antecipação do movimento.

Este contexto também levou várias empresas brasileiras, sobretudo exportadoras, a firmarem complexos contratos de derivativos de balcão, seja no mercado doméstico, seja no mercado internacional (onde são negociados os *Non-Deliverable Forward* – NDF), pelos quais assumiam uma posição vendida em dólar, que realiza lucros com a apreciação do real. Esses contratos também foram introduzidos no Brasil pelas filiais dos bancos estrangeiros e proporcionavam às empresas não somente *hedge* de suas receitas em moedas estrangeira (no caso das exportadoras), mas também elevados ganhos especulativos enquanto a trajetória do real era de apreciação (já que o valor do contrato superava essas receitas, na maioria dos casos), os quais, por sua vez, atuavam como amortecedores da perda de competitividade das exportações associada a esta trajetória. Todavia, ao realizarem esses contratos, as empresas adicionaram pressões em prol da queda da taxa de câmbio do real, revelando a contradição entre a motivação microeconômica (proteção e especulação) e o efeito macroeconômico dos derivativos financeiros<sup>6</sup>.

Os contratos variavam de forma<sup>7</sup>, mas sempre resultavam na seguinte assimetria: garantiam às

---

<sup>6</sup> Sobre a dinâmica do mercado de derivativos vinculados à taxa de câmbio do real, ver: Prates; Farhi (2008).

<sup>7</sup> O chamado *target forward* acoplava uma operação de dólar a termo com uma opção cambial, enquanto o *torn* envolvia várias opções de compra e venda de dólar. Ver: Lucchesi et al. (2008); Lucchesi e Vieira (2008).

empresas maiores lucros do que os contratos convencionais desde que o real continuasse se valorizando; em contrapartida, se o real se depreciasse (mais especificamente, se a sua cotação superasse o preço do exercício da opção de compra vendida pela empresa ou a taxa de câmbio a termo), as perdas se duplicavam. Os bancos, por sua vez, incorriam somente em risco de crédito (isto é, de não pagamento pelas empresas das chamadas de margem em caso de prejuízo), já que realizavam operações espelho na BM&F (o mercado organizado de derivativos financeiros no Brasil) ou no mercado internacional, neutralizando o risco cambial.

A proliferação dos novos produtos de alto risco esteve intrinsecamente associada à dinâmica da concorrência bancária, bem como à combinação de preços-chave vigente na economia brasileira (câmbio apreciado e juros elevados). Contudo, seu potencial instabilizador sobre o mercado de crédito doméstico se manifestará somente em setembro, quando o efeito-contágio da crise internacional resulta numa forte depreciação do real<sup>8</sup>. Assim, essas inovações financeiras, que influenciaram seja a fase ascendente do ciclo (caso das operações de crédito vinculadas aos contratos de derivativos), seja a fase descendente (caso dos contratos complexos de derivativos de balcão, como explicado mais à frente) também foram condicionadas pelo ambiente macroeconômico doméstico.

Adiantadas essas hipóteses mais gerais sobre o ciclo, cabe um olhar mais atento para os componentes desse movimento. Na análise da evolução do crédito por setor de atividade, duas importantes características se destacam.

Em primeiro lugar, a expansão creditícia recente foi exclusivamente privada, ou seja, o setor privado absorveu praticamente a totalidade dos recursos ofertados pelo sistema financeiro (ver Gráfico 1). O estoque destinado a este setor atingiu R\$ 1.200 bilhões ou 40,2% do PIB em dezembro de 2008, enquanto o setor público absorveu residuais R\$ 27,2 bilhões ou 1,1% do PIB – o que constitui reflexo, sobretudo, das restrições ao financiamento dos governos estaduais e municipais imposta pela Lei de Responsabilidade Fiscal de 2000.<sup>9</sup>

Em segundo lugar, no âmbito do setor privado, as pessoas físicas (famílias) lideraram a contratação de empréstimos (ver Gráfico 2). Tendo volume total inferior ao crédito para a indústria até setembro de 2004, esse segmento inicia sua recuperação antes dos demais, ainda em 2003. Como pode ser melhor observado no Gráfico 3, duas ondas de aceleração ocorrem para esse segmento: uma

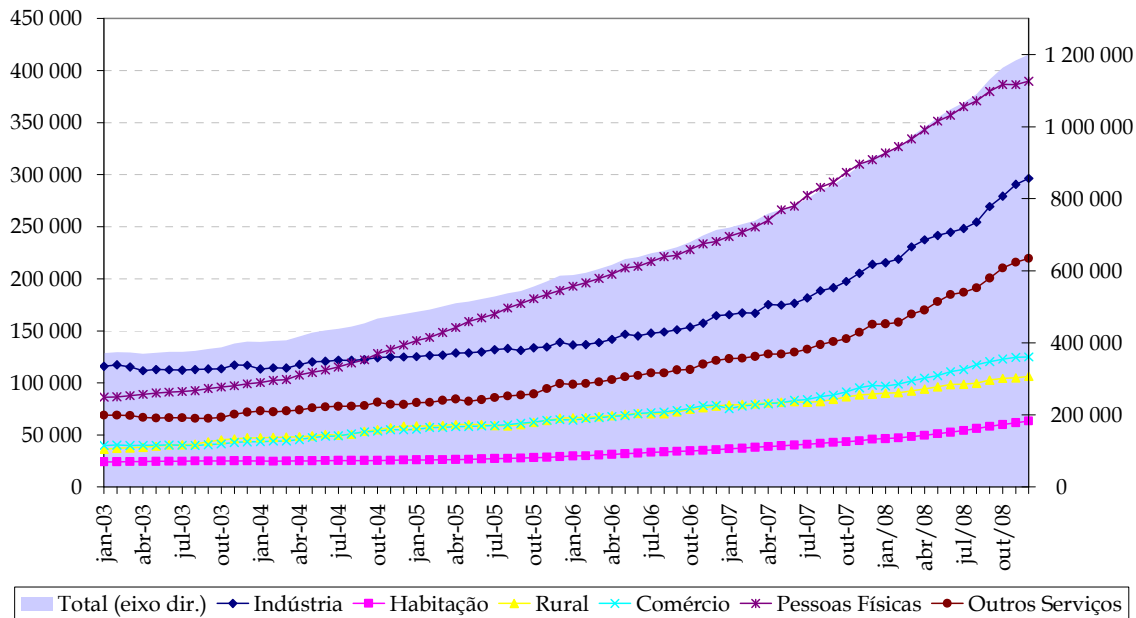
---

<sup>8</sup> No México e na Coreia, os bancos estrangeiros também introduziram essas inovações financeiras, num contexto macroeconômico semelhante ao brasileiro: apreciação cambial e elevação da taxa de juros básica. A esse respeito, ver: Prates e Cunha (2009).

<sup>9</sup> O endividamento de Estados e Municípios, de valores que rondavam os 15% do crédito total em boa parte dos anos 1990, a partir de 1998 passa a cair vertiginosamente e se estabiliza em torno de 2 a 3% nos primeiros anos após a LRF em 2000. Os valores para essa participação em 2007 (1,8%) e 2008 (1,5%) confirmam a exclusão desses agentes na expansão creditícia verificada recentemente.

primeira entre meados de 2003 e o primeiro trimestre de 2005 (que parece ser influenciado pela expansão do crédito consignado, com desconto em folha<sup>10</sup>) e a outra a partir do início de 2007, quando ao impulso desta inovação financeira se soma a expansão do poder de compra dos consumidores – intensa desde meados de 2004, mas que se amplia naquele momento (ver Gráfico A12). A participação do crédito às pessoas físicas no volume total emprestado ao setor privado passou de 23,6% em janeiro de 2003 para 32,5% em dezembro de 2008, equivalente a R\$ 389,7 bilhões. O ápice dessa dominância, no entanto, se deu entre julho e outubro de 2007, quando o referido percentual ficou em torno de 35%.

**Gráfico 2. Saldo das operações de crédito no setor privado - R\$ milhões**



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

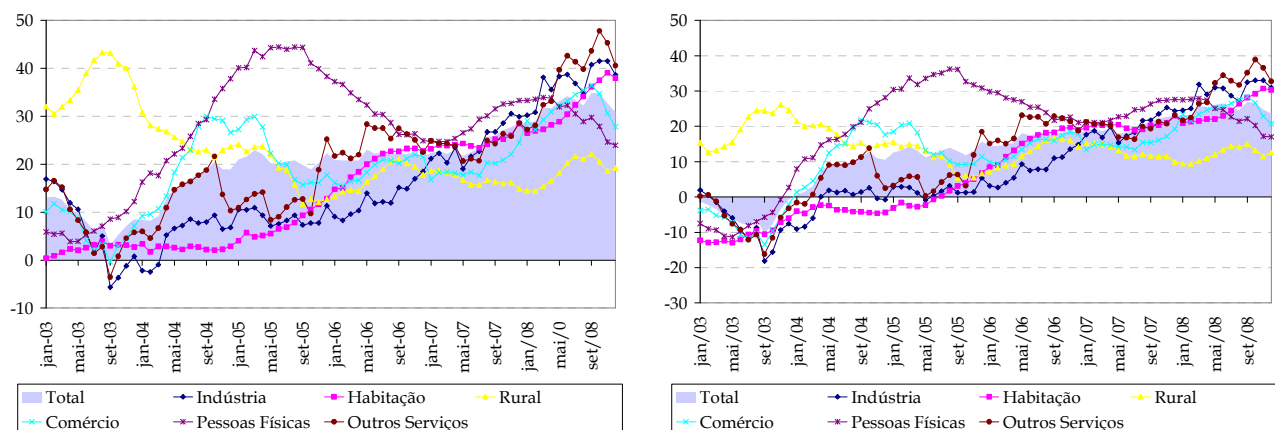
A dinâmica da demanda e da oferta de crédito para pessoas físicas no segmento de recursos livres explica a desaceleração da sua taxa de crescimento. Do lado da demanda de crédito, a elevação do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) que incide sobre os financiamentos diretos ao consumidor em janeiro de 2008, ao lado dos aumentos consecutivos da meta da taxa Selic entre abril e setembro daquele ano, ao elevarem os custos dos empréstimos para aquisição de bens e do crédito pessoal (sobretudo na modalidade do crédito consignado), resultaram no menor dinamismo dessas modalidades que vinham liderando a ampliação do crédito para as famílias. Ademais, o endividamento para a compra de bens duráveis necessariamente perde ímpeto na medida em que os consumidores repõem o estoque desses bens. No segmento de crédito consignado, também contribuiu para sua desaceleração a redução de 30% para 20% pelo INSS do limite para o desconto em folha dos empréstimos aos aposentados em janeiro. Do lado da oferta, vários bancos reviram suas estratégias

<sup>10</sup> O crédito consignado, com desconto em folha de pagamento, para trabalhadores ativos e inativos foi viabilizado pela Lei 10820 de 17 de dezembro de 2003 (Cintra, 2006).

operacionais neste segmento (devido às margens mais estreitas em razão da elevação da Selic e a problemas com a liquidação antecipada de crédito) (Fundap, 2009; Carvalho e Travaglini, 2008). Já no segmento de aquisição de bens, essas instituições tornaram-se mais cautelosas na medida em que a ampliação do crédito passa a depender, cada vez mais, da incorporação de tomadores de pior qualidade na carteira de empréstimos e, com isso, mais vulneráveis a problemas de inadimplência (ver seção II.2).

Além dessa desaceleração, a explicação para a ligeira perda de participação do crédito para as pessoas físicas no total deve ser buscada numa mudança de tendência observada desde então: em meio ao ganho de velocidade do montante total emprestado ao setor privado, as operações de crédito aos setores empresariais ganharam impulso e, a partir do primeiro trimestre de 2008, passaram a registrar taxas de crescimento superiores à do segmento de pessoas físicas (ver Gráfico 3). Praticamente todas as modalidades aceleram, com destaque para a Indústria e Outros serviços, que chegam a atingir taxas superiores a 40% na comparação anual. A grande exceção é o crédito rural, cuja dinâmica é bastante específica e que vem, depois do auge em 2003 em meio à desaceleração das outras modalidades, perdendo dinamismo de forma contínua (ver seção III.6).

**Gráfico 3. Crédito total ao setor privado por setor de atividade: variação frente ao mesmo mês do ano anterior, nominal (esq.) e real (dir.), em %.**



**Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.**

Em termos de contribuição do crescimento – mostrada na Tabela 1 por meio das médias anuais – o segmento de pessoas físicas manteve a liderança desde 2004, diante da sustentação de altas taxas elevadas de expansão (apesar de cadentes entre outubro de 2005 e abril de 2007, e novamente desde junho de 2008) e da sua elevada participação no total. O auge desta importância se deu em setembro de 2005, quando mais de 60% do montante total eram explicados por essa rubrica. A partir do final de 2007, no entanto, tal contribuição vem se reduzindo consistentemente em paralelo ao ganho de importância, principalmente da indústria e de outros serviços. Em novembro de 2008, a expansão do crédito industrial passou a ser o fator explicativo mais relevante (29,2% frente a 26,2% da pessoa

física).

**Tabela 1. Crédito ao setor privado: contribuição ao crescimento nominal, por segmento (% média anual)**

	<b>I n d ú s t r i a</b>	<b>H a b i t a ç ã o</b>	<b>R u r a l</b>	<b>C o m é r c i o</b>	<b>P e s s o a s f í s i c a s</b>	<b>O u t r o s s e r v i ç o s</b>
<b>2003</b>	12,1	2,4	44,1	6,9	23,9	10,7
<b>2004</b>	7,7	1,2	19,9	14,2	41,9	15,0
<b>2005</b>	11,7	2,1	10,2	11,5	53,6	11,0
<b>2006</b>	14,3	4,8	9,0	9,8	43,5	18,6
<b>2007</b>	22,8	5,2	7,7	8,8	39,0	16,6
<b>2008</b>	26,3	5,1	5,9	10,4	32,5	19,8

**Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.**

Para além dos motivos gerais anteriormente adiantados, e das razões mencionadas para a desaceleração do crédito à pessoa física, alguns fatores específicos (e conjunturais) ajudam a entender o ganho de importância dos segmentos corporativos.

O primeiro fator explicativo é de ordem macroeconômica e de simples compreensão. A economia brasileira assiste a um nítido processo de aceleração na sua taxa de crescimento a partir de 2007. Mais importante, esse crescimento ampliado é liderado, mais do que em outros períodos, pela dinâmica da demanda interna. Como pode ser visto nos gráficos A2,A3, A4 e A5 do Anexo, a aceleração da expansão do PIB está associada principalmente, do ponto de vista da oferta, ao aumento na produção industrial e, entre os itens de demanda, a uma forte elevação da formação bruta de capital fixo (que atinge o patamar recorde de 20,4% do PIB no terceiro trimestre de 2008 (19,2% no ano todo) e contribuiu com expressivos – para padrões brasileiros – 47,5% do crescimento total da economia verificado em 2008.<sup>11</sup> Ou seja, o maior dinamismo da demanda interna e da indústria e a intensificação das decisões de inversão produtiva, a partir de meados de 2007, representaram um forte impulso na demanda por crédito corporativo para os setores industriais, de habitação, comércio e outros serviços. Tal demanda, pelos outros motivos já delineados anteriormente, foi referendada pelo setor bancário.

Mas não seria necessariamente assim se outras duas fontes de financiamento às empresas, antes operando – e até ganhando importância – não tivessem sofrido retração ao longo desse período, ambas em resposta à deterioração no ambiente financeiro internacional. De um lado, as possibilidades de captação de recursos diretamente no exterior por parte das grandes empresas foram reduzidas já a partir do pico da segunda metade de 2007, e aprofundam a queda após setembro de 2008 (ver gráfico

<sup>11</sup> Esse percentual havia ficado em torno de 39% em 2006 e 2007, o que já representava uma forte elevação em relação aos 18,5% de 2005. A parcela do crescimento que pode ser explicada pela demanda doméstica como um todo foi de 131,1%; 122,8% e 134,1% de 2006 em diante – o que também revela a contribuição negativa da demanda externa desde então (em mercado contraste com o período entre 2003 e 2005).

A6) Neste contexto, tais companhias, em sua maioria ainda sustentando grandes projetos de ampliação de capacidade, passaram a demandar mais recursos no mercado de crédito doméstico – o que, num primeiro momento, contribuiu para a expansão acima constatada. De outro lado, o mercado local de capitais, que experimentava principalmente desde 2004 uma fase inédita de euforia – atingindo sucessivos níveis recordes de levantamentos de recursos pela emissão de debêntures, ações, notas promissórias e outros títulos – também sofre os efeitos da crise internacional.<sup>12</sup>

Por fim, em uma dimensão ainda difícil de mensurar, as inovações financeiras que se disseminam a partir de meados de 2007 – e que têm nos empréstimos combinados a operações com derivativos de câmbio o seu melhor exemplo – certamente contribuíram para essa ampliação e ganho de importância do crédito corporativo nos montantes totais.

É assim, em resposta a um ambiente macroeconômico bastante peculiar – de virtuoso dinamismo pelo lado das variáveis produtivas domésticas, mas já apresentando sinais de deterioração (não suficientes para reverter a apreciação cambial) no ambiente financeiro internacional – que a última etapa, de aceleração, da fase ascendente do ciclo de crédito se desenvolve. Durante esse período, vai ganhando importância o segmento corporativo (em quase todas as suas modalidades), com desaceleração e perda de importância do crédito a pessoas físicas. Após setembro de 2008, apesar de os montantes totais e em relação ao PIB continuarem a crescer, há um nítido movimento de desaceleração e tais tendências quanto à distribuição por segmento se acentuam.

Um último aspecto geral do ciclo de crédito recente merece atenção a esta altura. As séries do crédito por setor de atividade, apresentadas acima, envolvem as operações realizadas nos dois segmentos do sistema financeiro brasileiro, quais sejam: (i) o segmento de recursos livres, que corresponde ao crédito que pode ser alocado a critério do agente financeiro com taxas livremente pactuadas entre as partes; (ii) o segmento de recursos direcionados, que se refere a operações com base em recursos compulsórios (exigibilidades sobre os depósitos bancários, à vista e de poupança) e nos fundos parafiscais e regionais, cujas taxas ativas são fixadas pelo Conselho Monetário Nacional. Em outras palavras, as séries apresentadas anteriormente tinham como objetivo identificar a distribuição setorial dos recursos e se referiam ao total das operações de crédito contratadas por cada setor de atividade, independentemente do tipo de *funding*. Esta outra divisão também traz informações preciosas para a compreensão do fenômeno em tela.

Do ponto de vista da origem dos recursos, a expansão do crédito entre 2003 e agosto de 2008 foi claramente liderada pelo chamado crédito com recursos livres do sistema financeiro, que saltou de R\$ 237,8 bilhões (13,5% do PIB) em janeiro de 2003, correspondendo a 62% do crédito total, para R\$

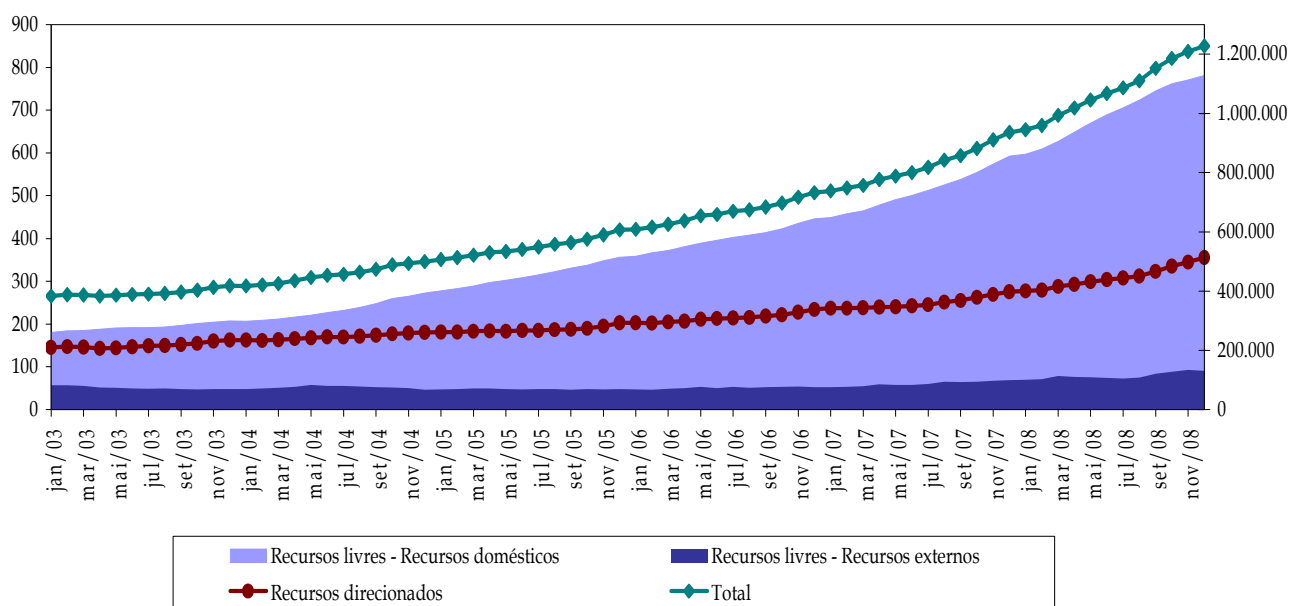
---

<sup>12</sup> Ver o subprojeto relativo ao Mercado de Títulos Brasileiro.

872,0 bilhões (29,2% do PIB) em dezembro de 2008, representando 71,0% do total.

No âmbito do segmento de recursos livres, por sua vez, as operações ancoradas em fontes internas, além de serem predominantes desde o início do ciclo, aumentaram sua importância relativa ao longo da fase ascendente (ver Gráfico 4). Essa última característica (aparentemente contraditória com o ambiente de excesso de liquidez internacional e de elevado apetite por risco vigente até meados de 2007) está associada à maior cautela dos agentes residentes (financeiros e não-financeiros) em relação ao endividamento externo após a crise cambial de 1999 e a adoção do regime de flutuação suja, mas também (e talvez principalmente) à melhora do ambiente macroeconômico de forma geral e, especialmente, na sua dimensão externa. A estabilização cambial revela-se fundamental não somente para a conformação de um contexto propício à expansão das operações de crédito (como destacado acima), mas também para que essas operações sejam realizadas em (e denominadas em)<sup>13</sup> moeda doméstica.

**Gráfico 4. Saldo das operações de crédito por origem de recursos - R\$ milhões**



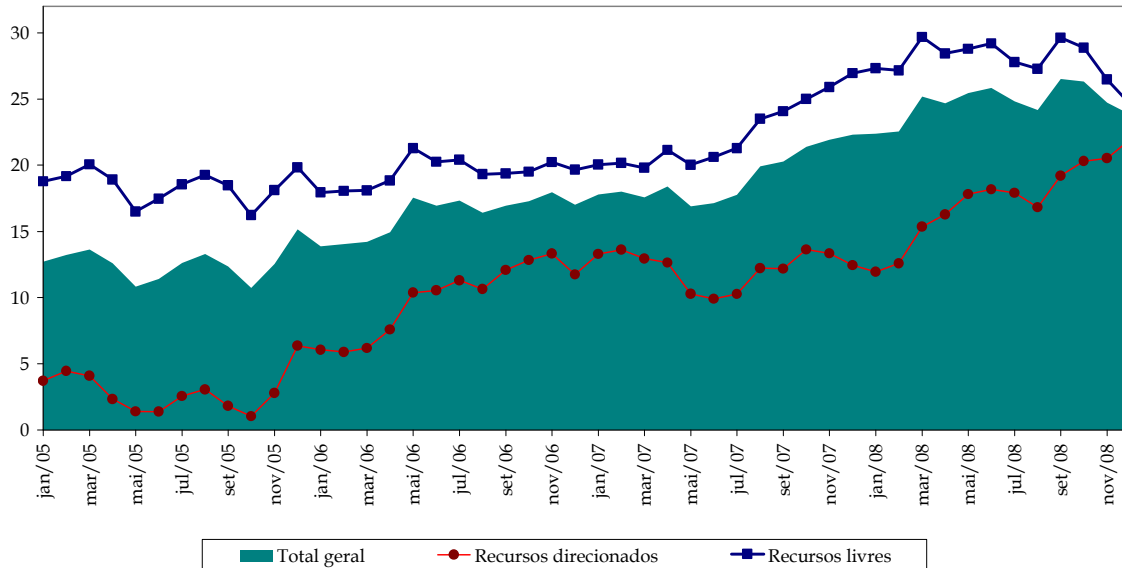
**Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.**

A partir de setembro, todavia, quando o ciclo de crédito ingressa na sua fase descendente, observa-se uma importante mudança de tendência: tanto em termos nominais como reais, o ritmo de expansão do crédito com recursos livres sofre uma forte queda e a taxa de crescimento do crédito com recursos direcionados se acelera, atenuando o menor recuo da taxa de crescimento do crédito total (de 3,3 p.p) em relação ao crédito com recursos livres (ver Gráfico 5). Esta mudança, bem como a inflexão

<sup>13</sup> Vale lembrar que as operações de crédito realizadas a partir de recursos externos são indexadas à variação cambial.

do ciclo, estão associados à intensificação do efeito-contágio da crise financeira internacional sobre o mercado de crédito doméstico, em função do seu aprofundamento (com a estatização das agências Fannie Mae e Freddie Mac. e da seguradora AIG), que culminou com a sua conversão num fenômeno sistêmico após a falência do banco de investimento Lehman Brothers no dia 15 de setembro. Já no começo desse mês, o contágio da crise se intensifica, o que transparece na trajetória de depreciação do real em relação ao dólar a partir do dia 1º de setembro (ver Gráfico A3)

**Gráfico 5. Variação frente ao mesmo período do ano anterior**



**Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.**

É importante, aqui, retomar alguns argumentos detalhados acima. As fontes alternativas de financiamento ao crédito bancário (mercado de capitais e recursos externos) se retraíram no primeiro semestre de 2008, como reflexo dos dois primeiros mecanismos de transmissão da crise internacional sobre a economia brasileira, quais sejam: (i) a perda de dinamismo do mercado local de capitais; (ii) a retração das linhas de crédito internacionais, que teve impactos adversos tanto sobre os empréstimos bancários às empresas concedidos no país com base em *funding* externo (ver seção II.2), como sobre a captação direta das empresas no mercado internacional. Neste contexto, para obter os recursos necessários para a concretização das suas decisões de produção e investimento, as empresas recorreram não somente aos empréstimos do BNDES, mas também ao crédito com recursos livres como fonte de financiamento não somente para o giro dos negócios e para a compra de matérias-



primas, mas também para a realização de inversões mais “leves” (*finance*)<sup>14</sup> (ver seções II.2 e II.3). A maior demanda por recursos no mercado de crédito doméstico, por sua vez, pressionou os custos de captação dos bancos via Certificados de Depósito Bancário (CDBs) e, assim, as taxas de juros do crédito no segmento de recursos livres (ver seção II.2).

Neste contexto, movidos pela dinâmica da concorrência bancária, os bancos introduziram inovações financeiras, associados tanto à administração dos passivos (depósitos a prazo com liquidez diária), como à gestão dos ativos (empréstimos às empresas vinculados às operações de derivativos cambiais)<sup>15</sup>. O potencial desestabilizador dessas estratégias de alto risco (com destaque para esta última) explicitou-se com o aprofundamento da crise financeira internacional a partir de setembro. Na realidade, se pode afirmar que a assunção excessiva de riscos – característica das fases de auge dos ciclos de crédito, quando as instituições bancárias buscam ampliar suas fatias de mercado – resultou em posições financeiras mais frágeis e potencializou o efeito-contágio do aprofundamento da crise internacional sobre o mercado de crédito brasileiro a partir de setembro.

Com este aprofundamento, dois mecanismos adicionais de contágio entraram em operação, quais sejam: (i) a contração das atividades locais das filiais dos bancos estrangeiros; (ii) os prejuízos das empresas nos contratos de derivativos cambiais causados pela depreciação do real, que se revelou o principal canal de transmissão da crise sobre este mercado. Esses mecanismos se fizeram presentes na economia brasileira em função de duas características do seu sistema financeiro: seu grau elevado de internacionalização (apesar de inferior ao registrado no final dos anos 1990<sup>16</sup>); e a existência de mercados de derivativos cambiais profundos e líquidos. Essas características, por sua vez, estão relacionadas entre si, na medida em que a presença de bancos estrangeiros, com *expertise* na montagem de operações com instrumentos derivativos, contribuiu para o desenvolvimento desses mercados<sup>17</sup>. Como já mencionado, foram essas instituições que introduziram no país os complexos contratos de derivativos de balcão, bem como os empréstimos vinculados a derivativos cambiais, produtos que, dada a dinâmica da concorrência bancária, foram rapidamente imitados e difundidos pelos bancos brasileiros. A seguir, esses dois mecanismos são detalhados.

A necessidade de fazer caixa para cobrir os elevados prejuízos nos mercados vinculados às hipotecas *subprime* levou os bancos internacionais não somente a contrair os créditos interfronteiras,

---

<sup>14</sup> De acordo com informações coletadas por Travaglini (2008a), junto a departamentos de crédito corporativo de bancos privados, no primeiro semestre de 2008 a demanda de crédito estava mais aquecida no segmento de médias empresas dos setores de agronegócio, imobiliário, autopeças e embalagens.

<sup>15</sup> A esse respeito, ver Fundap (2009).

<sup>16</sup> Freitas (2008a)

<sup>17</sup> Sobre a relação entre o grau de internacionalização bancária e o desenvolvimento dos mercados de derivativos financeiros no Brasil, ver: Prates, Farhi e Freitas (2005).

mas também a encolher suas operações ativas domésticas. Segundo o BIS (2009), no terceiro trimestre de 2008, a maior redução efetuada por essas instituições nos ativos locais (*local claims*) ocorreu exatamente no Brasil (US\$ 56 bilhões). Essa redução – que ocorreu, principalmente, em setembro, com o aprofundamento da crise – envolveu não somente a retração dos empréstimos às pessoas físicas e jurídicas, mas também na liquidação de aplicações financeiras das filiais, com destaque para CDBs de bancos nacionais de médio porte – que tinham sido estimuladas pela maior rentabilidade e pela liquidez diária oferecida por essas instituições, que, como explicado acima, buscavam fontes alternativas de *funding* após a imposição do recolhimento compulsório sobre as operações de *leasing*.

Os bancos médios também foram especialmente afetados pelo segundo e principal mecanismo de contágio da crise sobre o mercado de crédito doméstico, as perdas das empresas com as operações de derivativos cambiais provocadas pela depreciação do real. Além da sua participação direta como contraparte em algumas dessas operações, essas instituições – que dependem da captação de recursos no interbancário e da cessão de crédito para dar continuidade às suas operações ativas – foram as que mais sofreram com a crise de confiança que se instalou no mercado de crédito bancário em função dos crescentes rumores sobre essas perdas, que passaram a ser registradas a partir do dia 9 de setembro, (quando a taxa de câmbio do real ultrapassou R\$ 1,74, cotação que era o preço de exercício da opção em vários contratos) e se ampliaram com a intensificação da trajetória de depreciação após a falência do Lehman Brothers (ver Gráfico A3).

O clima de incerteza em relação aos volumes e, principalmente, às instituições e empresas envolvidas nas operações de derivativos (várias das quais vinculadas a empréstimos bancários) resultou numa virtual paralisia dos negócios no interbancário e na forte deterioração das condições de crédito (volumes e custo) às empresas e famílias no segmento de recursos livres (ver seção II.2.1). Ademais, alguns bancos enfrentaram problemas de liquidez devido aos ajustes diários de margem na BM&F e ficaram ameaçados de descumprimento dos contratos de derivativos de balcão (risco de contraparte). A fragilidade dos bancos de menor porte foi agravada pela venda dos CDBs pelas empresas que precisavam de recursos para honrar os compromissos desses contratos, bem como pelos grandes aplicadores (empresas, fundos de investimento, fundos de pensão), que resgataram suas aplicações nesses bancos e as transferiram para bancos privados de maior porte e instituições bancárias estatais (Romero, 2008).

Em relação ao volume total envolvido, não é possível dimensionar os contratos de balcão que foram firmados no mercado internacional (onde esses contratos não são registrados, como nos demais países). Já as operações realizadas no mercado brasileiro foram registradas na Cetip S.A (Balcão Organizado de Ativos e Derivativos), sendo, portanto, menos opacas. Prates & Farhi (2008), a partir de

informações da Cetip, apontam a existência, em 29 de outubro de 2008, de US\$ 94 bilhões em posições de contratos a termo de dólar sem entrega física entre os agentes de mercado e seus clientes.

Os dados divulgados pela Cetip, contudo, apresentam duas particularidades. A primeira é que, embora se conheça o montante total das operações, é impossível determinar se cada agente está comprado ou vendido e, portanto, identificar sua posição líquida. A segunda diz respeito à maior complexidade da liquidação antes do vencimento das operações de derivativos de balcão relativamente àquelas realizadas em mercados organizados. Contrariamente a estes últimos, em que basta realizar a operação contrária para que a posição original seja considerada liquidada e não apareça mais nas posições em aberto, as liquidações em mercados de balcão envolvem, geralmente, a realização de uma operação idêntica à original, mas com os "sinais trocados". Assim, essas operações de balcão são contadas duas vezes, uma referente à posição original e outra à sua liquidação antecipada, até o vencimento. Os dados recolhidos não permitem estimar qual a proporção dessas operações de liquidação antecipada (Prates; Farhi, 2008)<sup>18</sup>.

Assim como a assunção excessiva de risco pelos bancos na fase de auge, o excesso de prudência na fase de reversão é característica intrínseca da atividade bancária (ver capítulo I). No caso da economia brasileira, o aumento da preferência pela liquidez dos bancos privados é um fenômeno recorrente em momentos de instabilidade cambial (como em 1998 e 2002) e seu conservadorismo nas fases de baixa do ciclo é exacerbado pelo prazo relativamente curto do crédito e pela existência de títulos públicos líquidos e rentáveis e de baixo risco, que permitem uma rápida recomposição de suas carteiras (Fundap, 2009). Mas, esses fatores, por si só, não são suficientes para explicar a forte contração do crédito no último trimestre de 2008, cuja intensidade inédita decorreu da crise de confiança gerada pelos prejuízos das empresas nos contratos de derivativos cambiais.

Esta contração, contudo, não transparece na evolução do crédito total e ao setor privado, que mantém sua trajetória de crescimento até dezembro (ver Gráficos 1 e 2) devido à inércia que caracteriza este tipo de dado, mas também por três fatores adicionais. Em primeiro lugar, o efeito da depreciação do real sobre o estoque das modalidades de crédito com *funding* externo (ver seção II.2.) Em segundo lugar, vários bancos concederam novos empréstimos para que seus clientes pagassem

---

<sup>18</sup> Também é importante mencionar uma característica própria dos derivativos de câmbio negociados no Brasil, seja no mercado organizado, seja no mercado de balcão, que atenuou o efeito da desmontagem das operações de derivativos sobre o mercado de câmbio. Ao contrário dos demais países, tal liquidação não é realizada em dólares, mas sim em reais pela taxa de câmbio de reais por dólar dos Estados Unidos, para entrega pronta, contratada nos termos da Resolução 1690/90 do CMN, definida como a taxa média de venda apurada pelo BCB.

esses prejuízos nos contratos de derivativos cambiais, ou seja, parte dos prejuízos das empresas nos contratos com derivativos cambiais se transformou em crédito bancário.<sup>19</sup>

O terceiro (e principal) fator adicional consiste no comportamento anticíclico dos empréstimos com recursos direcionados. O ritmo de expansão desses empréstimos elevou-se de forma praticamente contínua desde 2007, impulsionado pelo maior dinamismo dos investimentos (e conseqüente demanda sobre os recursos do BNDES) e pelo *boom* da construção civil (com impacto sobre o crédito imobiliário concedido com recursos da poupança), mas o impulso observado a partir de setembro (ver gráfico 3) reflete, principalmente, esse comportamento (para maiores detalhes, ver seção II.3).

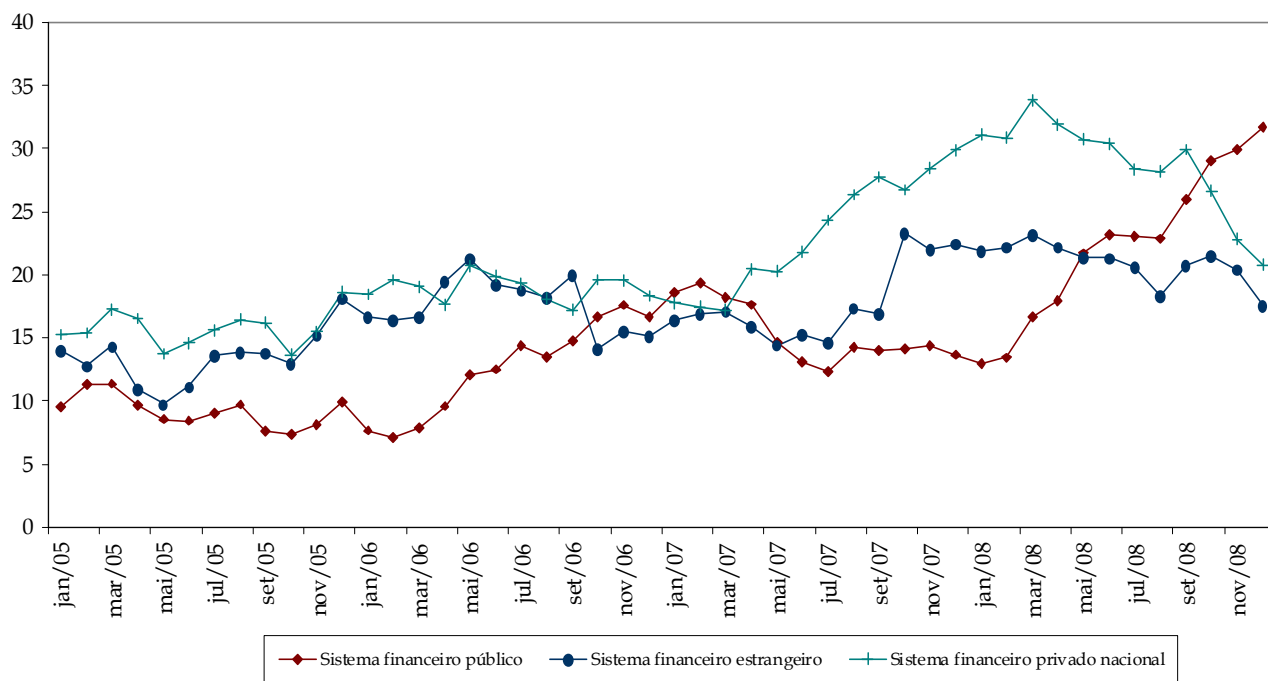
Os principais responsáveis pelo avanço das operações no segmento de crédito direcionado foram os bancos públicos (BNDES, Caixa Econômica Federal – CEF e Banco do Brasil – BB), que atuaram de forma anticíclica para atenuar os efeitos adversos do *credit crunch* no mercado doméstico, seja expandindo o crédito direcionado, seja adquirindo carteiras de crédito dos bancos privados (caso da CEF e do BB), seja atendendo a demanda de recursos (num total de R\$ 8 bilhões) da Petrobrás (suprida, principalmente, pela CEF). Esta atuação se iniciou em setembro e transparece na expressiva aceleração da taxa real de crescimento dos empréstimos do sistema financeiro público, que passou de 22,9% em agosto de 2008 para 31,8% em dezembro desse mesmo ano (frente ao mesmo mês do ano anterior), uma alta de quase 10 p.p (ver Gráfico 6). Conseqüentemente, a participação dos bancos públicos no total das operações de crédito aumentou de 34,2% em setembro (mesmo patamar dos meses anteriores) para 36,3% em dezembro, uma elevação de mais de 2 p.p em apenas três meses (ver Gráfico 7).

Em contrapartida, as operações de crédito realizadas pelo sistema financeiro nacional privado e pelo sistema financeiro estrangeiro seguiram um caminho inverso, se desacelerando, respectivamente, 7,4 p.p e 2,4 p.p (ver Gráfico 6). Apesar de o BCB não disponibilizar as séries das operações de crédito por propriedade de capital por origem de recursos, é possível sustentar a hipótese de que o recuo menos intenso do crédito total ofertado pelos bancos estrangeiros, que têm acesso mais fácil ao *funding* externo, deve estar associado à maior importância dos empréstimos indexados à variação da taxa de câmbio neste grupo, que foram inflados pela depreciação do real (ver seção II.2), o que também explicaria o aumento da sua participação no total das operações de crédito em setembro e outubro (ver Gráfico 7).

---

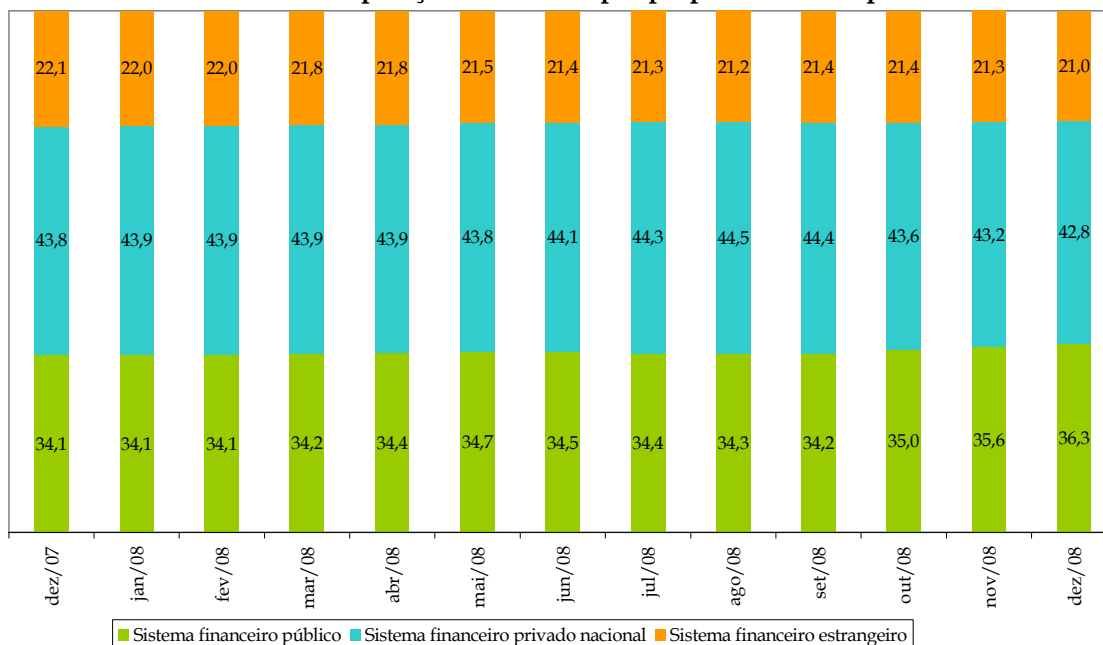
<sup>19</sup> A esse respeito, ver Romero (2008).

**Gráfico 6. Saldo das operações de crédito por propriedade de capital – Taxa de crescimento real frente ao mesmo mês do ano anterior (em %)**



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

**Gráfico 7. Saldo as operações de crédito por propriedade de capital – em %**



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Assim, a preservação do sistema de crédito direcionado e dos seus principais agentes – as instituições financeiras públicas, como o BNDES, o Banco do Brasil e a CEF – ampliou o raio de

manobra do governo brasileiro na gestão do efeito-contágio da crise internacional sobre a evolução do crédito no país, possibilitando que a sua expansão compensasse, em parte, a desaceleração do segmento de recursos livres – o que não se verificou na maioria dos países emergentes (com exceção da Índia e da China), onde o processo de desregulamentação financeira resultou na desmontagem de sistemas de financiamento público e na privatização dos bancos estatais.

A mudança na dinâmica do mercado de crédito, todavia, não foi neutra do ponto de vista do acesso ao crédito por parte das empresas. Isto porque, enquanto os empréstimos do BNDES são absorvidos, sobretudo, por grandes empresas, as modalidades de crédito corporativo com recursos livres são mais pulverizadas, se destinando, em grande parte, para micro, pequenas e médias empresas (ver seções II.2 e II.3). Ademais, essas empresas também foram as mais afetadas, de forma indireta, pelo empocamento de liquidez no interbancário, fenômeno que atingiu, em especial, os bancos de menor porte, cujos principais clientes no segmento corporativo são, exatamente, essas empresas.

Neste contexto, uma sucessão de medidas foi acionada pelo governo brasileiro para atenuar a restrição de liquidez em moeda doméstica, que atingiu, sobretudo, essas instituições. Dentre essas medidas, destacam-se as primeiras rodadas de redução na alíquota do compulsório sobre os depósitos à vista e à prazo e de aumento do valor da dedução na exigibilidade adicional incidente sobre os depósitos à vista, a prazo e de poupança. (que visavam ajudar os bancos pequenos e médios, os quais só estavam conseguindo rolar suas carteiras de créditos por meio da emissão de CDBs a um custo muito elevado) e a ampliação subsequente nas deduções associada à aquisição de ativos de instituições financeiras, com o propósito de estimular as compras de carteiras dessas instituições pelos bancos de grande porte<sup>20</sup> (ver Quadro A1).

## **II. Crédito com recursos livres**

No segmento de recursos livres, ao longo de 2003, as operações totais de crédito apresentam taxas de crescimento nominal (na comparação com o mesmo mês do ano anterior) positivas, mas pequenas – em função, principalmente, da forte contração do crédito para pessoas jurídicas com recursos externos, ainda como reflexo da crise cambial de 2002 –, com tendência de alta a partir de outubro (ver Gráfico 8). Todavia, em termos reais, essas operações retraem-se naquele ano, passando a registrar variação positiva a partir de janeiro de 2004. Já no segmento de pessoa física, o ponto de inflexão, também por esse critério, ocorre com um mês de antecedência (ver Gráfico 8). Ou seja, se considerarmos a variação real dos saldos dos empréstimos, o ciclo de crédito recente emerge em

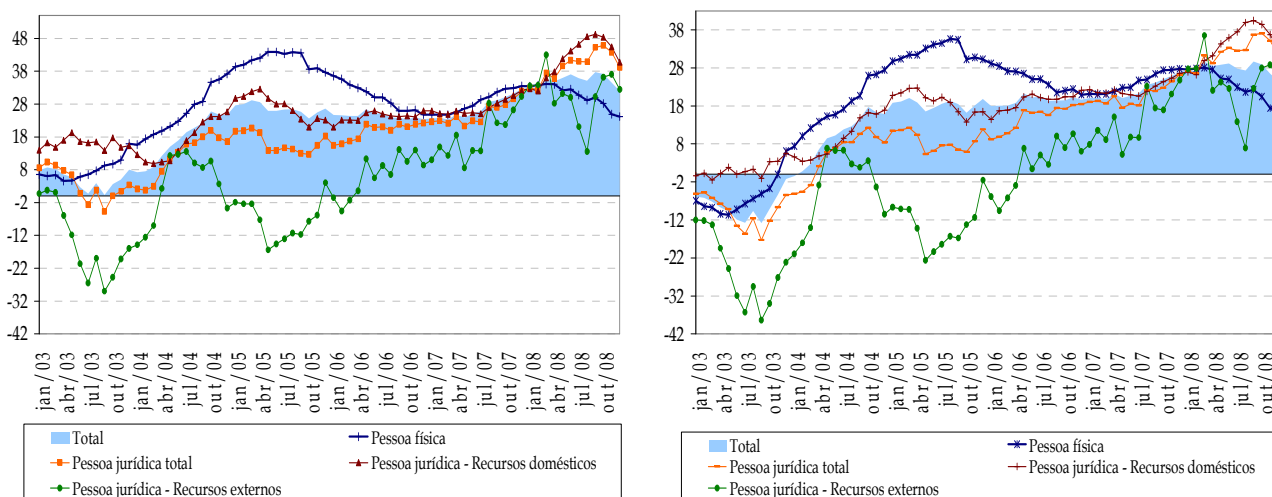
---

<sup>20</sup> Para uma análise detalhada das medidas adotadas para conter o efeito-contágio da crise, ver: Fundap (2009).

dezembro de 2003.

Já se adotarmos o indicador crédito/PIB, o início do ciclo poderia ser fixado em maio daquele ano, quando esta relação começa a se elevar (de forma bastante tímida) em relação ao patamar mínimo registrado no final de 2002. Contudo, este indicador acelera seu ritmo de expansão somente a partir de agosto de 2004, retornando ao percentual de junho de 2002 em janeiro de 2005 (ver Gráfico 9). Ou seja, a definição da data de início do ciclo depende do critério adotado, sendo, portanto, inevitavelmente, arbitrária.

**Gráfico 8. Crédito livre por modalidade: variação real frente ao mesmo mês do ano anterior, nominal (esq.) e real (dir.), em %.**



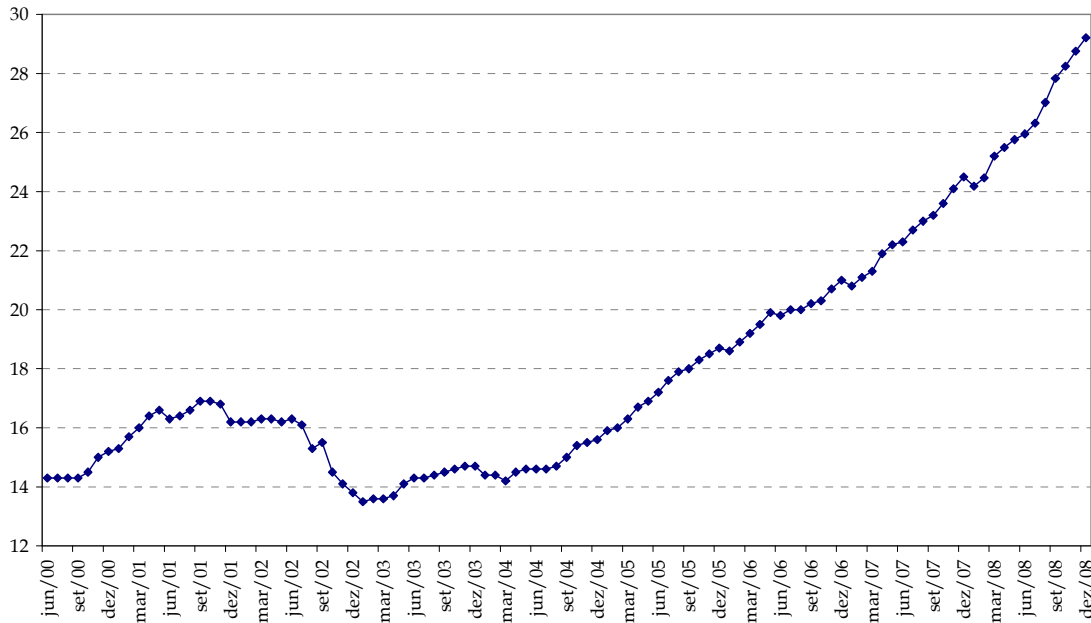
Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Como a função essencial do crédito é financiar a economia (ver capítulo I), é possível argumentar que o indicador crédito/PIB seria o mais adequado. Assim, na periodização aqui adotada, a fase ascendente do ciclo teve início em maio de 2003 e se estendeu até agosto de 2008, enquanto que a fase descendente começa em outubro deste ano<sup>21</sup>. Setembro de 2008 é o mês da transição: nele eclode a crise de confiança (ver seção II.1), mas seus efeitos sobre a trajetória do crédito somente transparecem (em alguns indicadores) a partir de outubro.

Na fase ascendente, por sua vez, é possível identificar duas subfases: a primeira de dezembro de 2003 a fevereiro de 2008, quando a expansão do crédito ancora-se, principalmente, no dinamismo dos empréstimos com recursos livres para as pessoas físicas, e; a segunda de março a agosto de 2008, caracterizada pelas maiores taxa de crescimento do crédito com recursos livres para as empresas. As principais características do crédito com recursos livres nessas fases e subfases, com ênfase no segmento de pessoas jurídicas (o foco deste estudo), são apresentadas a seguir.

<sup>21</sup> A maioria dos trabalhos data o início do ciclo em janeiro de 2003, se baseando seja na variação nominal, seja na evolução do saldo das operações de crédito. Ver: Cintra (2006), Freitas (2007b), Fundap (2007a).

**Gráfico 9. Crédito com recursos livres, em % PIB**



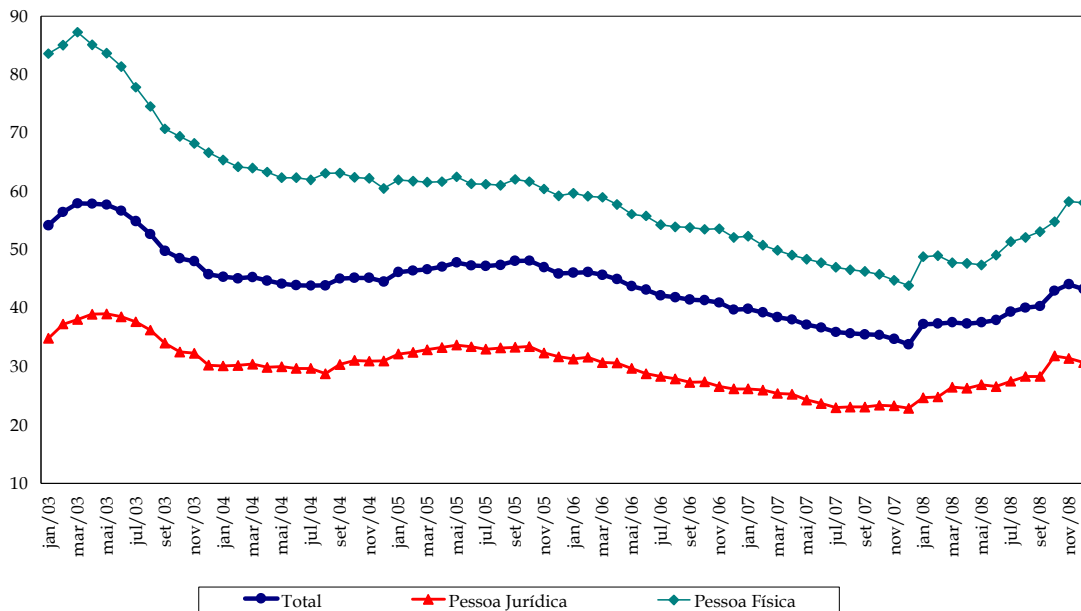
**Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.**

Na primeira fase (dezembro de 2003 a fevereiro de 2008), os bancos priorizaram a expansão do crédito no segmento de pessoas físicas, que cresceu a taxas elevadas e superiores ao crédito total às pessoas jurídicas (ver Gráfico 8). Nesse período, do lado da oferta de crédito, os bancos identificaram na ampliação dos empréstimos às famílias um enorme potencial de ganho, diante das expectativas otimistas quanto à recuperação do emprego e da renda sob o governo Lula. Para as instituições financeiras, essa modalidade de crédito é muito mais fácil de ser avaliada do que o crédito empresarial, que exige maior conhecimento dos negócios, análise financeira e monitoramento das atividades das empresas (Freitas, 2007b; Fundap, 2007a). Ao mesmo tempo, como as taxas de juros praticadas no segmento de pessoas físicas são mais altas, as operações de crédito pessoal são também muito rentáveis (ver Gráfico 10).

Do lado da demanda de crédito, a maior disposição de contratar empréstimos, mesmo a taxas de juros ainda muito altas, refletiu, por um lado, expectativas favoráveis dos consumidores em relação ao desempenho futuro da economia e, por outro lado, a necessidade de atualizar a compra de bens duráveis. Já no segundo semestre de 2003, antes dos primeiros sinais de recuperação do poder de compra, a participação do crédito às pessoas físicas no estoque total das operações de crédito com recursos livres começou a se elevar, tendência que se reforçou com a elevação da massa de rendimento a partir de 2004 (Cintra, 2006; Freitas, 2007b; Fundap, 2007a).



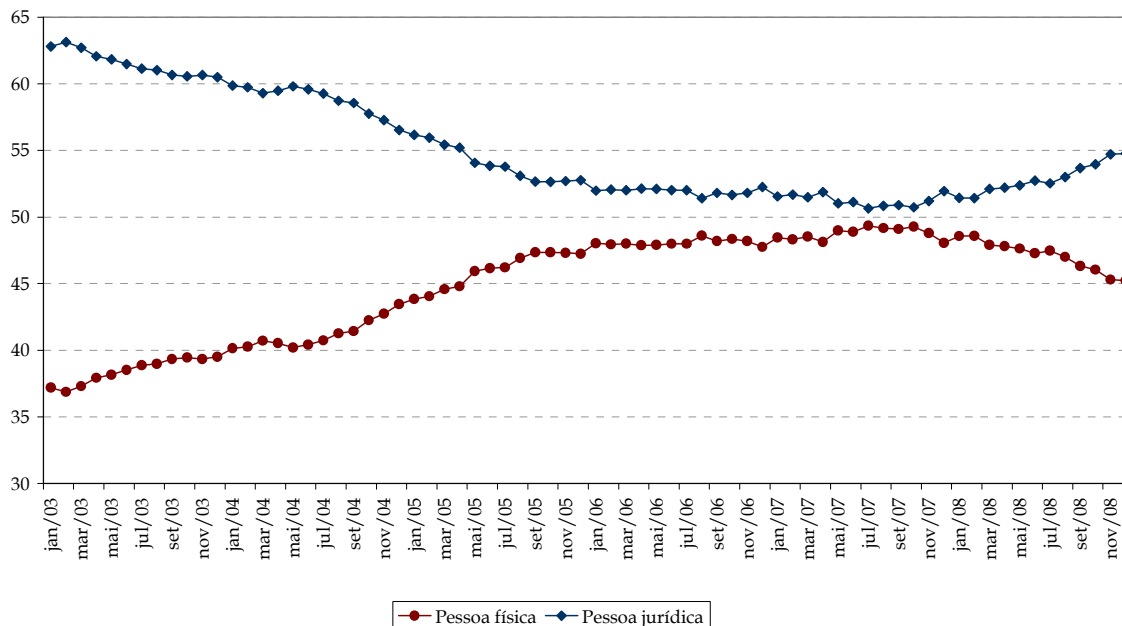
Gráfico 10. Custo do crédito no segmento de recursos livres em %



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

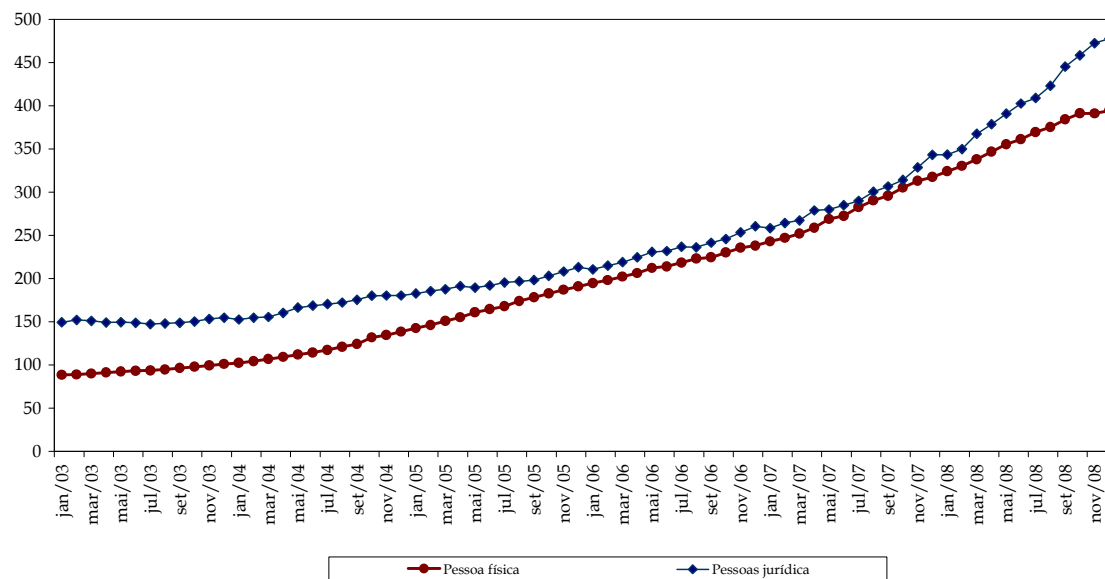
Como mostra o Gráfico 11, a participação dos empréstimos às pessoas físicas no total se aproximou, progressivamente, do percentual correspondente ao segmento de pessoa jurídica (historicamente mais elevado), atingindo seu valor máximo em julho de 2007 (49,35%) contra 50,65% neste segmento (correspondentes a R\$ 282 bilhões e R\$290 bilhões, respectivamente - ver Gráfico 12). O saldo total das operações de crédito às famílias não ultrapassou àquele do segmento corporativo (o que seria um fato inédito na economia brasileira) devido à aceleração do ritmo de expansão das operações às pessoas jurídicas a partir de então, como destacado a seguir.

**Gráfico 11. Operações de crédito com recursos livres: participação no total em %**



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

**Gráfico 12. Saldo das operações de crédito com recursos livres**



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

A expansão dos empréstimos com recursos livres às pessoas físicas ancorou-se, desde o início do ciclo, nas operações de crédito referencial para taxa de juros (que responderam, em média, por 82% do total do segmento no período)<sup>22</sup> e, no âmbito destas, nas modalidades de crédito pessoal, aquisição de

<sup>22</sup> Essas são as operações consideradas para o cálculo das taxas médias de juros das modalidades de crédito, de acordo com a Circular 2.957/1999. Além dessas operações, o estoque de crédito para pessoas físicas com

veículos e cartão de crédito. O crédito pessoal contribuiu, em média, por quase metade do crescimento dos empréstimos concedidos nesse segmento. Sua expansão foi impulsionada pelas operações de crédito consignado, com desconto em folha de pagamento – regulamentadas pela Medida Provisória 130 (17.9.2003), posteriormente convertida na Lei 10.820 (17.12.2003) –, que cresceram vertiginosamente, atingindo o volume de R\$ 74 bilhões em agosto de 2008, que correspondia a 54,8% do total do crédito pessoal. Também exerceram grande influência na expansão do crédito, as operações de aquisição de veículos, que oferece a garantia da alienação fiduciária. Por permitir, a rápida recuperação dos bens, esse mecanismo reduz o risco de crédito e permite a redução do prêmio de risco cobrado pelas instituições financeiras (Freitas, 2007b; Cintra, 2006).

As operações de crédito com recursos livres no segmento de pessoas jurídicas passam a crescer a taxas mais expressivas no segundo semestre de 2007 e, sobretudo, entre março e agosto de 2008. Esses cinco meses correspondem, exatamente, ao segundo subperíodo da fase ascendente do ciclo, que se caracteriza pelo maior dinamismo do crédito nesse segmento vis-à-vis o crédito a pessoas físicas. A taxa de expansão real do crédito corporativo ultrapassa aquela do crédito às famílias em março, sendo que o diferencial entre as duas taxas se amplia, de forma significativa, a partir de abril. Em agosto, frente ao mesmo mês do ano anterior, o crédito às empresas cresceu 32,7% em termos reais e o crédito às famílias 21,7% (40,7% e 29,2% em termos nominais) (ver Gráfico 8).

A dinamização do crédito empresarial nesse período decorreu, sobretudo, da aceleração do ritmo de crescimento da economia brasileira a partir de meados de 2007, ancorado no mercado interno e na expansão dos investimentos (ver Gráfico A7 a A11), que estimulou as decisões de produção corrente e de ampliação da capacidade produtiva. Neste contexto, no qual o crédito bancário é fundamental para viabilizar essas decisões (ver capítulo I), as empresas recorreram não somente aos empréstimos concedidos pelo BNDES (ver seção II.3), mas também ao crédito com recursos livres, como já destacado na seção II.1

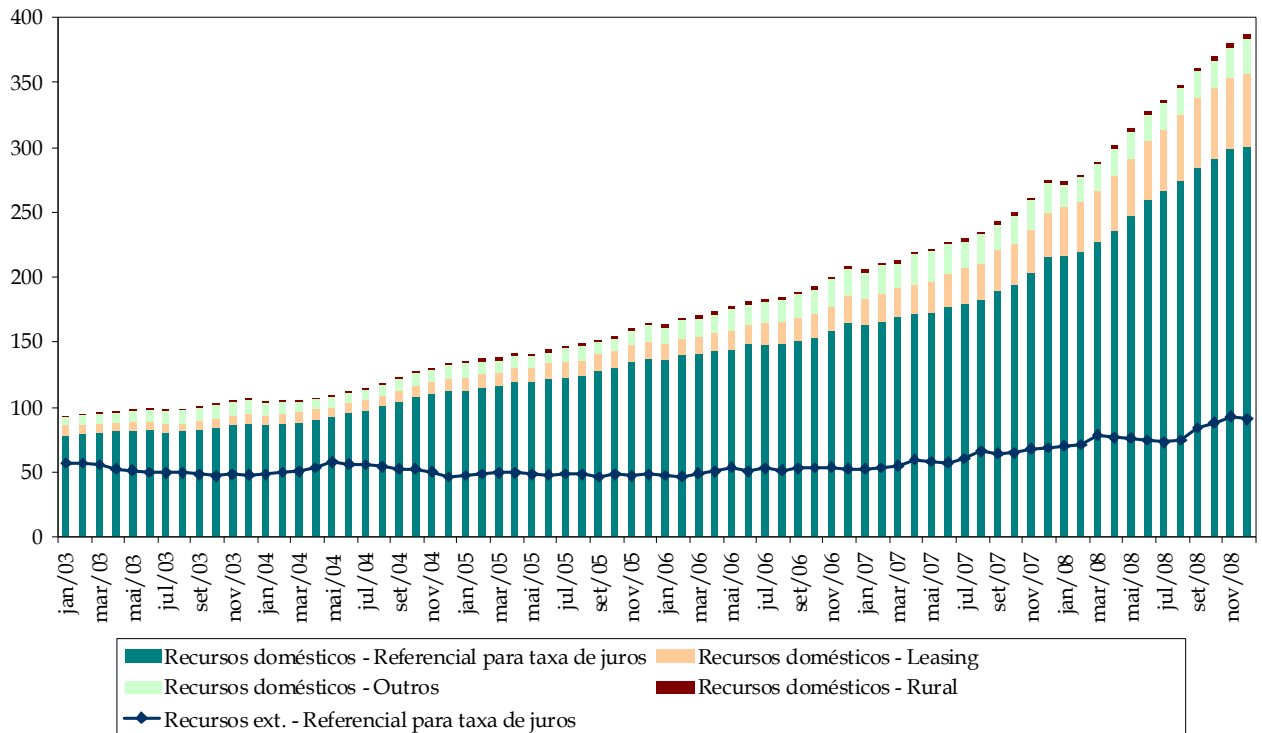
Ademais, como já destacado na seção II.1, outros fatores conjunturais devem ter impulsionado a demanda por empréstimos bancários internos pelas empresas, dentre os quais as condições adversas vigentes no mercado internacional (que se deterioram progressivamente ao longo do período analisado), bem como o desaquecimento do mercado de capitais doméstico, ambos reflexos da crise financeira externa. Ademais, a redução no custo dos empréstimos oferecida por alguns bancos às empresas que celebraram contratos de derivativos cambiais também pode ter estimulado essa demanda e, inclusive, viabilizado algumas dessas operações.

---

recursos livres inclui mais três tipos de operações: (i) cooperativas; (ii) *leasing*; (iii) outras (parcela das faturas de cartão de crédito não financiadas, entre outras não especificadas pelo BCB).

Ao contrário do segmento de pessoas físicas, cuja base de captação envolve somente recursos domésticos, as operações no segmento de pessoa jurídica são realizadas a partir de recursos domésticos e externos, os quais tinham maior relevância no início do ciclo (ver Gráfico 13 e Tabela 2). Desde dezembro de 2003<sup>23</sup>, a participação das operações com recursos domésticos no total eleva-se progressivamente (de 69% para 82% em agosto de 2008), simultaneamente à queda da importância relativa das operações com recursos captados no exterior<sup>24</sup> (de 31% para 17,6% no mesmo período).

**Gráfico 13. Modalidades de crédito a pessoas jurídicas - R\$ bilhões**



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

No âmbito das operações com recursos domésticos, predominam as operações de crédito referencial para taxa de juros (ver Gráfico 13), cuja participação no total aumentou de 57% em dezembro de 2003 para 64,5% em dezembro de 2005 (oscilando entre 63% e 65% a partir de então - ver Tabela 2), quando o crédito às pessoas jurídicas com recursos livres começa a crescer a taxas mais elevadas, mas ainda tímidas (ver Gráfico 8). Além dessas operações, o saldo de empréstimos com recursos domésticos também abrange as operações de *leasing* (arrendamento mercantil), crédito rural e

<sup>23</sup> Na análise dos dados do segmento de pessoa jurídica, adotou-se esse mês como ponto de partida, já que nos meses anteriores de 2003, além de as taxas reais serem negativas, as taxas de crescimento nominal são decrescentes (ver Gráfico 8).

<sup>24</sup> Dados desagregados dessas operações serão apresentados a seguir.

outras.<sup>25</sup> Dentre estas, somente a primeira modalidade envolve um volume relevante de recursos e aumentou sua participação no total de forma contínua na fase ascendente do ciclo (de 4,6% em dezembro de 2003 para 12,1% em agosto de 2008), trajetória que, por sinal, não é revertida após a incidência de compulsório sobre os depósitos bancários das empresas de arrendamento mercantil no início de 2008. Ou seja, os dados indicam que nessa fase o leasing ganhou relevância como modalidade de financiamento das empresas (apesar de ainda responder por uma pequena fatia do total). Todavia, os dados disponibilizados pelo BCB não fornecem informações sobre a distribuição dessas operações por setor de atividade (comércio, indústria, outros serviços e rural). Em contrapartida, as operações com recursos externos.

**Tabela 2. Modalidades de crédito para pessoas jurídicas - Participação no total em %**

	% total recursos domésticos				% total						Recursos externos
					Recursos domésticos						
	Crédito referencial para taxa de juros	Leasing	Rural	Outros	Crédito referencial para taxa de juros	Leasing	Rural	Outros	Total		
dez/03	82,6	6,7	0,8	9,8	57,0	4,6	0,6	6,8	69,0	31,0	
dez/04	83,5	7,4	1,2	8,0	62,1	5,5	0,9	5,9	74,4	25,6	
dez/05	83,3	8,2	1,3	7,3	64,5	6,4	1,0	5,6	77,4	22,6	
dez/06	79,4	9,9	0,7	10,0	63,4	7,9	0,5	8,0	79,8	20,2	
dez/07	78,2	12,7	0,7	8,4	62,6	10,1	0,6	6,7	80,0	20,0	
jan/08	79,4	13,6	0,8	6,3	63,2	10,8	0,6	5,0	79,6	20,4	
fev/08	79,2	13,6	0,7	6,6	63,1	10,8	0,6	5,2	79,7	20,3	
mar/08	78,5	13,8	0,7	7,1	61,7	10,8	0,5	5,5	78,7	21,3	
abr/08	78,2	14,0	0,7	7,1	62,4	11,2	0,5	5,7	79,8	20,2	
mai/08	78,7	13,9	0,7	6,8	63,3	11,2	0,5	5,5	80,5	19,5	
jun/08	79,2	13,9	0,7	6,2	64,5	11,4	0,6	5,1	81,5	18,5	
jul/08	79,1	14,3	0,7	5,9	65,0	11,7	0,6	4,8	82,1	17,9	
ago/08	78,8	14,6	0,7	5,9	64,9	12,0	0,6	4,8	82,4	17,6	
set/08	78,8	14,9	0,8	5,6	63,9	12,1	0,6	4,5	81,1	18,9	
out/08	78,8	14,7	0,8	5,6	63,6	11,9	0,7	4,5	80,7	19,3	
nov/08	78,5	14,5	1,0	5,9	63,1	11,7	0,8	4,8	80,4	19,6	
dez/08	77,7	14,3	1,0	7,0	63,0	11,6	0,8	5,7	81,0	19,0	

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria

Para as operações de crédito referencial por taxa de juros, com recursos domésticos e externos, o BCB fornece informações sobre modalidades (num total de onze, oito com recursos domésticos e três com recursos externos - ver Quadro 1), taxas de juros, prazo e inadimplência, entre outras, o que permite traçar o perfil da maior parcela do crédito corporativo no segmento de recursos livres no ciclo de crédito recente.

<sup>25</sup> Como no segmento de pessoas físicas, inclui faturas não pagas de cartão de crédito, entre outras não especificadas pelo BCB.

**Quadro 1. Modalidades de crédito referencial para taxas de juros às pessoas jurídicas**

	Modalidade	Características
Recursos domésticos	1. <i>Hot money</i>	Operações de crédito caracterizadas por possuir prazo máximo de 29 dias e procedimentos operacionais simplificados.
	2. Desconto de duplicatas	Adiantamento de recursos relativos a duplicatas em cobrança, as quais constituem as próprias garantias da operação.
	3. Desconto de promissórias	Semelhante à modalidade anterior, refere-se ao adiantamento de recursos relativos a notas promissórias, as quais constituem as próprias garantias da operação.
	4. Capital de giro	Linhas de crédito caracterizadas por prazo superior a 30 dias, assinatura de contrato específico e apresentação de garantias, destinando-se a financiar as atividades operacionais das empresas.
	5. Conta garantida	Crédito vinculado à conta bancária de pessoas jurídicas, em que determinado limite de recursos é disponibilizado para utilização de acordo com a conveniência do cliente.
	6. Financiamento imobiliário	Operações não vinculadas ao Sistema Financeiro de Habitação e destinadas a financiar aquisição, construção ou reforma de imóveis.
	7. Aquisição de bens	Operações tradicionais de financiamento destinadas, nas quais a concessão do crédito está vinculada à aquisição de determinado bem que quase sempre constitui a garantia da operação.
	8. Vendor	Operação de financiamento de vendas baseada no princípio da cessão de crédito, que permite a uma empresa vender seu produto a prazo e receber o pagamento à vista. A empresa vendedora transfere seu crédito ao banco e este, em troca de uma taxa de intermediação, paga o vendedor à vista e financia o comprador.
Recursos externos	9. Adiantamentos sobre contratos de câmbio (ACC)	Antecipação de recursos vinculados a contratos de exportação, com a finalidade de financiar a produção das mercadorias a serem exportadas.
	10. Repasses de recursos externos	Transferência, para empresas localizadas no país, de recursos captados no exterior por instituição financeira.
	11. <i>Export notes</i>	O estoque de operações dessa modalidade foi zerado em fevereiro de 2007. Representavam contratos de cessão de crédito de exportação, nos quais o exportador cede ao tomador (empresa ou banco), por meio de um título, os direitos creditícios de uma operação a ser realizada no futuro, obtendo dessa forma recursos para financiar a produção das mercadorias a serem exportadas. Diferenciava-se das operações de ACC por não apresentar prazo para embarque de mercadoria.

Fonte: Banco Central do Brasil. Glossário da Nota para Imprensa de Política Monetária e Crédito. Elaboração própria.

A despeito da existência de várias modalidades de crédito, que têm como denominador comum o curto prazo, as operações concentraram-se em poucas linhas de empréstimo, com destaque para o capital de giro (ver Tabela 3 e Gráfico 14). Além de ser a principal modalidade de crédito para pessoas jurídicas no país desde o início do ciclo (24,2% do total das operações referenciais para taxa de juros em dezembro de 2003), sua participação no total elevou-se continuamente ao longo da fase de alta, atingindo 31,2% em dezembro de 2006, 36% em março de 2008 (quando o crédito corporativo torna-se mais dinâmico) e 41% do total em agosto de 2008 (R\$ 143 bilhões).

Em segundo lugar, encontra-se a conta garantida, uma espécie de cheque especial corporativo, com limites pré-aprovados e custo elevado, utilizada para cobrir eventuais descasamentos de prazo entre os recebimentos e pagamentos de obrigações no curtíssimo prazo. Sua participação no total segue um caminho inverso, passando de um patamar de 16% em dezembro de 2003 para um patamar

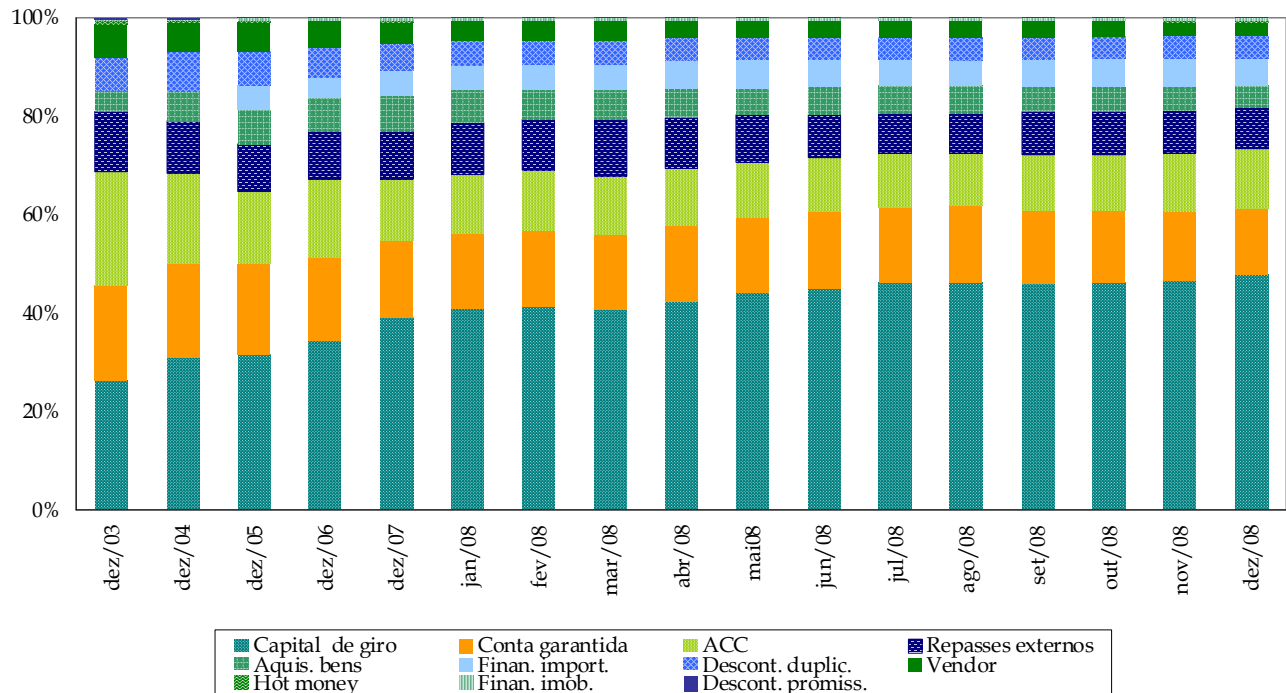
de 15% entre o final de 2006 e meados de 2007. A partir de então, o ritmo de queda dessa participação se acelera, se estabilizando no patamar de 13% no período de maior dinamismo do crédito para pessoas jurídicas (março a agosto de 2008).

**Tabela 3. Modalidades de crédito referencial para taxa de juros às pessoas jurídicas - R\$ milhões**

	Recursos internos										Recursos externos				Total	
	Capital de giro	Conta garantida	Aquis. bens	Descont. duplic.	Vendor imob.	Finan. imob.	Hot money	Descont. promiss.	Outros	Total	ACC	Repasses externos	Finan. import.	Export notes		Total
dez/03	29.439	21.926	4.695	7.464	7.877	551	534	250	20.046	92.782	25.764	13.913	0	186	39.863	132.645
dez/04	40.218	25.096	8.003	10.388	8.003	427	387	222	25.213	117.958	24.036	13.711	0	156	37.903	155.861
dez/05	51.491	29.732	11.152	10.958	9.987	609	469	220	22.728	137.347	23.856	16.041	8.143	57	48.098	185.444
dez/06	67.814	32.855	13.491	12.012	10.374	734	355	160	27.229	165.025	31.481	19.048	8.346	1	58.876	223.901
dez/07	97.428	39.135	17.937	13.742	10.968	1.146	675	152	33.747	214.931	30.841	24.887	12.821	0	68.550	283.481
jan/08	103.522	39.179	16.477	12.606	10.059	1.168	354	139	33.413	216.917	30.040	27.272	12.679	0	69.992	286.909
fev/08	106.813	40.790	15.822	12.538	10.333	1.178	345	155	32.597	220.570	30.941	27.080	13.128	0	71.149	291.719
mar/08	109.803	41.476	15.811	12.724	10.447	1.249	412	147	34.839	226.908	32.119	31.367	14.928	0	78.414	305.322
abr/08	117.388	43.157	15.792	12.939	9.833	1.246	366	167	35.277	236.163	32.122	28.799	15.582	0	76.503	312.667
mai/08	126.384	44.413	15.899	13.253	9.631	1.203	380	197	36.072	247.432	32.775	27.068	16.363	0	76.207	323.639
jun/08	133.454	46.128	16.272	13.593	9.812	1.237	502	207	38.533	259.737	32.438	25.629	16.502	0	74.569	334.306
jul/08	138.919	46.575	16.608	13.656	9.876	1.228	675	213	38.084	265.833	32.600	24.461	15.977	0	73.038	338.871
ago/08	143.066	48.561	17.115	14.114	10.354	1.226	736	240	39.222	274.634	32.955	25.225	16.461	0	74.641	349.274
set/08	151.269	49.606	17.178	14.513	10.692	1.283	652	215	39.125	284.532	36.538	28.834	18.589	0	83.961	368.493
out/08	157.904	49.948	17.326	14.908	10.555	1.420	708	191	38.699	291.658	37.922	30.405	19.891	0	88.218	379.877
nov/08	164.196	49.806	16.898	15.397	10.507	1.529	1.097	184	39.940	299.552	41.654	30.578	20.475	0	92.707	392.260
dez/08	169.899	47.517	15.903	15.546	10.151	1.763	771	163	40.060	301.772	43.239	29.656	19.874	0	92.769	394.542

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

**Gráfico 14. Crédito com recursos livres às pessoas jurídicas: participação no total**



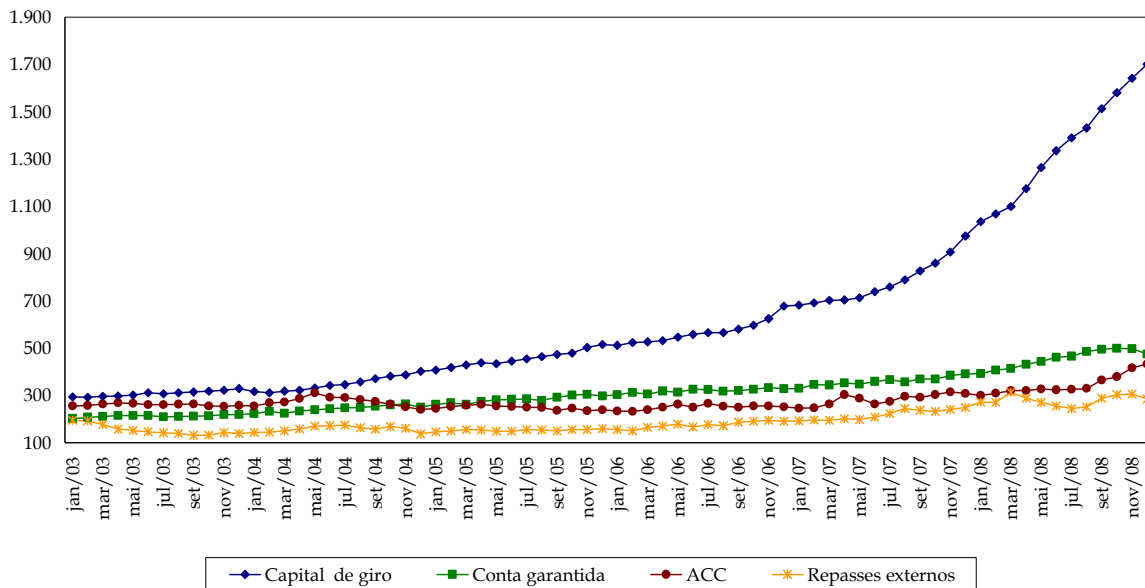
Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Se excluirmos a modalidade “Outros” (que abrange um amplo leque de operações, não discriminadas pelo BCB), o terceiro e quarto lugares são ocupados pelas linhas com *funding externo*, que, contudo, reduziram sua participação no total, de maneira ininterrupta, o longo da fase ascendente do ciclo: no caso das operações de ACC, de 18,9 % em dezembro de 2003 para 10,5% em março de 2008 e 9,4% do total em agosto de 2008; já os repasses externos partiram de um percentual mais baixo (10,2% do total), mas, em contrapartida, registraram uma menor perda de participação, que se situou no patamar de 9% de janeiro de 2005 ao primeiro trimestre de 2008. Todavia, a partir de abril de 2008, esse percentual recua progressivamente, atingido 7,2% em agosto, pico do ciclo de crédito recente. Esta queda de dois p.p. em somente cinco meses está associada às condições cada vez mais adversas vigentes no mercado financeiro internacional, que contaminam as modalidades de crédito com recursos externos antes do aprofundamento da crise, em setembro, questão retomada a seguir.

A evolução das quatro principais modalidades de crédito na fase ascendente do ciclo (ou seja, até agosto de 2008), evidencia a preponderância das linhas de recursos domésticos e, essencialmente, da linha de capital de giro, que praticamente reina incontestemente, apresentando uma trajetória de crescimento contínua e a taxas crescentes, que se aceleram entre janeiro de 2008 e agosto de 2008, ultrapassando o percentual de 70% em termos reais no trimestre junho-agosto de 2008 (ver Gráficos 15 e 16), que resultou numa contribuição ao crescimento do total das operações de crédito referencial para taxa de juros no segmento de pessoas jurídicas de 68%. O ritmo de expansão das operações de conta garantida também aumenta a partir de meados de 2007 e principalmente ao longo de 2008, mas numa intensidade bem menor.

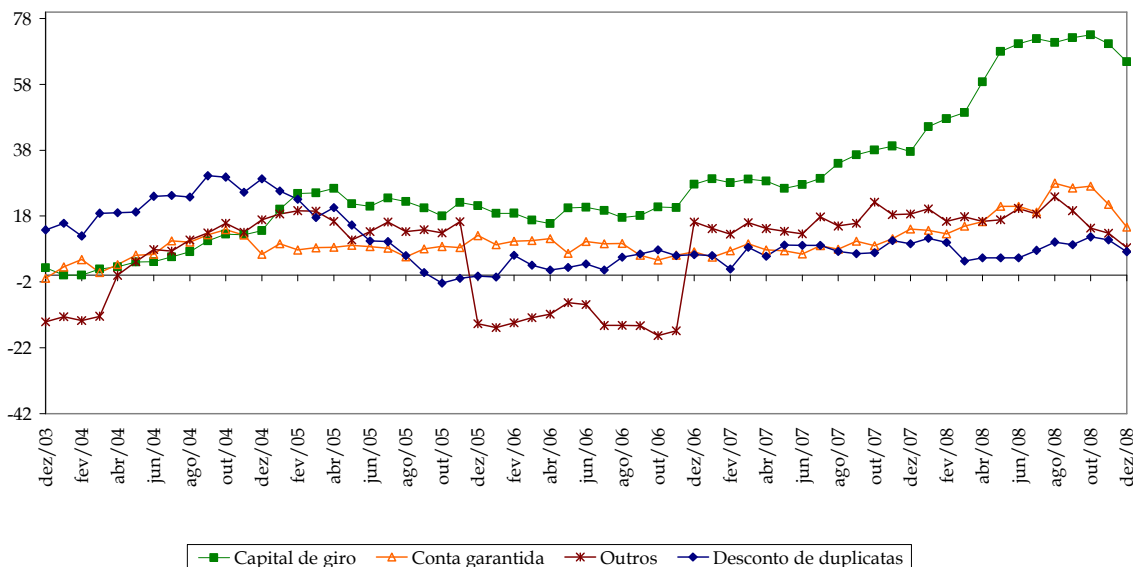


**Gráfico 15. Evolução do crédito com recursos livres às pessoas jurídicas: principais modalidades - R\$ bilhões**



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

**Gráfico 16. Crédito com recursos livres com recursos domésticos às PJ: variação real % frente ao mesmo mês do ano anterior**



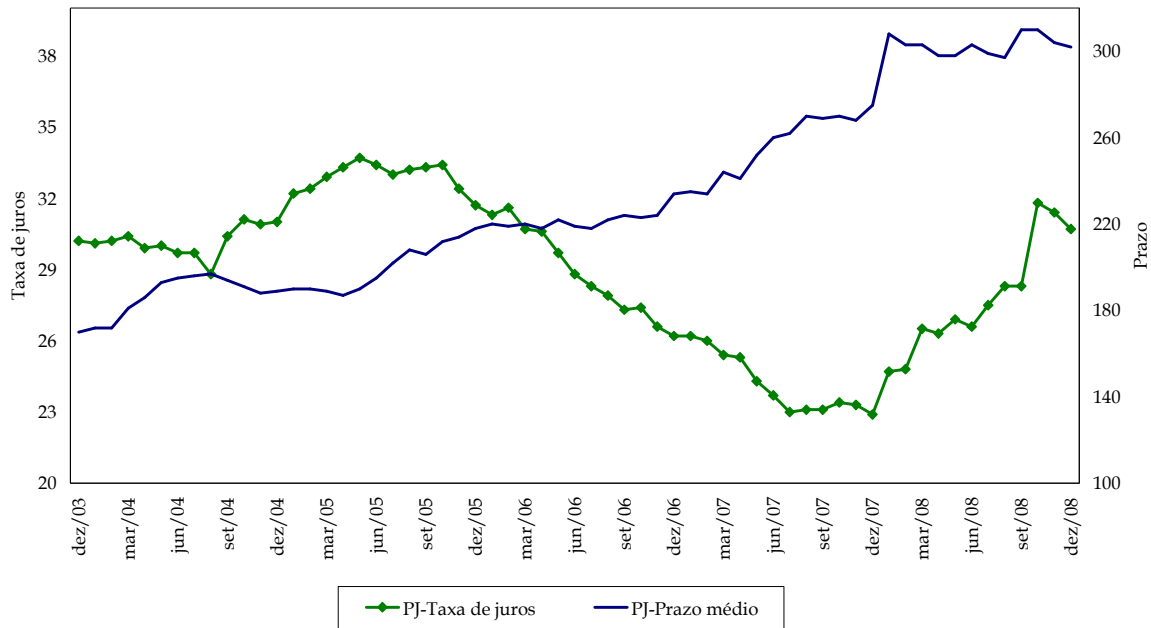
Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Assim, a partir de meados de 2007 e, principalmente, de janeiro 2008, a maior demanda de crédito pelas empresas no segmento de recursos livres (associada aos fatores já mencionados, quais sejam, o maior dinamismo da atividade econômica e, em 2008, a contração das fontes alternativas de financiamento) foi atendida, em sua maior parte, mediante a concessão de linhas de capital de giro.

Paradoxalmente, no segundo período da fase ascendente (de março a agosto de 2008) – quando

as operações para pessoas jurídicas no segmento de recursos livres tornam-se mais dinâmicas do que aquelas para pessoas físicas e suas duas principais modalidades aceleram seu ritmo de expansão –, as condições de prazo e custo do crédito corporativo se deterioraram, após dois anos (de 2005 a 2007) de melhora progressiva, com a queda da taxa de juros média do patamar de 32% a.a para 23% a.a e ampliação dos prazos médios de 180 para 300 dias corridos (ver Gráfico 17).

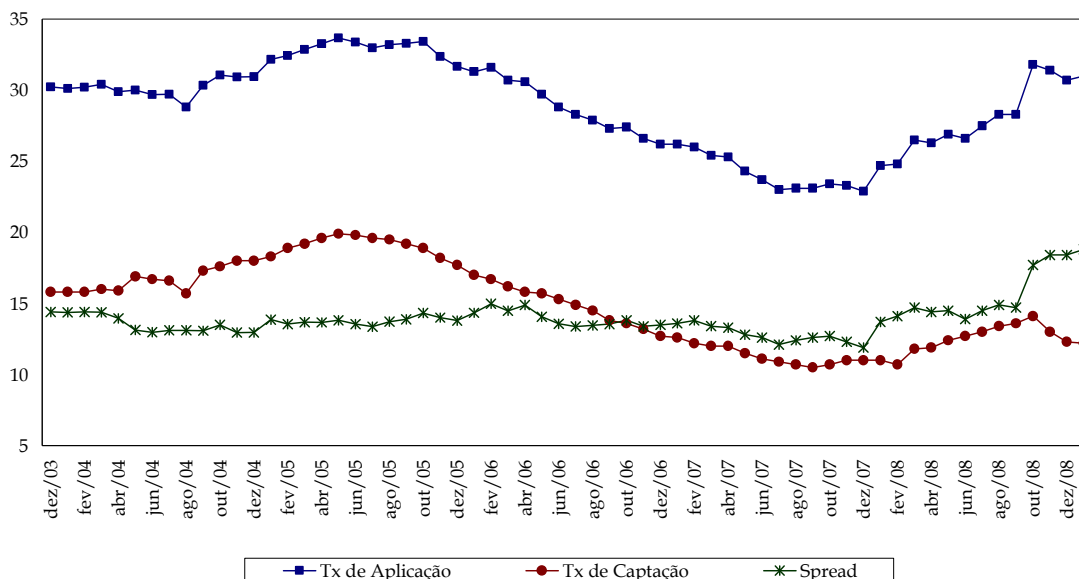
**Gráfico 17. Operações de crédito com recursos livre para pessoas jurídicas: prazo (em dias corridos) e taxa média de juros (em % a.a.)**



**Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.**

No que se refere ao custo do crédito corporativo, sua elevação a partir de janeiro decorreu, em parte, do aumento da alta da taxa de captação (ver Gráfico 18), associada não somente à imposição do recolhimento compulsório sobre os depósitos das empresas de *leasing*, mas também da perspectiva de elevação da meta da taxa Selic (sinalizada pela Ata do Copom de janeiro), que exerceu pressão altista sobre essa taxa a partir de fevereiro (devido ao seu efeito sobre a taxa do *swap* DI de 360 dias) e, a partir de abril, do início efetivo de um novo ciclo de alta desta meta. Ademais, este custo também foi pressionado pelo aumento das alíquotas do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido dos Bancos (CSLL) em janeiro (para compensar a extinção da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira - CPMF). Já o aumento da aversão aos riscos em âmbito global ao longo do primeiro semestre também pode ter contribuído para a elevação da taxa de aplicação (e, assim, dos *spreads*) e para a interrupção da trajetória de alongamento dos prazos (ver Gráficos 8 e 18).

**Gráfico 18. Operações de crédito com recursos livres para pessoas jurídicas: taxas médias de juros e *spread* (em % a.a.)**



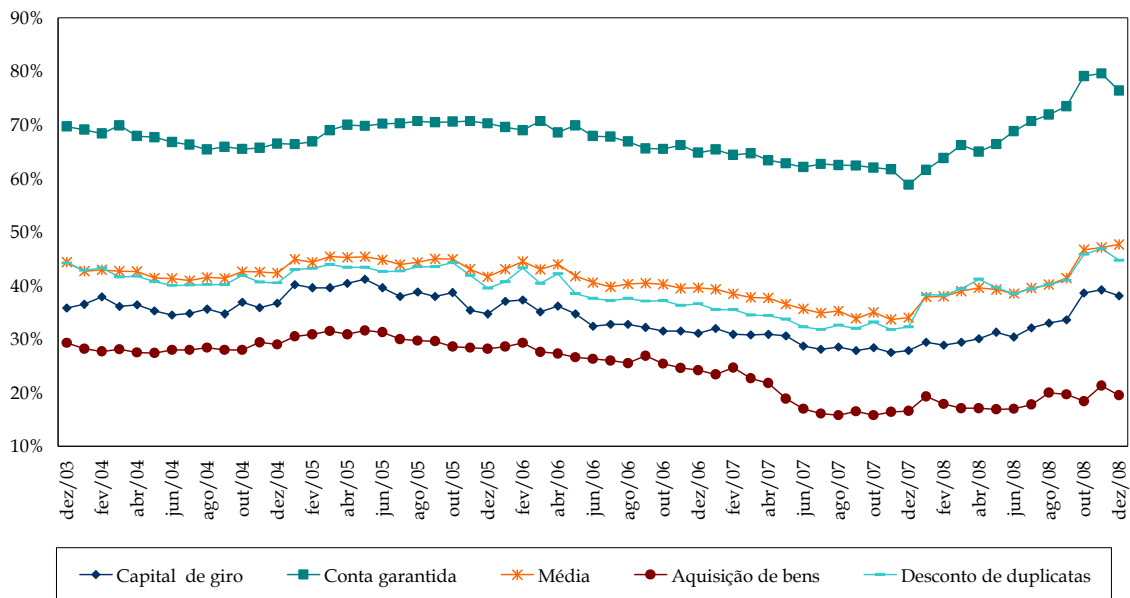
Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

A evolução das condições de custo e de prazo do crédito empresarial em termos médios, todavia, obscurece algumas características da sua principal modalidade, o capital de giro. Como mostra o Gráfico 19, a taxa de juros pré-fixada da linha de capital de giro atingiu 33% em agosto de 2008, no auge do ciclo, percentual inferior à taxa média das operações pré-fixadas (40,2% a.a) – que supera a taxa de juros média do segmento de pessoas jurídicas devido ao menor patamar das taxas de juros pós-fixadas<sup>26</sup> e, em menor medida, flutuantes<sup>27</sup> (ver Gráfico 20). As condições das linhas de capital de giro também eram mais favoráveis que a média do segmento pré-fixado em termos de prazo (ver Gráfico 21) e de inadimplência – cujo baixo patamar decorre da exigência de garantias para a efetivação dos contratos (ver Gráfico 22).

<sup>26</sup> A taxa média pós-fixada refere-se às operações referenciadas em variação cambial (ACC e Repasses externos), formada pela média das taxas pactuadas no momento da concessão do crédito, acrescida da variação cambial anualizada apurada entre o dólar médio à vista e a cotação média do contrato futuro de dólar comercial na BM&F, referente ao prazo médio de cada modalidade.

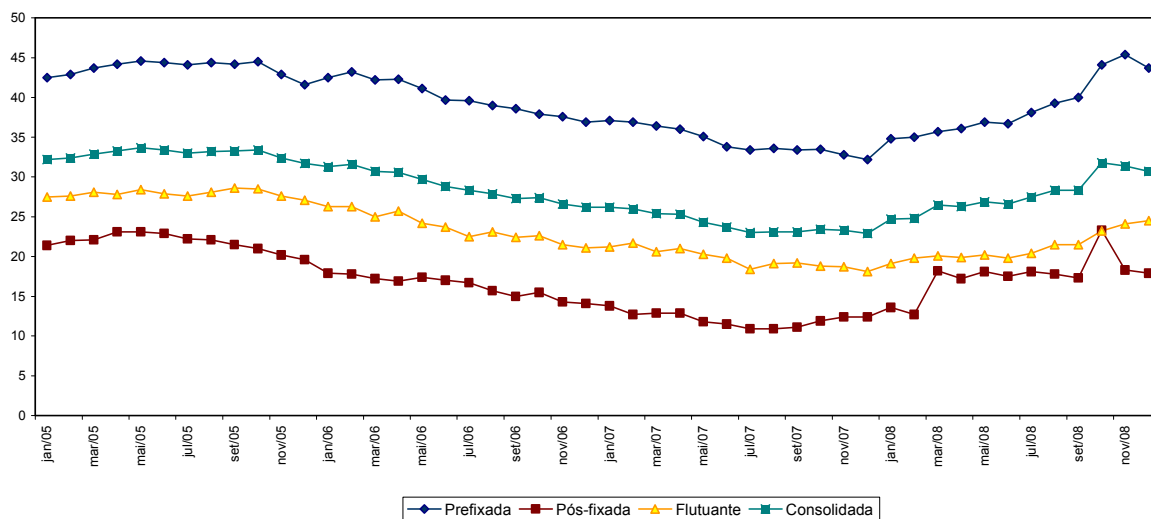
<sup>27</sup> As operações com taxas flutuantes são corrigidas com base em taxa diárias (por exemplo, taxas Selic e DI).

**Gráfico 19. Operações de crédito com recursos livres para pessoas jurídicas: taxas de juros pré-fixadas**



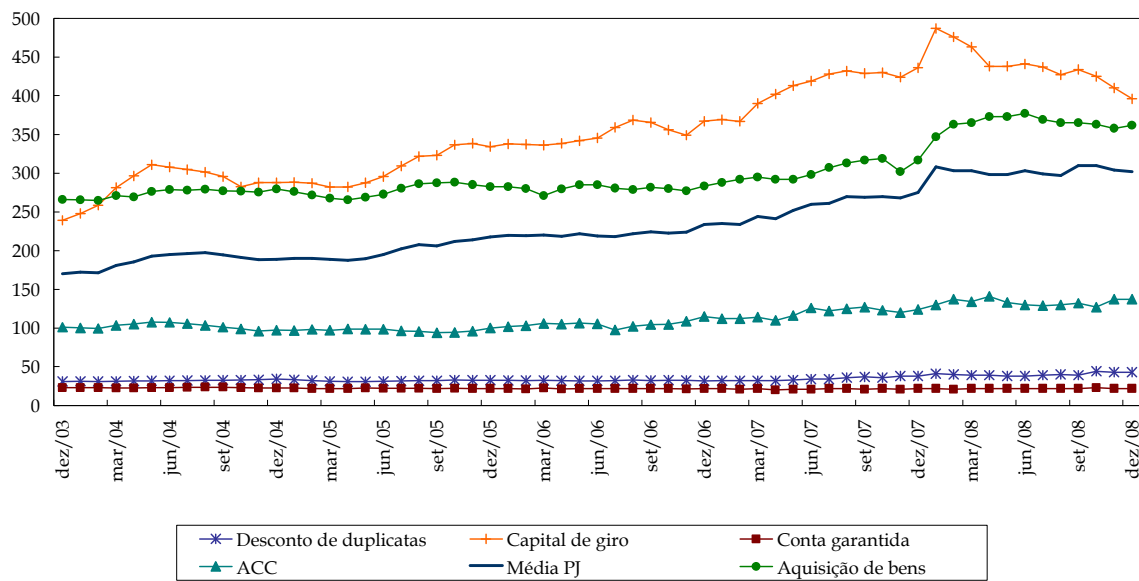
Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

**Gráfico 20. Operações de crédito com recursos livres para pessoas jurídicas: taxas de juros**



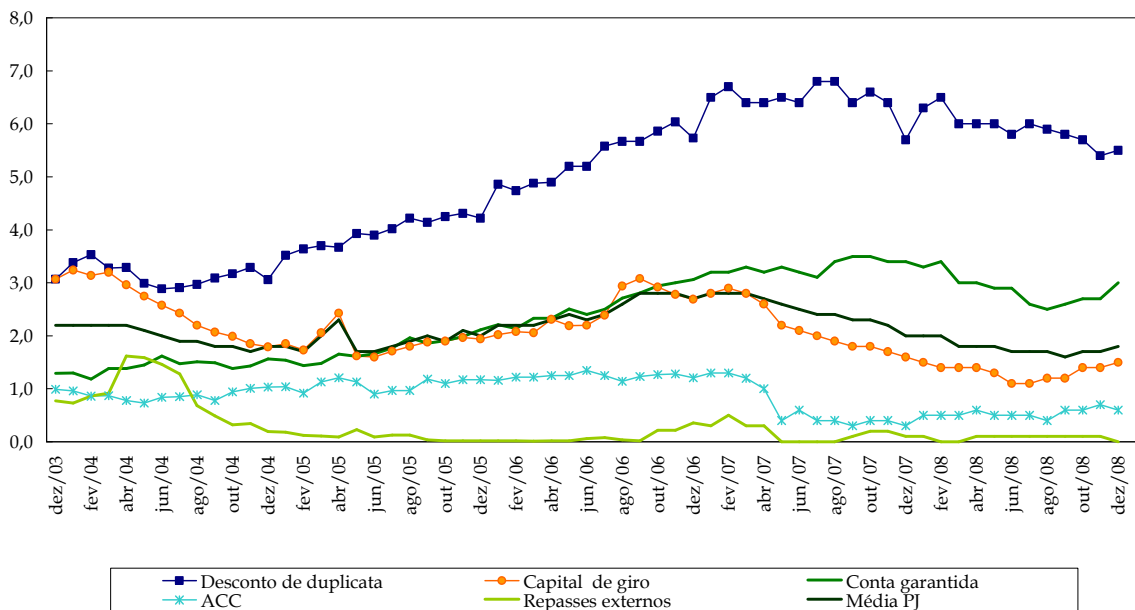
Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

**Gráfico 21. Operações de crédito com recursos livres para PJ: prazo em dias corridos**



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

**Gráfico 22. Operações de crédito com recursos livres para PJ: inadimplência (em % a.a.)**



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Enquanto a inadimplência manteve sua trajetória de queda até agosto de 2008, as condições de custo e prazo das operações de capital de giro se deterioraram, acompanhando a tendência geral do segmento de recursos livres para pessoas jurídicas: a taxa de juros pré-fixada elevou-se em 7,1 p.p entre dezembro de 2007 e agosto de 2008 e o prazo médio, após atingir o pico de 487 dias em janeiro,

diminuiu para 296 dias neste último mês (ver Gráficos 19; 20 e 21 ).

Assim, o ritmo de expansão surpreendente dessas operações de março a agosto de 2008 deve estar associado à proliferação de duas inovações financeiras, questão abordada na seção II.1: no âmbito da administração do passivo, o CDB com liquidez diária; do lado da gestão dos ativos, os empréstimos vinculados aos derivativos cambiais (cujo custo mais baixo também teve efeitos positivos sobre a demanda). Ou seja, é possível levantar a hipótese de que, como ocorre tipicamente na fase ascendente do ciclo de crédito, de acordo com Minsky (ver capítulo I), essas inovações funcionaram como fatores amortecedores das condições de custo e prazo crescentemente adversas, viabilizando a expansão do crédito corporativo num contexto de aceleração do dinamismo do mercado interno, mas, em contrapartida, agravamento da aversão aos riscos em âmbito internacional e aperto da política monetária doméstica (ver capítulo I).

A partir de outubro, contudo, quando se inicia a fase descendente do ciclo, a taxa de crescimento dos financiamentos com recursos livres desacelerou-se fortemente (ver Gráfico 8) e várias empresas, que tinham deslanchado decisões de produção e investimento e contavam com a manutenção das linhas dos bancos privados (principalmente, nas modalidades capital de giro e conta garantida) se depararam com a impossibilidade de renovar esse fundo e, assim, dar continuidade às suas operações. Assim, a desaceleração da taxa real de crescimento do crédito corporativo com recursos domésticos no segmento de recursos livres – de 41,8% em agosto para 32,1% em dezembro, uma queda de mais de 9 p.p – significou uma forte restrição do crédito para as empresas, que foi um determinante fundamental da forte desaceleração da atividade econômica no quarto trimestre de 2008 (ver Gráfico A9).

Aqui vale retormar uma questão já destacada na seção II.1, mas que diz respeito, sobretudo, ao crédito com recursos livres, qual seja, a contração do crédito pelos bancos brasileiros a partir de outubro foi facilitada (como nas situações anteriores de reversão cíclica) pela existência de uma alternativa de aplicação com liquidez e altamente rentável (os títulos públicos indexados à taxa Selic), que se tornaram ainda mais atraentes com a elevação da meta da taxa de juros básica em setembro. O prazo relativamente curto do crédito bancário no Brasil também favoreceu esse movimento de realocação de portfólio, característico da administração ativa dos balanços pelos bancos (Fundap, 2009).

Se considerarmos a evolução do total das operações de crédito corporativo, a desaceleração foi menos intensa em função do efeito da variação cambial sobre o estoque em reais das modalidades com recursos externos: de setembro a dezembro, este estoque cresceu 24,3%, percentual bastante inferior à depreciação acumulada da moeda nacional (43%); descontando essa depreciação, esse

estoque diminuiu 15% no período. Ou seja, o saldo do crédito a pessoas jurídicas com *funding* externo manteve-se em expansão devido, exclusivamente, ao “efeito-câmbio”, o qual também contaminou a taxa de crescimento do crédito total com recursos livres para pessoas jurídicas.

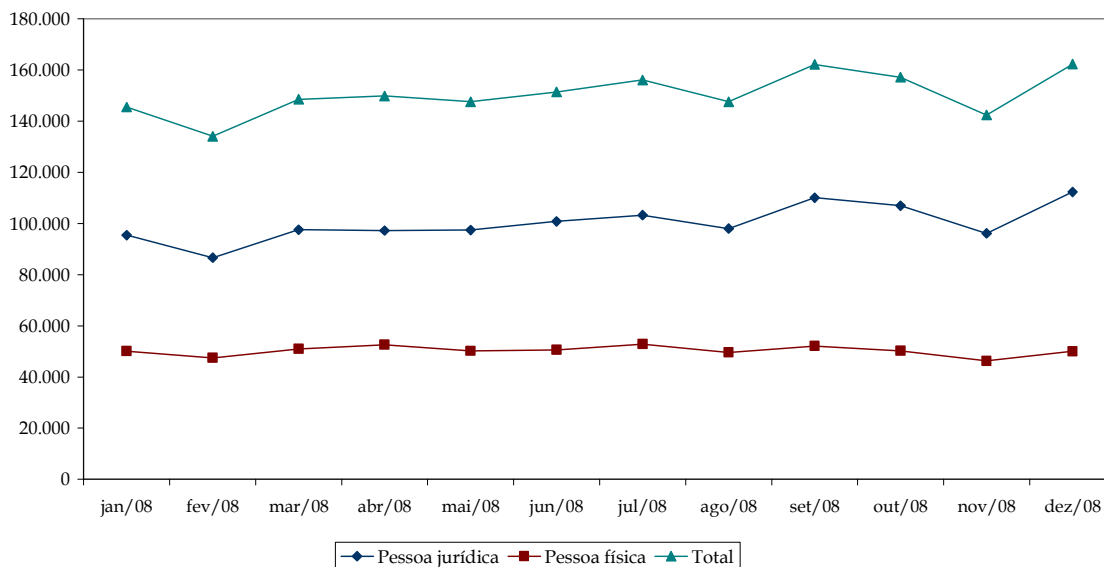
A estabilidade destas taxas reais de variação na passagem de setembro para outubro, por sua vez, pode ser explicada, principalmente, por dois fatores. Em primeiro lugar, os empréstimos de cerca de R\$ 8 bilhões contraídos junto a uma grande instituição bancária pública pela Petrobrás, diante da virtual paralisação das linhas externas. Em segundo lugar, os efeitos expansionistas sobre o estoque de crédito dos empréstimos vinculados a contratos de derivativos cambiais: por um lado, os bancos concederam novos recursos para que seus clientes honrassem seus compromissos na Cetip e na BM&F<sup>28</sup> (ou seja, parte dos prejuízos das empresas nesses contratos se transformaram em crédito bancário); por outro lado, a depreciação do real ampliou o custo e, assim, o valor desses empréstimos, concedidos, essencialmente, na modalidade capital de giro. Ademais, no caso da conta garantia, a inércia do dado de estoque tende a ser ainda maior, pois os bancos não conseguem cortá-la imediatamente já que são empréstimos rotativos (como já mencionado, um cheque especial rotativo), sendo limites concedidos, em geral, com seis meses de antecedência.

As séries relativas aos estoques de empréstimos, apesar de apresentarem uma maior inércia, são mais apropriadas para a análise da disponibilidade de crédito na economia do que os dados das concessões acumuladas no mês, que, da forma como são divulgadas pelo Banco Central brasileiro se referem ao fluxo bruto de empréstimos concedidos pelos bancos e, com isso, não incluem o pagamento do serviço de dívida (juros e amortizações). Contudo, na análise da fase descendente do ciclo, vale apresentar, igualmente, a evolução dessas concessões. Os dados mostram uma retração do crédito em novembro frente a outubro (de 9,4%), mais intensa no segmento de pessoa jurídica (10,1%), do que no de pessoas físicas (7,8%). Em dezembro, as concessões totais retornam ao patamar de setembro, em função da recuperação do segmento de pessoa jurídica, ancorada nas linhas baseadas em recursos internos (ver Gráfico 23).

---

<sup>28</sup> A esse respeito, ver Romero (2008).

Gráfico 23. Concessões acumuladas no mês - R\$ milhões



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Além de ter afetado a disponibilidade do crédito com recursos livres, o aprofundamento da crise também teve efeitos sobre seu custo, contaminando, sobretudo, as taxas de aplicação e, conseqüentemente, os *spreads* bancários, que reagem de forma procíclica, ou seja, tendem a ceder em contextos macroeconômicos favoráveis e a se elevar em situações de instabilidade macroeconômica e maior incerteza (ver Gráficos 18; 19 e 20). Ademais, as perdas das empresas com derivativos cambiais contribuíram para o aumento dos prêmios de risco. De forma geral, além de elevar as exigências de garantias para oferecer ou renovar as linhas de crédito, os bancos elevaram as taxas de juros ativas (Fundap, 2009). Os *spreads* bancários nas operações de crédito corporativo no segmento de recursos livres atingiram, no último trimestre de 2008, níveis recordes para pessoas jurídicas: 18,3% em novembro de 2008, a mais alta taxa da série histórica iniciada em junho de 2000. A elevação nas taxas de juros foi menor em função da queda na taxa de captação no último trimestre, induzida, provavelmente, pelas sucessivas medidas do governo voltadas para a redução dos compulsórios (ver Gráfico 20). Já as demais condições dos empréstimos com recursos livres para as empresas, os prazos médios se mantiveram praticamente estáveis no último trimestre, também como reflexo da maior aversão aos riscos dos bancos privados (ver Gráfico 21) e a inadimplência aumentou ligeiramente em algumas modalidades, mas se mantém em patamares baixos (ver Gráfico 22).

### II.3. Crédito direcionado

A seção II.1 já apresentou o panorama geral comparativo do segmento de crédito direcionado em relação ao de recursos livres no ciclo recente. O traço geral é a perda de importância relativa da



primeira modalidade, devido principalmente às suas taxas de crescimento, quase sempre menores do que as verificadas na segunda (ver especialmente os Gráficos 4 e 5). Também se sugeria que tal discrepância nos ritmos de expansão decorre, sobretudo, do caráter anticíclico do crédito dirigido no Brasil: por contemplar os setores rural, habitacional e os financiamentos de longo prazo para investimento do BNDES, ele não concorre com o crédito livre. Ou seja, sua concessão não aumenta tanto quanto o crédito com recursos livres nas etapas de expansão, mas em etapas de contração dos financiamentos – como a verificada a partir de setembro de 2008 – ele sustenta, pelo menos para os setores mais sensíveis, um volume mínimo de crédito. Tal fenômeno pôde ser observado nos últimos meses de 2008 no Brasil, em um movimento que está longe de compensar a perda de importância relativa deste segmento.

Além desta tendência geral de declínio, é importante lembrar que o sistema de crédito direcionado no Brasil tem sido objeto de um intenso debate entre economistas brasileiros, no qual não faltam posturas extremamente críticas à sua existência e aos supostos efeitos distorsivos que provoca nas relações financeiras do país, por conta principalmente das taxas de juros administradas.<sup>29</sup> Apesar destes fatores contrários, a institucionalidade do sistema permaneceu praticamente intacta e seus principais agentes – as instituições financeiras públicas, como o BNDES, o Banco do Brasil e a CEF – continuam desempenhando um papel relevante no sistema financeiro brasileiro. Tal papel, e sua evolução ao longo dos últimos anos, podem ser aqui detalhados em dois planos de análise.

Em primeiro lugar, sob um ponto de vista qualitativo: como resumido no Quadro 2, o crédito direcionado tem uma abrangência significativa, atendendo, mediante seus diversos instrumentos, vários setores da população e das empresas. Exigibilidades sobre os depósitos bancários e, principalmente, fundos de natureza para-fiscal e de desenvolvimento constituem as grandes fontes de *funding*. Que são canalizadas, por meio do sistema bancário como um todo e sob a administração de bancos e agências públicas, para setores, regiões e programas diversos. Os grandes destaques são o FGTS – fonte de recursos para programas de financiamento imobiliário, infraestrutura urbana e saneamento – e o FAT, principal origem dos recursos movimentados pelo sistema BNDES.

---

<sup>29</sup> Para um resumo deste debate, ver Cintra (2007, seção 1).

**Quadro 2. Segmentos de crédito direcionado**

<b>Tipo de <i>funding</i></b>	<b>Destinação</b>
<b>Depósitos bancários</b> 20% Depósitos à vista e 40% da poupança rural 65% dos depósitos da caderneta de poupança 2% dos depósitos à vista	Crédito rural Financiamento habitacional Microcrédito
<b>Fundos de natureza para-fiscal</b> Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) gerido pela Caixa Econômica Federal Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT)	Financiamento imobiliário e saneamento urbano O FAT é um fundo especial, de natureza contábil-financeira, vinculado ao Ministério do Trabalho e Emprego - MTE, destinado ao custeio do Programa do Seguro-Desemprego, do Abono Salarial e ao financiamento de Programas de Desenvolvimento Econômico.
<b>Fundos de desenvolvimento regional</b> Fundo Constitucional do Nordeste administrado pelo Banco do Nordeste do Brasil, Fundo Constitucional da Amazônia gerido pelo Banco da Amazônia e Fundo Constitucional do Centro-Oeste administrado pelo Banco do Brasil). <b>Fundo Nacional de Desenvolvimento (FND) -</b> Criado em 1986, integra o OGU e é administrado pelo BNDES. Concede, anualmente, empréstimos aos três agentes financeiros - Banco do Brasil, BNDES e Finep	Desenvolvimento das respectivas regiões  Recursos devem ser destinados às empresas de base tecnológica (Finep), PMEs (BB e BNDES) e empresas dos setores de insumos básicos e bens de consumo (BNDES). O orçamento executado do FND em 2005 mostra que a concessão de empréstimos foi de cerca de R\$ 493 milhões, sendo R\$ 120 milhões para a Finep.

Fonte: Banco Central do Brasil e BNDES

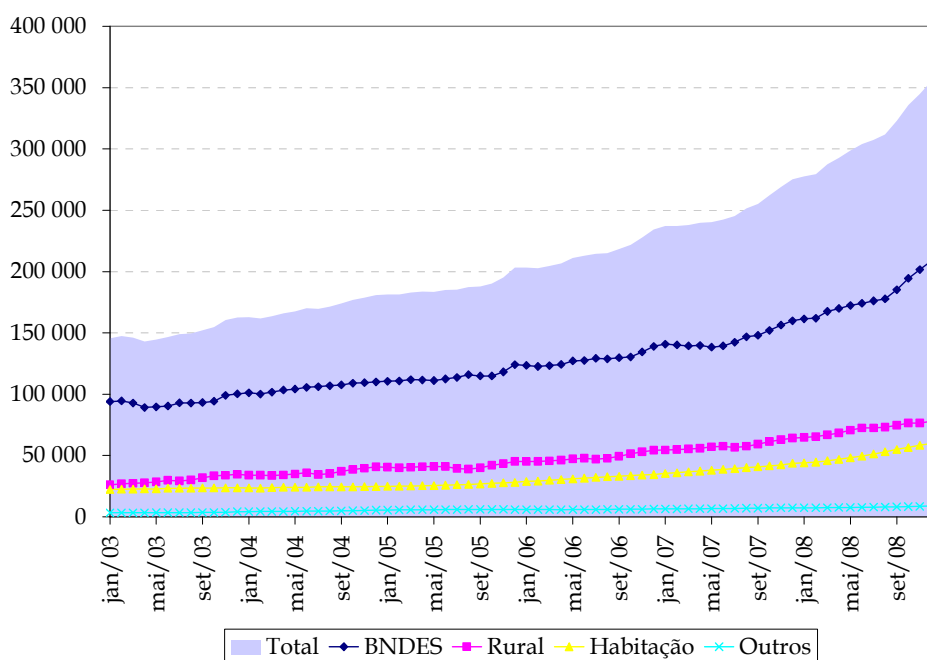
Em segundo lugar, o acompanhamento da evolução quantitativa deste segmento permite ressaltar várias outras faces do movimento recente e suas relações com o ciclo de crédito geral.

As estatísticas publicadas pelo Banco Central do Brasil dividem o crédito com recursos direcionados em quatro grandes modalidades, que misturam o agente envolvido e a destinação dos recursos: (i) BNDES; (ii) Rural; (iii) Habitacional e (iv) Outros (que referem-se, entre outros, aos financiamentos do Fundo Constitucional do Centro-Oeste e créditos dos bancos de desenvolvimento e agências de fomento). Seria possível dividir a primeira categoria em (i.i) BNDES direto, que se refere às operações de financiamento concedidas diretamente pelo banco; e (i.ii) BNDES repasses, que diz respeito às operações de financiamento com base em recursos desta instituição efetuadas por intermédio de intermediários financeiros, inclusive os repasses da Finame. Da mesma forma, no caso dos financiamentos ao setor rural, podem ser separados os recursos concedidos por (ii.i) bancos e agências de fomento daqueles ofertados por (ii.ii) cooperativas (em ambos os casos, estão excluídas operações de *leasing* e os financiamentos diretos e repasses do BNDES). Porém, a análise neste ponto

será feita com base nas categorias mais amplas.<sup>30</sup>

No Gráfico 24, observa-se os montantes totais e das quatro grandes modalidades, em valores nominais, entre janeiro de 2003 e dezembro de 2008. A predominância dos recursos movimentados pelo BNDES é patente (sua parcela no total, ligeiramente declinante no período, nunca foi inferior a 57%), enquanto que o crédito direcionado ao setor rural responde em média, ao longo dos oito anos retratados, por 22% do total, sempre acima dos 15,1% em média do segmento habitacional e dos 2,7% dos outros financiamentos. Uma certa monotonia nestas proporções - e na tendência de crescimento dos valores nominais ao longo do ciclo - esconde, na realidade, alterações importantes quando são analisadas as taxas reais de crescimento de cada modalidade, contra o mesmo período do ano anterior (Gráfico 25). Por este ângulo, o ciclo de crédito aparece muito menos definido para o segmento direcionado pelo menos até o final de 2005, em meio a comportamentos até então bastante oscilantes das taxas de expansão das diferentes modalidades.

**Gráfico 24. Saldo das operações de crédito direcionado por modalidade - R\$ mil**



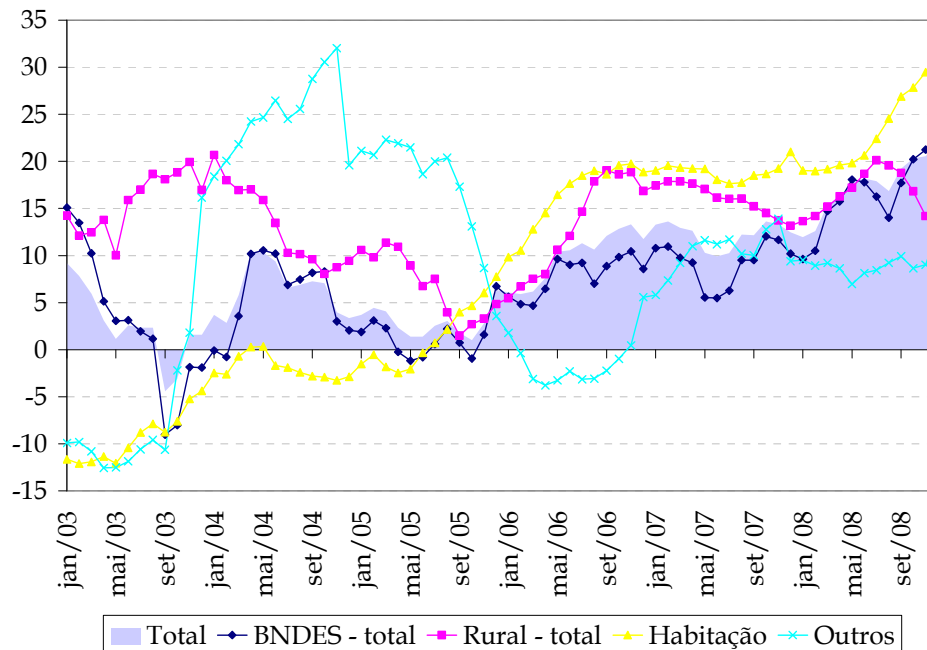
Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

À parte a trajetória errante da modalidade “outros financiamentos” vê-se uma combinação de taxas positivas e crescentes a partir do último trimestre de 2005 nas outras três modalidades. No caso do BNDES, mais pela manutenção de taxas positivas (em média 8,5% a.a. entre o fim de 2005 e o de 2007) e pela grande parcela dos valores totais do que pela aceleração em si. Já em relação ao financiamento rural, depois de forte expansão até meados de 2006, assiste-se a uma leve desaceleração

<sup>30</sup> Sobre os financiamentos do BNDES e suas modalidades, algum detalhamento é feito adiante. Já o crédito rural é objeto da seção III.6.

e posterior retomada – movimento também já visto (seção II.1) para os valores e taxas de crescimento desta modalidade de financiamento como um todo. Mas o maior destaque vai para o segmento habitacional, cujos valores até meados daquele ano vinham caindo em termos reais e passam para o terreno positivo de forma ascendente, se estabilizando um pouco abaixo dos 20% a.a. até meados de 2008 – quando uma nova fase parece se iniciar.

**Gráfico 25. Crédito direcionado por modalidade: variação real frente ao mesmo mês do ano anterior, em %.**



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Naquele momento, a aceleração das concessões de crédito direcionado, intensificada após o aprofundamento dos efeitos da crise financeira internacional e já comentada anteriormente, ganha aqui contornos mais detalhados: é principalmente puxado pelos financiamentos à habitação (cuja taxa de expansão real se aproxima dos 30% a.a. no último trimestre) e pela aceleração dos empréstimos do BNDES (cujo crescimento real havia caído em agosto para 14% a.a. e volta a superar os 20% a.a. nos meses seguintes) que o crédito direcionado responde positivamente ao choque negativo de expectativas que derrubou as taxas de crescimento do segmento de recursos livres.

Em outras palavras, parece ter sido nestas duas modalidades que o caráter anticíclico do crédito direcionado no Brasil se manifestou mais explicitamente na fase descendente do ciclo. Esse caráter, na realidade, tem duas dimensões complementares, correspondentes aos dois principais tipos de instrumentos do segmento do crédito dirigido, vistos acima no Quadro 2.

De um lado, as exigibilidades sobre os depósitos – que se traduzem em recursos obrigatoriamente destinados ao crédito rural, habitacional e microcrédito – produzem uma certa “inércia” em parte deste segmento. Em relação a essa parcela dos passivos, os bancos (privados e

públicos atuando enquanto bancos comerciais) exercem de maneira muito menos intensa a sua preferência pela liquidez. Como resultado, esses setores tanto não fazem parte das estratégias mais agressivas de expansão dos empréstimos na fase de auge do ciclo financeiro, como não sofrem uma contração tão drástica em resposta à reversão das expectativas e à elevação generalizada da preferência pela liquidez. Portanto, a resistência do crédito dirigido em acompanhar de perto as oscilações do crédito livre não responde apenas à política anticíclica, mas também a uma certa histerese, atenuante das oscilações que, introduzida pelas exigibilidades, lhe confere um caráter de estabilizador automático.

De outro lado, a política anticíclica propriamente dita, exercida por meio dos grandes bancos públicos: BNDES voltado ao crédito de longo prazo, Caixa Econômica Federal focada na habitação e, em menor medida, Banco do Brasil respondendo por grande parte do crédito rural.

Não cabe, neste capítulo, detalhar os contornos da atuação de cada uma destas instituições, inclusive porque o enfoque do trabalho são os setores de atividade e não as instituições operantes. Sabe-se, porém, que dada a relevância que assumem, respectivamente, para o financiamento rural e habitacional, os números do Banco do Brasil e da CEF terão que ser examinados com cuidado nas próximas etapas da investigação setorial. Por ter uma atuação bem mais transversal no crédito corporativo no Brasil (e por responder por mais da metade do crédito dirigido), as grandes linhas da atuação do BNDES podem ser aqui adiantadas, deixando os detalhes para o capítulo seguinte. Além de sua importância enquanto um dos maiores bancos de desenvolvimento do mundo, com orçamento várias vezes superior, por exemplo, ao do Banco Mundial, o BNDES assume uma importância singular dentro da estrutura de financiamento brasileira: ele não é apenas a (quase) exclusiva fonte de recursos de longo prazo para o investimento; seus financiamentos – sempre de longo prazo – constituem uma espécie de *funding* direto. Ou seja, empresas que tomam recursos diretamente no Banco “encurtam” o circuito *finance-funding* (ver capítulo I), assumindo dívidas longas sem necessariamente terem tomado recursos de curto prazo para iniciar as inversões.

De um ponto de vista qualitativo, os financiamentos do BNDES são concedidos mediante três tipos de operações. Em primeiro lugar, as operações diretas, realizadas diretamente com o Banco ou através de mandatário, sendo nesse caso necessária a apresentação de Carta-consulta. Em segundo lugar, as operações indiretas, que são efetuadas por instituições financeiras credenciadas, que se encarregam da análise de viabilidade dos projetos, mas as operações aprovadas ficam sujeitas à homologação do BNDES no que tange às condições acordadas; essas operações, por sua vez, envolvem três modalidades: automático, não-automático (necessária a apresentação de Carta-

consulta). Em terceiro lugar, as operações mistas, que combinam as formas de apoio direto e indireto não-automático.

Essas operações ancoram-se num conjunto de linhas de apoio financeiro, cujas características (finalidade e custo financeiro) estão sintetizadas no Quadro 3. A Finame, subsidiária responsável pela concessão de financiamento para a aquisição de máquinas e equipamentos fabricados no país e, em alguns casos, para a importação de bens de capital, é responsável pelas linhas de financiamento Finame e BNDES-automático, intermediadas por instituições financeiras credenciadas. O *Programa Financiamento a Empreendimentos* (FINEM) é administrado pelo próprio BNDES, que efetua diretamente o repasse dos recursos.

**Quadro 3. Linhas de apoio financeiro do BNDES**

<b>Produto</b>	<b>Características</b>
Apoio à Exportação	<p>Financiamentos à exportação de bens e serviços através de instituições financeiras credenciadas, nas seguintes modalidades:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Pré-embarque: financia a produção nacional de bens a serem exportados em embarques específicos;</li> <li>• Pré-embarque Ágil: financia a produção nacional de bens a serem exportados, associada a um Compromisso de Exportação, para um período de 6 a 12 meses;</li> <li>• Pré-embarque Especial: financia a produção nacional de bens a serem exportados, s/ vinculação com embarques específicos, mas com período pré-determinado para a sua efetivação;</li> <li>• Pré-embarque Empresa Âncora: financia a comercialização de bens produzidos no Brasil, por micro, pequenas e médias empresas através de empresa exportadora (empresa âncora);</li> <li>• Pré-embarque Automóveis: financia, na fase pré-embarque, a produção destinada à exportação de automóveis de passeio;</li> <li>• Pós-embarque: financia a comercialização de bens e serviços nacionais no exterior, através de refinanciamento ao exportador, ou através da modalidade <i>buyer's credit</i>.</li> </ul> <p>Os instrumentos de garantia utilizados são os mesmos oferecidos pelas agências de crédito à exportação. Ainda para facilitar o acesso ao crédito à exportação, encontram-se disponíveis: Fundo de Garantia para a Promoção da Competitividade - FGPC (Fundo do Aval), destinado a facilitar o acesso ao crédito para micros, pequenas e médias empresas (veja: porte de empresa); Seguro de Crédito à Exportação, que possibilita a cobertura dos riscos comercial e político dos bens e serviços exportados. No Brasil, este instrumento é operado pela - Seguradora Brasileira de Créditos à Exportação - SBCE.</p>
BNDES Automático	<p>Financiamento, por intermédio de instituições financeiras credenciadas, para a realização de projetos de investimentos cujo valor do financiamento seja de até R\$ 10 milhões, no período de 12 meses, respeitado esse limite também por beneficiária. Serão apoiados projetos que visem a implantação, ampliação, recuperação e modernização de empresas, incluindo obras civis, montagens e instalações; aquisição de equipamentos novos, de fabricação nacional, credenciados pelo BNDES; capital de giro associado ao projeto; entre outros itens.</p>
Cartão BNDES	<p>Crédito rotativo, pré-aprovado, de até R\$ 250 mil, para aquisição de produtos credenciados no BNDES para Micro, pequena e média empresa. Limite de Crédito: definido pelo banco emissor do Cartão BNDES, até R\$ 250 mil, por cliente e por emissor.</p>
Credenciamento Equipamentos	<p>O BNDES financia a comercialização das máquinas e dos equipamentos credenciados. O credenciamento de um produto no BNDES faculta o requerimento, por seu comprador</p>

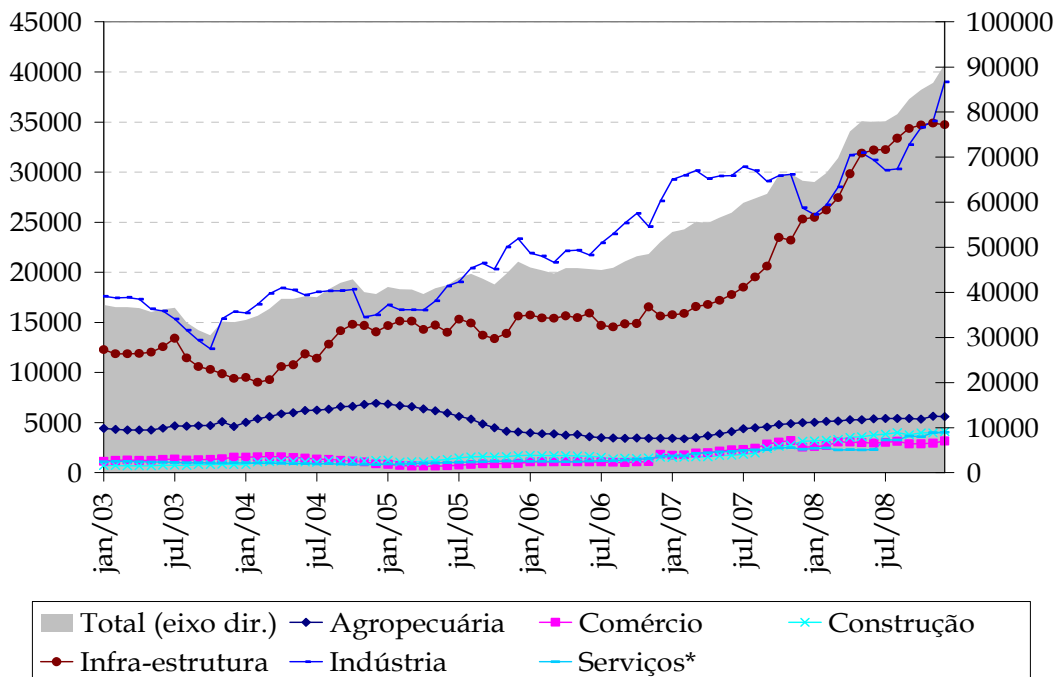
	ou por seu fabricante, do apoio à comercialização e/ou produção do referido bem
Empréstimo Ponte	Financiamento a um projeto, com o objetivo de agilizar a realização de investimentos por meio da concessão de recursos no período de estruturação da operação de longo prazo. Concedido em casos específicos, a critério da análise do BNDES, mediante apoio direto ou indireto não-automático, associado à operação de longo prazo a ser realizada por meio de apoio direto ou misto, neste último caso, relativamente à parcela direta.
FINAME Máquinas e Equipamentos	Financiamentos, através de instituições financeiras credenciadas, para a produção e a comercialização de máquinas e equipamentos novos, de fabricação nacional, credenciados no BNDES
FINAME Agrícola	Financiamentos, através de instituições financeiras credenciadas, para aquisição de máquinas e equipamentos novos, de fabricação nacional, credenciados pelo BNDES e destinados ao setor agropecuário.
FINAME Leasing	Financiamentos a sociedades arrendadoras, sem limite de valor, para a aquisição de máquinas e equipamentos novos, de fabricação nacional, credenciados pelo BNDES, para operações de arrendamento mercantil. O financiamento é concedido à empresa arrendadora para aquisição dos bens, os quais, serão simultaneamente arrendados à empresa usuária, a arrendatária.
Financiamento a Empreendimentos - FINEM	Financiamentos de valor superior a R\$ 10 milhões (*) para a realização de projetos de investimentos, visando a implantação, expansão da capacidade produtiva e modernização de empresas, incluída a aquisição de máquinas e equipamentos novos, de fabricação nacional, credenciados pelo BNDES, bem como a importação de maquinários novos, sem similar nacional e capital de giro associado, operados diretamente com o BNDES ou através das instituições financeiras credenciadas.
Limite de Crédito	Abertura de crédito rotativo para sociedades empresárias, clientes do BNDES, adimplentes por prazo igual ou superior a 5 (cinco) anos, com o objetivo de acelerar a realização de investimentos no País mediante simplificação dos procedimentos de apoio financeiro do BNDES a empresas ou grupos econômicos que representem baixo risco de crédito
<i>Project Finance</i>	Colaboração financeira (nas formas direta, indireta ou mista), estruturada sob a forma de <i>project finance</i> , realizada em operação de crédito que possua, cumulativamente, as seguintes características: a beneficiária seja uma Sociedade de Ações com o propósito específico de implementar o projeto financiado e constituída para segregar os fluxos de caixa, patrimônio e riscos do projeto; os fluxos de caixa esperados do projeto sejam suficientes para saldar os financiamentos; e as receitas futuras do projeto sejam vinculadas, ou cedidas, em favor dos financiadores.
Subscrição de Valores Mobiliários	BNDES pode participar, como subscritor de valores mobiliários, em empresas de capital aberto, em emissão pública ou privada ou em empresas que, no curto ou médio prazo, possam ingressar no mercado de capitais, em emissão privada. São considerados valores mobiliários: ações; debêntures simples; debêntures conversíveis ou permutáveis por ações; bônus de subscrição; opções e demais produtos derivativos; e cotas de fundos de investimento de direitos creditórios - FIDC

Fonte: [www.bndes.gov.br](http://www.bndes.gov.br). Elaboração própria.

No que se refere à análise quantitativa, uma primeira visão panorâmica da atuação setorial do Banco ao longo do período aqui examinado (Gráfico 26) adianta algumas tendências que serão detalhadas no capítulo III. Sempre lembrando que aqui os dados são de desembolso (enquanto as informações relativas ao BNDES no Gráfico 24 regerem-se a estoques), o montante geral mostra a aceleração da atuação do Banco a partir de 2006, movimento intensificado nos anos seguintes e que permanecia na mesma direção até o fim de 2008.

Em termos setoriais, o destaque vai para o crédito à indústria de transformação e à infraestrutura (tal como entendida aqui). O primeiro, na maior parte do tempo o setor mais contemplado com recursos do banco, conduz o primeiro movimento de ampliação dos desembolsos em 2006. Porém, entre o final de 2006 e a metade de 2008, seus montantes passam a oscilar sem uma direção de ampliação, para voltarem a crescer na segunda metade deste último ano. A infraestrutura ganha espaço, principalmente desde o início de 2007, chegando a superar os montantes destinados a indústria em 12 meses em alguns momentos de 2008. Nas outras modalidades, à parte a perda de importância dos financiamentos à agropecuária, assiste-se a uma elevação conjunta dos desembolsos para comércio, serviços e construção – sem que cheguem a atingir uma parcela significativa dos montantes totais destinados pelo Banco ao setor corporativo.

**Gráfico 26. BNDES: crédito corporativo, por setor de atividade: desembolso acumulado em 12 meses, em R\$ mil**



Fonte: BNDES. Elaboração própria.

\* Serviços exclui os serviços de Infraestrutura e Adm. Pública.

Mapeado esse movimento geral e seus determinantes, o detalhamento da evolução do crédito nos seis setores corporativos contemplados na pesquisa é realizado nos relatórios setoriais.



## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ADACHI, Vanessa. Mais de 300 clientes de "middle market" do Itaú têm derivativos. *Valor Econômico*. 30 de outubro de 2008.
- BALTHAZAR, Ricardo. Perda de empresas pode ir a US\$ 30 bi. *Valor Econômico*, 14 de outubro de 2008.
- BIANCARELI, A. M. Integração, ciclos e finanças domésticas: o Brasil na globalização financeira. Campinas: IE-Unicamp, (tese de doutoramento), 2007.
- BIS. *Statistical commentary on provisional location and consolidated international banking statistics ate end-september 2008*. Basel: Bank of International Settlement, January, 2009.
- BRANDIMARTE, Vera; BALARIN, Raquel; Bautzer, TATIANA. Perdas de empresas com derivativos geram temor sobre saúde de bancos, *Valor Econômico*, 13 de outubro de 2008.
- CARVALHO, Maria Christina; TRAVAGLINI, Fernando. Instituições demonstram menor interesse pelo crédito consignado. *Valor Econômico*, 19 de agosto de 2008.
- CINTRA, M. A. M. *A reestruturação patrimonial do sistema bancário brasileiro e os ciclos de crédito entre 1995 e 2005*. In: CARNEIRO, R. (org.) *A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula*. São Paulo: Editora Unesp, p. 321-346, 2006.
- \_\_\_\_\_. Caracterização dos fundos, delimitação conceitual, experiências internacionais e enfoques teóricos. Relatório 1 do Subprojeto IX Crédito direcionado e desenvolvimento econômico no Brasil: o papel dos fundos públicos. Pesquisa BNDES, CECOM - Instituto de Economia/Unicamp, 2007a.
- \_\_\_\_\_. Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS). Relatório 2 do Subprojeto IX Crédito direcionado e desenvolvimento econômico no Brasil: o papel dos fundos públicos. Pesquisa BNDES, CECOM - Instituto de Economia/Unicamp, 2007b.
- FUNDAP - Fundação do Desenvolvimento Administrativo. *O mercado de crédito bancário em 2008*. São Paulo: Fundap, Grupo de Conjuntura, 2009. Disponível em <http://www.fundap.sp.gov.br/debatesfundap>
- \_\_\_\_\_. Transformações institucionais do sistema bancário brasileiro. Relatório 1 do Subprojeto VIII Crédito Bancário no Brasil: evolução e transformações institucionais. Pesquisa BNDES, CECOM - Instituto de Economia/Unicamp, mar. 2007a
- LUCCHESI, Cristiane; BALARIN, Raquel; VALENTI, Graziella. Alavancagem de empresas puxa dólar a R\$ 2,311, *Valor Econômico*, 8 de outubro de 2008.
- PRATES, D. M.; CUNHA, André Moreira. O Efeito-Contágio da Crise Financeira Global nos Países Emergentes. XIV Encontro Nacional de Economia Política, realizado na PUC-SP, São Paulo, de 9 a 12 de junho de 2009.
- PRATES, D.; FARHI, M. A crise financeira internacional, o grau de investimento e a taxa de câmbio do real. *IE/Unicamp*, novembro de 2008.
- PRATES, D.M.; FREITAS, M.C.P; FARHI, M. Internacionalização bancária e derivativos financeiros no Brasil. In FERREIRA, C.; SCHERER A. F. (Orgs.). *O Brasil frente à ditadura do capital financeiro: Reflexões e Alternativas*. Editora UNIVATES, Lajeado, 2005. p.149-172 .

ROMERO, Cristiano. Câmbio e crédito: os desafios do BC, *Valor Econômico*, 5 de novembro de 2008, p. A2.

TRAVAGLINI, Fernando. Dispara o crédito para empresas, *Valor Econômico*, 7 de julho de 2008a.

## ANEXO METODOLÓGICO

Como indicado no Marco Inicial do Projeto, esse primeiro relatório do subprojeto Mercado de Crédito Bancário Corporativo utiliza como base de dados principal as Séries Temporais Operações de Crédito do Banco Central do Brasil (BCB), disponibilizadas no site <http://www4.bcb.gov.br/?SERIESTEMP>. Nessas séries são consolidadas as informações sobre as operações de crédito prestadas pelas instituições financeiras ao Departamento de Monitoramento do Sistema Financeiro e Gestão de Informações (Desig) do BCB em cumprimento a Circular do Banco Central do Brasil nº 2957 de 30.12.1999.

As séries temporais sobre as operações de crédito do sistema financeiro nacional da base de dados do Banco Central fornecem informações sobre:

- (i) volume de crédito total por origem de recursos (recursos livres e direcionados);
- (ii) volume de crédito com recursos livres por destino (pessoa jurídica e pessoa física);
- (iii) volume de crédito com recursos livres para pessoa jurídica por modalidade de recursos (capital de giro, conta garantia etc.);
- (iv) volume de crédito com recursos direcionados por destino (BNDES, rural, habitação e outros);
- (v) volume de crédito total por setor de atividade (indústria, comércio, serviços, rural etc.);
- (vi) volume de crédito da perspectiva da natureza jurídica das instituições bancárias (instituições públicas, privadas, nacionais e privadas estrangeiras);
- (vii) taxas de juros e *spreads* bancários das operações com pessoas jurídicas;
- (viii) prazos médios das operações com pessoas jurídicas;
- (ix) taxa de inadimplência por categoria de devedor.

Apesar de fornecer informações fundamentais para o desenvolvimento da pesquisa, como já assinalado no Marco Inicial do Projeto e na Introdução do presente relatório a base de dados do BCB apresenta limitações associadas ao cruzamento insuficiente das diversas séries disponíveis sobre o volume de crédito (origem de recursos, destinos, setores de atividade, natureza do tomador e modalidades de recursos etc.). Para contornar essas insuficiências, foram utilizadas, nesta etapa da pesquisa, algumas fontes de informações quantitativas adicionais:

- Estatísticas Operacionais do Sistema (BNDES), disponíveis em <http://www.bndes.gov.br/estatiticas> ;
- Anuário Estatístico do Crédito Rural, disponível em <http://www.bcb.gov.br/?RELRURAL>;
- Demonstrações contábeis do FGTS, disponíveis em <http://www.fgts.gov.br/index.asp> ,
- Relatórios Anuais do Banco do Brasil, disponíveis em <http://www.bb.com.br>

Como o presente relatório tem como objetivo principal apresentar um panorama da evolução recente do mercado de crédito bancário corporativo no período de 2003 a 2008, que, como destacado no Marco Inicial do Projeto, corresponde ao ciclo recente de crédito na economia brasileira. Com esse propósito, as informações coletadas na base de dados do BCB e nas fontes adicionais utilizadas nesse relatório cobrem o período de janeiro de 2003 a dezembro de 2008.

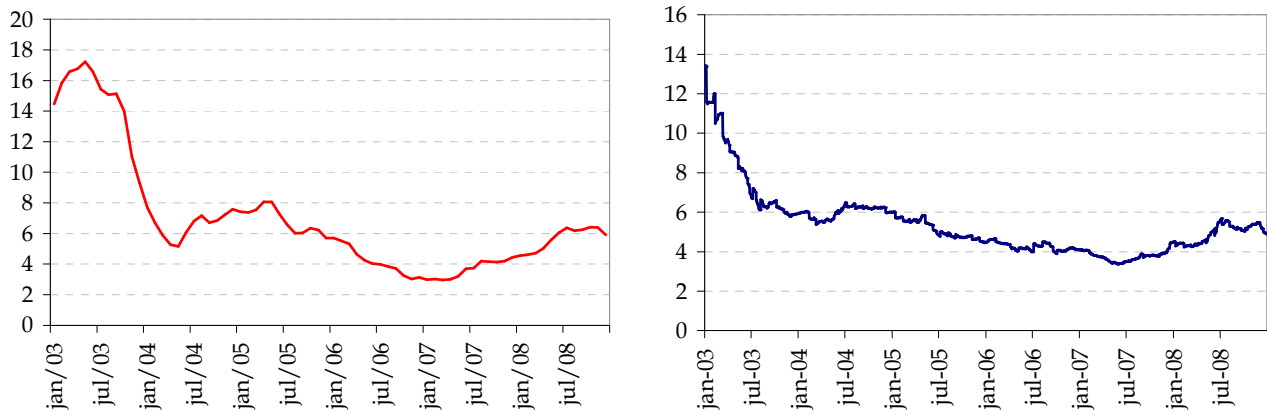
Para o cálculo das variações reais dos estoques e fluxos de crédito optou-se pela utilização do Índice de Preços ao Consumidor Ampliado (IPCA), apurado pelo IBGE. Tal escolha se justifica pelo fato de ser esse o índice oficial de inflação, utilizando como referência pelo BCB na condução da política monetária.

Outra opção metodológica efetuada na elaboração do presente relatório refere-se à apresentação nos capítulos exclusivamente de gráficos, tabelas e quadros relativos ao crédito bancário no período indicado. Como o foco do relatório é a evolução do mercado de crédito, todos os indicadores macroeconômicos e de desempenho setorial utilizados na construção do panorama do atual ciclo de crédito são apresentados em anexo.

Também em anexo são apresentados todos os dados que serviram de base para a elaboração dos gráficos dos capítulos II e III, como previsto no contrato firmado pela Fecamp/IE-Unicamp/UFRJ com o BNDES.

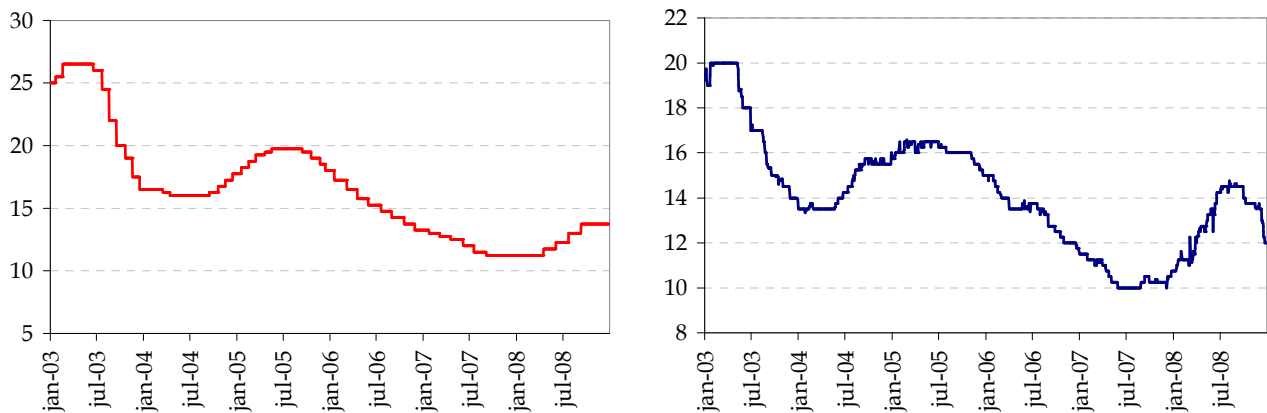
## ANEXO

**Gráfico A1. Inflação (IPCA): acumulado em 12 meses (esquerda) e expectativas para os 12 meses seguintes (direita), em %**



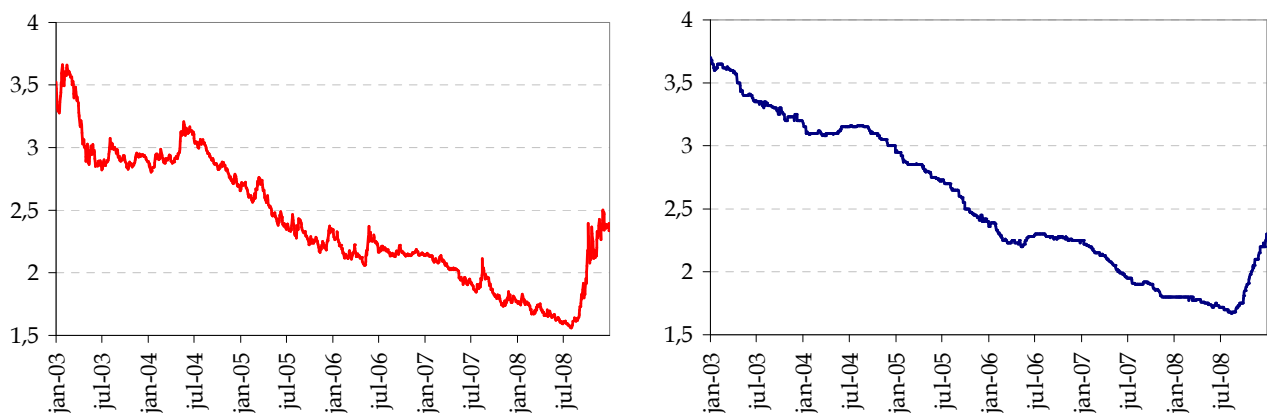
Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

**Gráfico A2. Taxa de juros (Selic): Meta (esquerda) e expectativas para 12 meses (direita), em % a.a.**



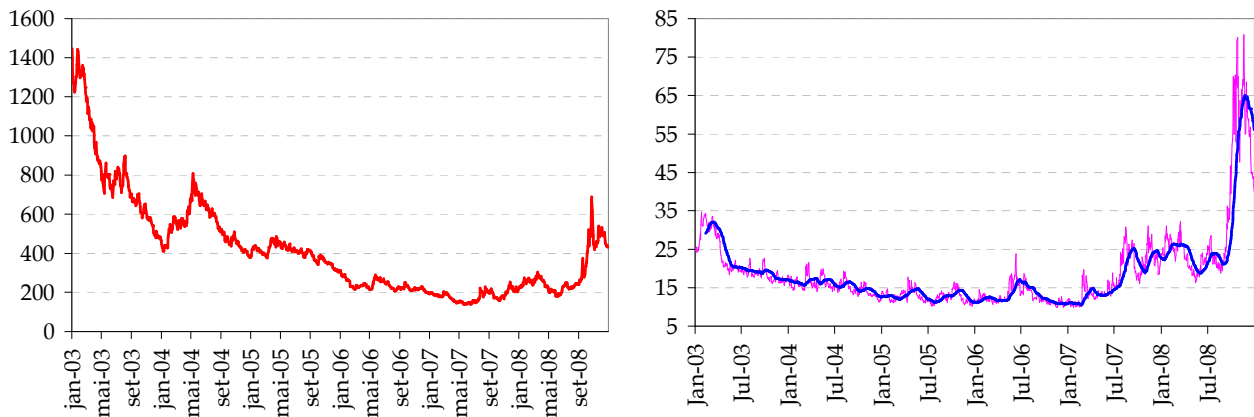
Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

**Gráfico A3. Taxa de câmbio nominal R\$/US\$: cotações (esquerda) e expectativas para 12 meses (direita)**



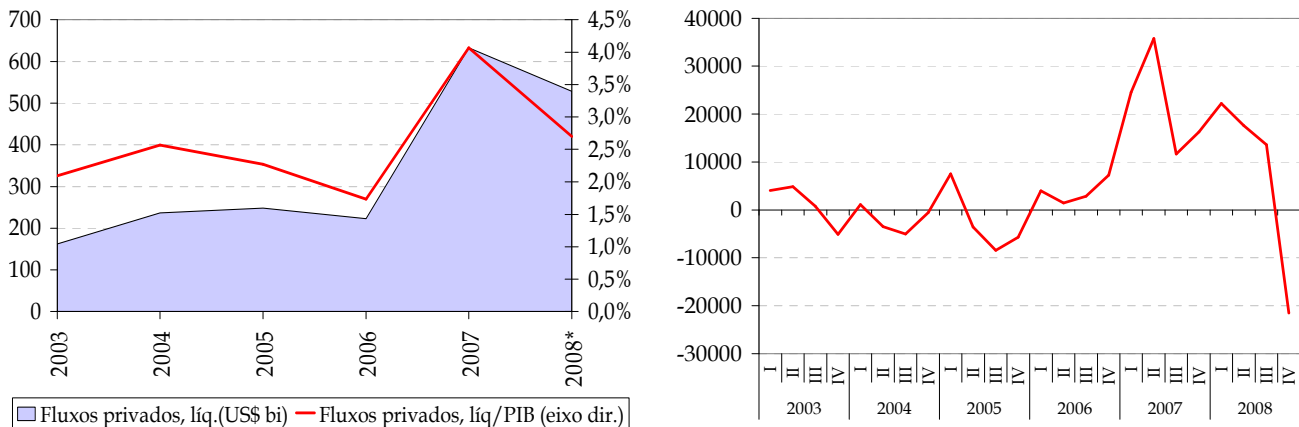
Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

**Gráfico A4. Ambiente financeiro internacional: Risco-Brasil (EMBI+) em pontos-base (esquerda) e aversão ao risco (VIX) em pontos (direita)**



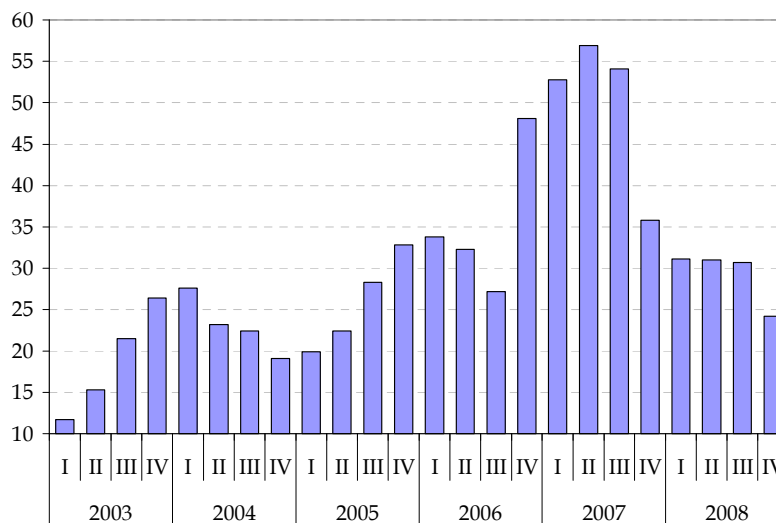
Fonte: JP Morgan; Chicago Board of Exchange. Elaboração própria.

**Gráfico A5. Financiamento externo: Fluxos de capital para países em desenvolvimento (esquerda) e Conta Financeira do Balanço de Pagamentos, Brasil, em US\$ milhões (direita)**



Fonte: IMF, World Economic Outlook Database Outubro 2008; Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

**Gráfico A6. Captações externas do Brasil: operações de dívida de empresas e governo, em US\$ bilhões acumulados em quatro trimestres**

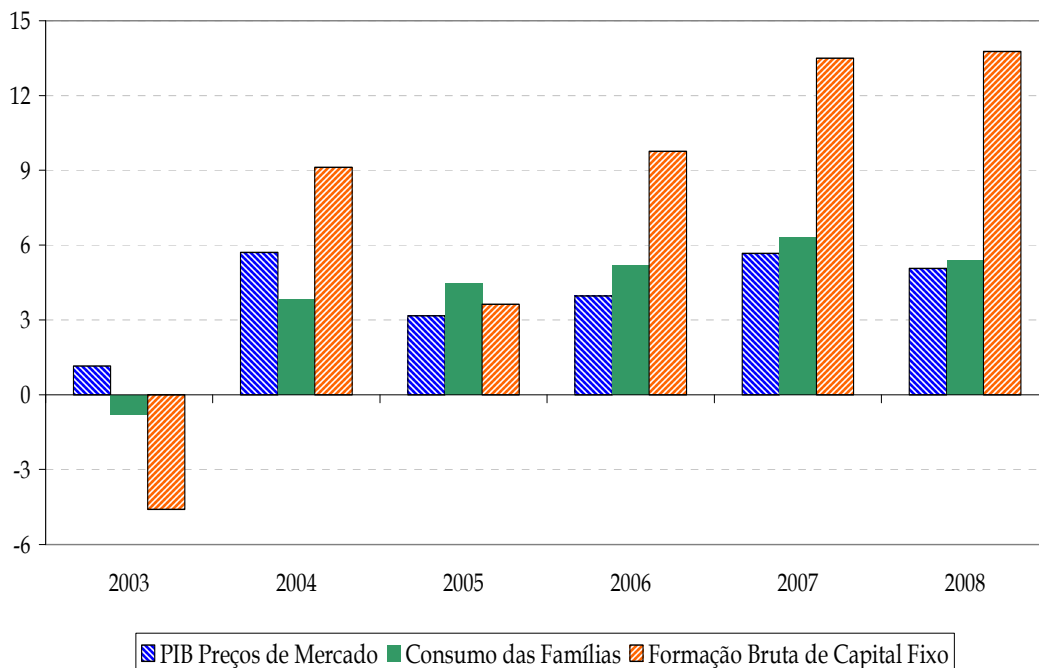


Fonte: Valor Econômico. Elaboração própria.

Obs: os dados do quarto trimestre de 2006 ao terceiro de 2007 sofrem a influência de uma captação extraordinária

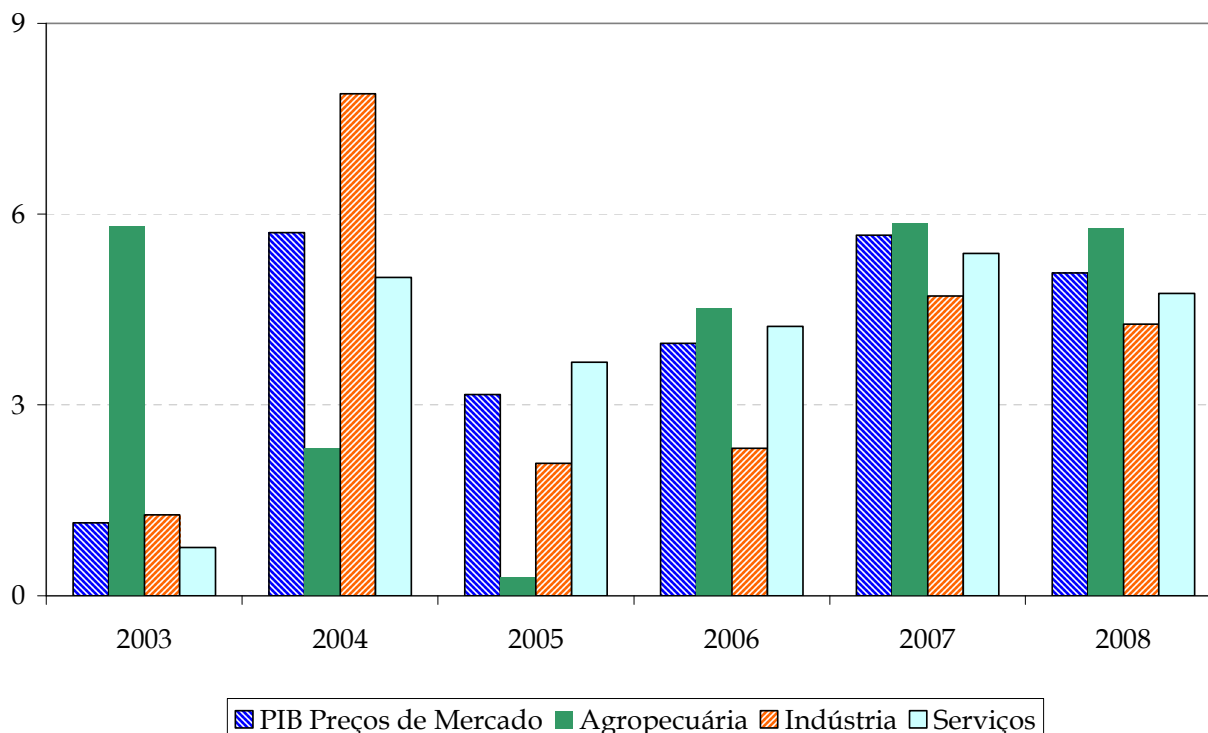
de US\$ 18 bilhões, no último quarto de 2006, correspondente ao empréstimo-ponte tomado pela Vale para a aquisição da mineradora canadense Inco.

**Gráfico A7. Crescimento anual do PIB e principais componentes (ótica da demanda), em %**



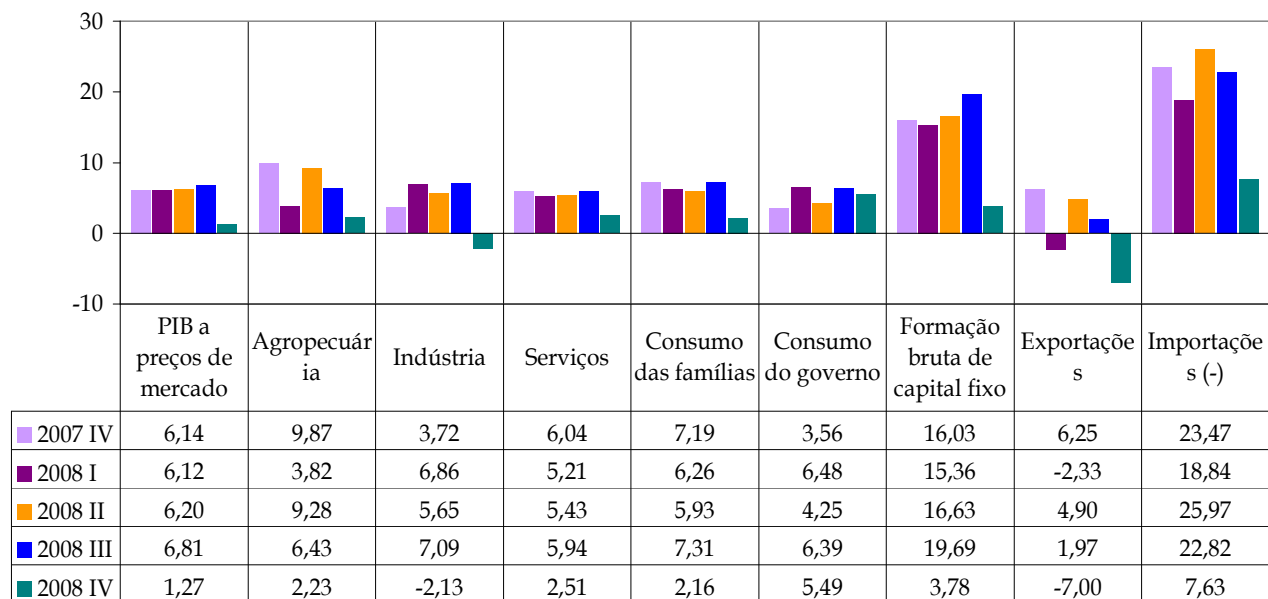
Fonte: Contas Nacionais - IBGE. Elaboração própria.

**Gráfico A8. Crescimento anual do PIB e principais componentes (ótica da oferta), em %**



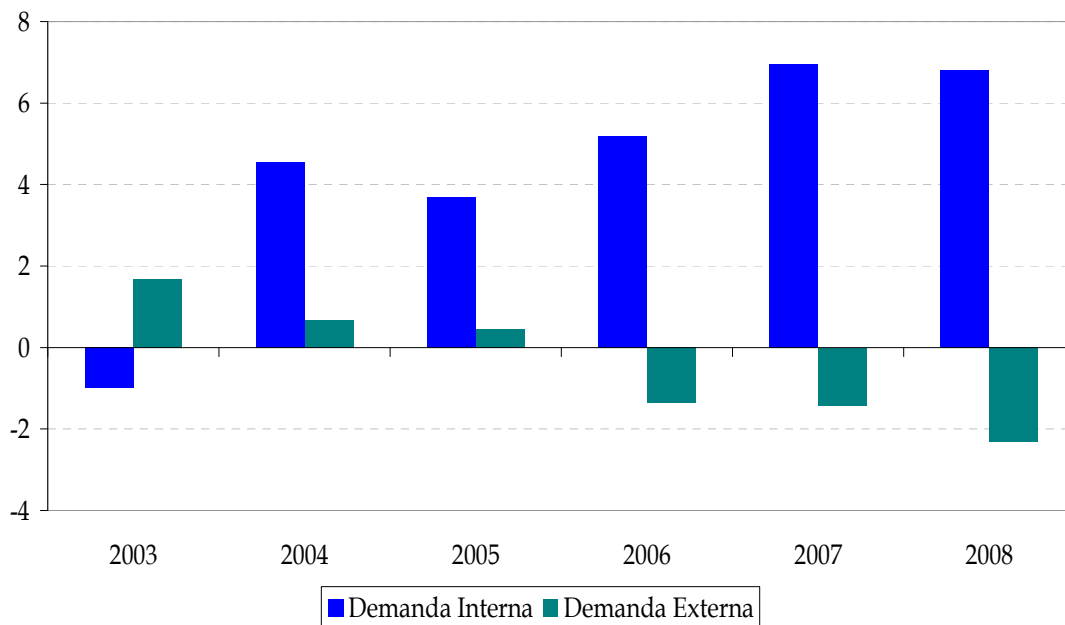
Fonte: Contas Nacionais - IBGE. Elaboração própria.

**Gráfico A9. Componentes do PIB, variação contra o mesmo trimestre do ano anterior, em %**



Fonte: Contas Nacionais - IBGE. Elaboração própria.

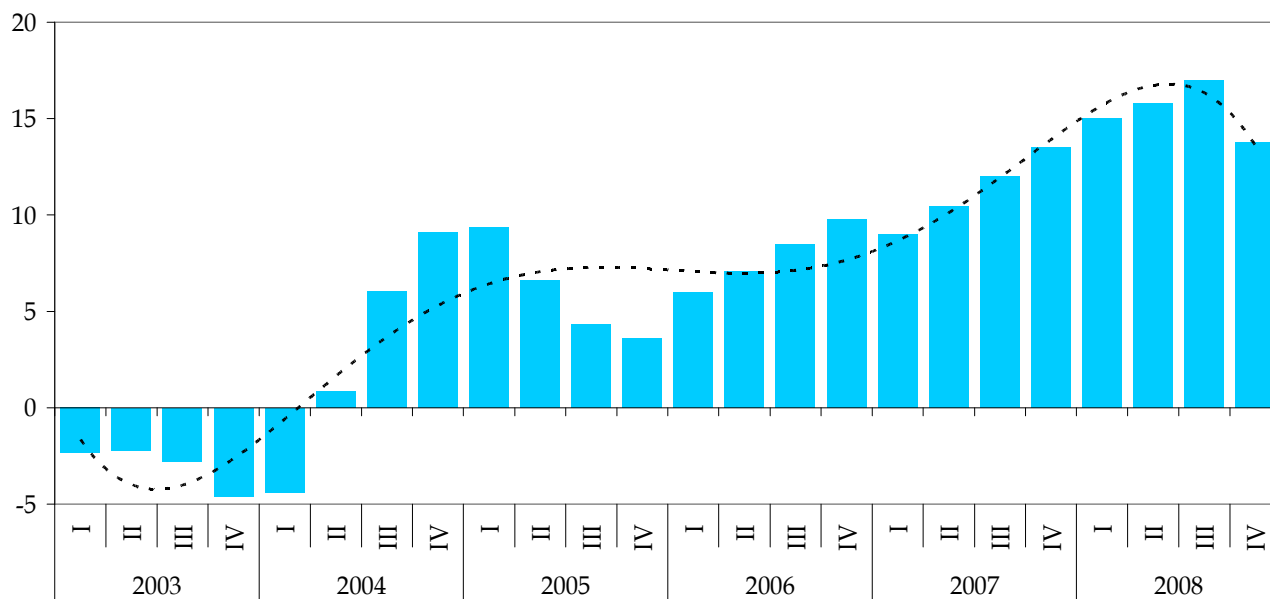
**Gráfico A10. Contribuições ao crescimento anual do PIB, em %**



Fonte: Contas Nacionais - IBGE. Elaboração própria.

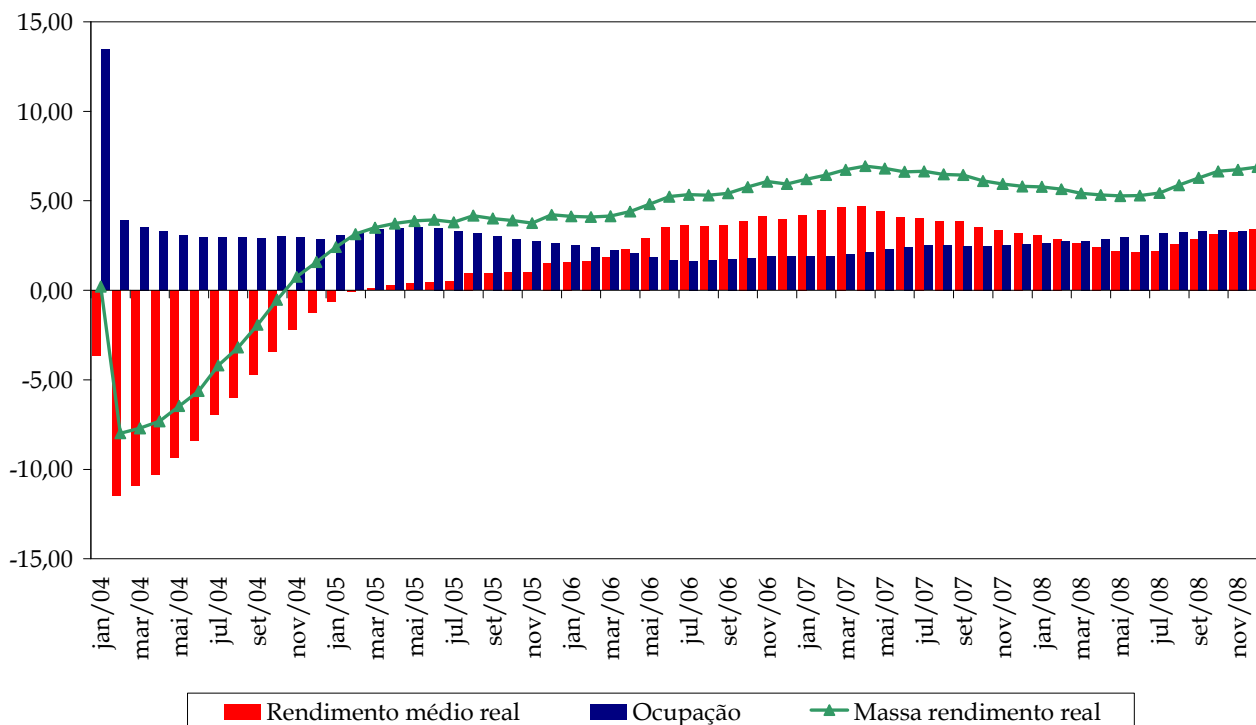


**Gráfico A11. Formação Bruta de Capital Fixo: variação acumulada em quatro trimestres, em %**



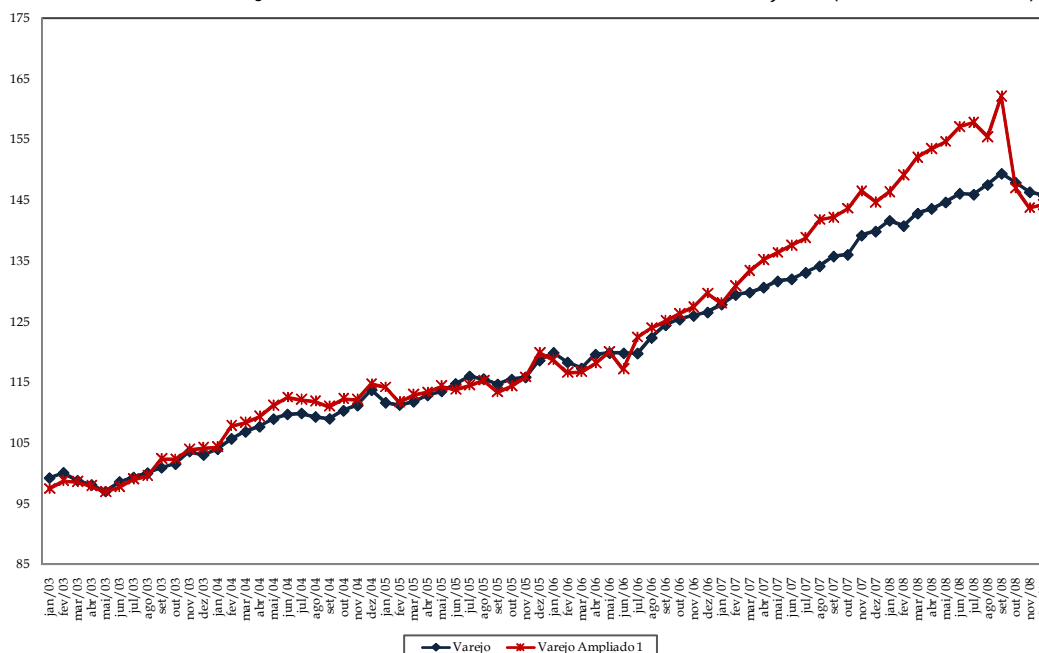
Fonte: Contas Nacionais - IBGE. Elaboração própria.

**Gráfico A12. Evolução do rendimento médio real, ocupação e massa de rendimento real das seis regiões metropolitanas do Brasil - variação acumulada em 12 meses - em %**



Fonte: PME/IBGE. Elaboração própria.

**Gráfico A13. Evolução do volume de vendas do comércio varejista (índice 2003=100)**



Fonte: IBGE. Pesquisa Mensal do Comércio. Elaboração Própria.

Nota:

(1) O varejo ampliado inclui o comércio de automóveis e motos e de material para a construção.

**Quadro A1. Medidas do governo brasileiro para conter o efeito contágio da crise**

Objetivo	Medidas
Concessão de linhas de empréstimos em moeda estrangeira	<p>- Medida Provisória 442 de 6/10/2008 instituiu uma linha de empréstimo em moeda estrangeira a partir das reservas internacionais, regulamentada pela Resolução 3.622 do CMN de 9/10/2008.</p> <p>- Circular 3.415 do BCB de 17/10/2008 condicionou o acesso dos bancos a essas linhas à concessão de financiamentos ao comércio exterior e determinou que serão definidos a cada leilão o limite de recursos ofertados, o prazo da operação e as garantias elegíveis (títulos da dívida externa brasileira, títulos externos de outros países com grau A como <i>rating</i> mínimo e operações de crédito em moeda estrangeira, como ACCs). O primeiro leilão realizado aceitou como garantia somente os títulos da dívida externa brasileira.</p> <p>- Circular 3.418 do BCB regulamentou as operações de empréstimos em moeda estrangeira para financiamento ao comércio exterior com garantias constituídas por ACCs e ACEs.</p> <p>- Resolução 3.672 do CMN de 17/12/2008 autorizou o BCB a conceder empréstimos às empresas brasileiras a partir de recursos das reservas internacionais (por intermédio dos bancos) para o pagamento de dívidas no exterior. Contudo, somente no início de fevereiro de 2009 as regras que disciplinam esses empréstimos foram divulgadas. A Circular 3.434 do BCB de 4/02/2009 estabeleceu que todas as empresas que tenham dívidas vincendas ente outubro de 2008 e dezembro de 2009 terão sua demanda atendida e que o custo dos empréstimos será de Libor + 1,5%.</p>
Programa de liberação dos compulsórios	<p>- Circular 3.405 do BCB de 24/09/2008, introduziu as primeiras medidas voltadas para o aumento da liquidez do sistema financeiro, ainda de caráter limitado: (i) prorrogação do cronograma de implementação dos compulsórios sobre depósitos interfinanceiros (<i>leasing</i>); o recolhimento com alíquota de 20% que teria uma parcela a ser descontada em novembro foi adiada para 16/01/2009; (ii) aumento de R\$ 100 milhões para R\$ 300 milhões do valor a ser deduzido pelas financeiras do cálculo da exigibilidade adicional sobre depósitos a prazo, à vista e poupança.</p> <p>- Circular 3.407 do BCB de 2/10/2008 permitiu aos bancos o desconto de 40% do recolhimento compulsório sobre depósito a prazo (que tem alíquota de 15%) em</p>

contrapartida da compra de carteiras de crédito de outras instituições (com patrimônio de referência máximo de R\$ 2,5 bilhões).

- Circular 3.408 do BCB dia 8/10/2008: (i) aumentou de R\$ 300 milhões para R\$ 700 milhões o valor do abatimento que as instituições financeiras podem fazer para calcular o compulsório incidente sobre os depósitos de longo prazo; (ii) reduziu a alíquota de recolhimento compulsório adicional sobre depósitos à vista e a prazo de 8% para 5%
- Circular 3.410 do BCB de 13/10/2008 alterou a Circular 3.408 do dia 8/10, elevando o limite de isenção sobre o recolhimento compulsório sobre os depósitos a prazo de R\$ 700 milhões para R\$ 2 bilhões.
- Circular 3.411 do BCB de 13/10/2008 alterou a Circular n. 3407 de 2/10, promovendo três mudanças: (i) elevou o percentual de desconto de 40% para 70%; (ii) aumentou o patrimônio de referência máximo do banco vendedor para R\$ 7 bilhões, ampliando o número de instituições elegíveis; (iii) ampliou o leque de operações ativas que os bancos menores poderão vender, que passaram a incluir, além da carteira de crédito, as seguintes operações: arrendamento mercantil, títulos de dívida privadas de empresas não-financeiras que estejam em fundos de investimento, recebíveis de FIDCs e cotas de FIDCs organizados pelo Fundo Garantidor de Crédito (FGC), sendo que, para o enquadramento na medida, essas operações deverão ter como data limite de originação o dia 30/9/2008
- Circular 3.412 do BCB de 13/10/2008 autorizou as instituições financeiras a deduzirem do cumprimento da exigibilidade de recolhimento compulsório sobre depósitos interfinanceiros os valores das operações de aquisição de moeda estrangeira junto ao BCB. Essas operações serão realizadas com compromisso de revenda da instituição financeira, conjugado com compromisso de recompra pelo BCB.
- Circular 3.414 do BCB de 15/10/2008, ampliou novamente o leque de ativos que as instituições financeiras podem comprar de outras instituições para se beneficiarem do desconto de compulsório sobre os depósitos a prazo, com a inclusão de títulos e valores mobiliários de renda fixa, adiantamentos e outros créditos de pessoas físicas e jurídicas não-financeiras, e depósitos interfinanceiros, com garantia desses últimos ativos.
- Circular 3.416 do BCB de 24/10/2008 determinou que os bancos que anteciparem suas contribuições ao FGC (Fundo Garantidor de Crédito) terão um desconto no recolhimento do compulsório sobre depósitos à vista. O valor mensal do desconto será o equivalente à contribuição de um mês ao FGC.
- Circular 3.417 do BCB de 30/10/2008 determinou que apenas 30% do total do recolhimento compulsório sobre depósitos a prazo serão feitos por meio de títulos públicos (sujeitos à remuneração pela Selic) e os 70% restantes em dinheiro.
- Resolução 3.624 do BCB de 13/11/2008 permitiu que o compulsório adicional sobre depósitos à vista, a prazo e poupança, até então recolhido em espécie, passará a ser recolhido em títulos públicos a partir de 1º de dezembro.
- Circular 3.421 do BCB de 25/11/2008 permitiu aos bancos alocarem até 70% do recolhimento compulsório sobre depósitos a prazo (como CDBs) em depósitos interfinanceiros do BNDES com prazo entre seis e 18 meses.
- Circular 3.427 do BCB de 19/12/2008 alterou novamente as regras dos recolhimentos compulsórios: (i) os depósitos interfinanceiros captados por empresas de leasing passarão a compor a base do recolhimento compulsório sobre recursos a prazo, que tem alíquota de 15%; (ii) a parcela dos recolhimentos compulsórios sobre recursos a prazo a ser recolhida em espécie diminuiu de 70% para 60%; (iii) a alíquota da exigibilidade adicional sobre recursos a prazo foi reduzida de 5% para 4%; (iv) as opções para o abatimento desse recolhimento em espécie foram ampliadas, passando a incluir a aquisição de direitos creditórios, depósitos bancários, letras de arrendamento mercantil e letras de câmbio de propriedade do FGC (Fundo Garantidor de Crédito); nesses casos, a instituição compradora poderá destinar somente 20% de seu limite de dedução na aquisição de moeda estrangeira do Banco Central, com compromisso de recompra (a partir do período de cálculo de 19 a 23/01/09, com ajuste em 30/01/09); (v) o prazo para as aquisições e aplicações dedutíveis do recolhimento em espécie foi prorrogado de 31/12/08 para 31/03/09.

Apoio ao crédito rural	- No dia 14/10, aumento de 25% para 30% da exigibilidade sobre os depósitos à vista destinada ao crédito rural.
Flexibilização do acesso dos bancos às operações de redesconto	<p>- Medida Provisória 442 de 6/10/2008 (regulamentada pela Resolução nº 3622 de 9/10/2008) instituiu uma linha de assistência financeira à liquidez em moeda nacional com garantia em empréstimos bancários das instituições beneficiárias e autorizou o BCB a adquirir carteiras de empréstimos de bancos no Brasil por meio do redesconto.</p> <p>- Circular 3.409 do BCB de 13/10/2008 autorizou os bancos a exercerem, antecipadamente, o compromisso de recompra total ou parcial dos ativos redescontados; também determinou que o acréscimo à taxa selic no cálculo do preço de revendas dos ativos redescontados será de 4% a.a., e não mais um percentual “fixado pelo BCB em função das condições de mercado”.</p> <p>- Resolução 3.624 do CMN de 16/10/2008 ampliou os ativos elegíveis como garantia dessas operações, incluindo as debêntures emitidas por empresas não-financeiras, com boa classificação de risco de crédito (classificadas nas categorias de risco AAA, A e B no sistema de risco do BCB).</p>
Ação anticíclica dos bancos públicos	<p>- No dia 30/09/2008, o CMN decidiu excluir a Petrobrás do limite de crédito do BNDES para as empresas estatais (de, no máximo, 25% do seu patrimônio de referência). A empresa terá um limite de 25% somente para ela, sem considerar o que foi emprestado para as outras estatais; além disso, o BNDES não terá de descontar do valor do empréstimo o valor das ações que ele possui da Petrobras (procedimento realizado nos demais casos)</p> <p>- No dia 1º/10/2008, Banco do Brasil anunciou a antecipação de cerca de R\$ 5 bilhões para o financiamento da safra agrícola.</p> <p>- No dia 30/10/2008, o CMN ampliou o limite de crédito da Petrobrás no mercado doméstico, autorizando a empresa a contrair novos empréstimos no valor total de até R\$ 8 bilhões. Parte desse valor foi obtida mediante um empréstimo da CEF.</p> <p>- Medida Provisória 443 de 22/10/2008 autorizou o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal a adquirirem diretamente ou por meio de subsidiárias ações e participações em instituições financeiras, públicas ou privadas, sediadas no país (o que permite aos dois bancos públicos a compra de instituições sem a necessidade de participar de licitações). A MP também autorizou os dois bancos a comprarem participações no ramo de seguros, previdência social e fundos de investimento e a CEF a criar a empresa Caixa - Banco de Investimentos S/A com o objetivo, dentre outros, de adquirir participações societárias em construtoras.</p> <p>- No dia 11/11/2008 a CEF anunciou o aumento do limite da linha de crédito Construcard/FGTS, destinados à aquisição de material de construção, de R\$ 7 mil para R\$ 25 mil. Esta linha utiliza recursos do FGTS e tem taxa de juros de 6% a 8,16% ao ano, dependendo da faixa de renda do tomador. O limite máximo de renda para adquirir este tipo de crédito é de R\$ 1900 mensais.</p> <p>- No dia 12/11/2008, a CEF anunciou a liberação de R\$ 2 bilhões adicionais em linhas de crédito para pessoas físicas na compra de eletrodomésticos, equipamentos eletrônicos, móveis e material para construção. O limite por pessoa será de R\$ 10 mil, com prazo de pagamento até 24 meses e taxas fixadas pelos intermediários da venda.</p> <p>- Resolução 3.637 do CMN de 18/11/2008 criou uma linha especial de crédito para pagamento de até 40% das prestações com vencimento em 2008 dos programas de investimento agropecuário no âmbito do BNDES.</p> <p>- No dia 1º/12/2008, o BNDES anunciou a criação do Programa Especial de Crédito (PEC), com prazo de vigência até 30 de junho de 2009 e dotação orçamentária de R\$ 6 bilhões, destinados à concessão de capital de giro no valor máximo de R\$ 50 milhões por empresa beneficiária</p> <p>- Repasse de recursos para o BNDES: no dia 7/11, anúncio de repasse de R\$ 10 bilhões e no dia 21/11 de R\$ 11 bilhões, provenientes de um empréstimo da União com o Banco Mundial (Bird), de US\$ 5 bilhões, e R\$ 6 bilhões de lucros e dividendos que deveriam ser pagos ao Tesouro Nacional, mas serão revertidos para novos empréstimos para empresas; no dia 22/01/2009 o governo anunciou a concessão de recursos adicionais para o BNDES (Banco</p>

	Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) no valor de R\$ 100 bilhões para os anos de 2009 e 2010.
Redução do custo dos financiamentos	<p>- Decreto Presidencial de 21/11/2008 reduziu de 3,38% para 0,38% a alíquota do IOF incidente nos financiamentos de motocicletas.</p> <p>- Decreto Presidencial de 11/12/2008 reduziu as alíquotas do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) incidente sobre a compra de veículos (de 7% para 0% nos carros com motores a gasolina de potência 1.0; e de 13% para 6,5% naqueles com motores até 2.0) e do IOF em operações de crédito para pessoas físicas para 1,5% a.a.</p>