

Norberto Montani Martins
Camila de Araújo Ferraz

A expansão do mercado de crédito brasileiro no período 2004-2009: determinantes, condicionantes e sustentabilidade

RESUMO

A partir de 2004 um novo padrão de crescimento continuado do volume de crédito no Brasil sinalizou a ampliação e o aprofundamento desse mercado no país, principalmente do crédito às Pessoas Físicas. O objetivo geral deste trabalho é apresentar um panorama da evolução do crédito no Brasil no período 2004-2009, destacando os fatores que permitiram esta inédita expansão e dando ênfase aos condicionantes macroeconômicos, bem como às mudanças institucionais deste mercado. De modo específico, busca-se analisar que fatores determinaram a intensa expansão verificada no segmento de Pessoas Físicas, ressaltando a instituição do crédito consignado. Constatou-se que a melhora do ambiente macroeconômico, o crescimento do emprego e a elevação da massa salarial, aliados à instituição do crédito consignado em folha de pagamento, foram os principais determinantes deste desempenho. Este comportamento se mostrou sustentável, tanto em termos de risco quanto de prolongamento, ao longo do período, a despeito da crise financeira internacional.

Palavras-chave

Mercado de Crédito, Crédito Consignado, Brasil JEL: G, GO, GOO.

ABSTRACT

As from 2004, a new level of continuous growth in the volume of credit in Brazil signaled an expansion and consolidation of this market within the country, especially in the segment of credit to individuals. The prime objective of this work is to provide a broad view of the evolution of credit in Brazil in the period 2004-2009, highlighting the factors that enabled this unprecedented expansion, and emphasizing the macroeconomic constraints, as well as the institutional changes seen in this market. More specifically, we try to analyze which factors determined this strong expansion of credit witnessed in the segment of individuals, highlighting the concept of consigned credit (where repayments are debited directly from salaries or pensions). Our conclusion is that the improvement in the macroeconomic climate, growth in employment and increase in the national payroll, combined with the institution of consigned credit, were, between them, the prime determinants in this credit boom. This behavior proved sustainable, both in terms of risk as well as extension, during this period, despite the international financial crisis.

Keywords

Credit Market, Consigned Credit, Brazil JEL: G, GO, GOO.

Os autores agradecem enormemente a colaboração de Jennifer Hermann, isentando-a obviamente de qualquer erro ou omissão que eventualmente possam ter sido cometidos no texto final. O autor agradece também o apoio do Centro Celso Furtado.

Introdução

O financiamento como apoio à atividade econômica tem papel fundamental na estratégia de desenvolvimento de um país. De um lado, o crédito destinado às empresas permite que estas se lancem em empreendimentos novos ou de maior escala. De outro, o acesso das famílias ao crédito, associado a uma trajetória favorável da renda e do emprego, pode contribuir para a expansão do consumo de bens e serviços com implicações diretas não só sobre a demanda, mas também sobre o padrão de vida das famílias. Dessa forma, o crédito opera como um catalisador do processo de crescimento econômico. Essa função, contudo, depende do volume e dos termos em que esses recursos são disponibilizados, da definição de um marco regulatório adequado capaz de responder aos riscos que a atividade bancária engendra e de políticas de crédito (incluindo aí a política monetária) comprometidas com o crescimento e o desenvolvimento do país.

No Brasil, o mercado de crédito se manteve estagnado durante boa parte das décadas de 1980 e 1990, ainda que tenha havido períodos em que apresentasse um modesto crescimento. Na década de 1980, este comportamento foi resultado em grande parte do ambiente de extrema incerteza e de aversão ao risco, frutos da combinação da alta inflação, elevada dívida pública de curto prazo e da restrição externa vigente à época. Na década seguinte, a implementação de políticas de liberalização financeira permitiu a estabilização de preços a partir de 1994, mas ao custo de um aumento da vulnerabilidade externa, mantendo, portanto, o quadro de incerteza e a consequente estagnação do mercado crédito.

O Mercado de Crédito Brasileiro apresenta uma trajetória de crescimento mais sustentável somente a partir de 2004, iniciando então o ciclo de crédito mais próspero na história contemporânea brasileira – que se desacelerou apenas perante a recente crise financeira internacional. Por um lado, houve uma progressiva melhora do ambiente macroeconômico, que elevou a propensão a se endividar das empresas – devido à aceleração dos investimentos e da atividade econômica – e das famílias – devido à expansão da renda e do emprego. Por outro lado, houve a criação de novos mecanismos institucionais, como o crédito consignado, e a ampliação da importância de mecanismos já existentes, como o crédito direcionado. Ambos os fatores impulsionaram a expansão do crédito no Brasil. Como resultado, a relação crédito/PIB¹ dobrou no período, saindo de 23,6% no início de 2004 para 45,2% ao final de 2009, quando atingiu seu pico histórico (na série disponibilizada pelo Banco Central do Brasil).

1. Operações de Crédito totais do Sistema Financeiro Nacional sobre o PIB acumulado dos últimos 12 meses - Valorizado pelo IGP-DI centrado do mês.

Deve-se destacar que as operações de crédito com destino às famílias (leia-se pessoas físicas) podem ser consideradas o carro-chefe deste processo de aprofundamento do Mercado de Crédito Brasileiro. A média da variação em 12 meses das operações desta categoria ao longo de todo o período (2004-09) foi de 29,5%, frente a 19,6% das demais categorias. Com isso, as operações de crédito a pessoas físicas passaram a ocupar a primeira posição em termos de participação relativa no total dos empréstimos: no final de 2003, a mesma representava 23,7% das operações totais, fatia que se ampliou para 32,8% ao final de 2009, superando inclusive a parcela do crédito à indústria (que representava 27,1% e 21,5% do total ao final de 2003 e 2009, respectivamente).

Sendo assim, o objetivo geral deste trabalho é apresentar um panorama da evolução do crédito no Brasil no período 2004-2010, destacando os fatores que permitiram esta inédita expansão, dando ênfase aos condicionantes macroeconômicos, bem como às mudanças institucionais deste mercado. De modo mais específico, busca-se analisar os elementos que permitiram a forte expansão verificada no segmento de Pessoas Físicas, ressaltando o papel da demanda das famílias. O artigo, portanto, visa responder à seguinte questão: quais os fatores determinantes da intensa expansão verificada no segmento de Pessoas Físicas e que a sustentaram mesmo no período pós-crise?

Para tal, o artigo conta com três seções além desta introdução. A primeira discute brevemente alguns aspectos teóricos fundamentais, destacando os principais condicionantes do crédito pelo lado da demanda e da oferta de crédito, enquanto a segunda apresenta a evolução das principais variáveis macroeconômicas no período, bem como dos principais agregados do mercado de crédito, de modo a contextualizar o alargamento do mercado de crédito brasileiro à luz dos aspectos teóricos descritos. A terceira seção analisa especificamente o segmento Pessoas Físicas, ressaltando o papel que o crédito consignado teve nesta expansão. Por fim, a quarta seção apresenta as principais conclusões do trabalho.

1. Referencial Teórico: Uma Breve Abordagem dos Condicionantes da Demanda e da Oferta de Crédito

A dinâmica do mercado de crédito é determinada em última instância pela interação entre a demanda e a oferta de crédito, dentro de um ambiente institucional definido. Desse modo, para que seja possível descrever a evolução deste mercado é fundamental que analisemos quais diferentes fatores condicionam a demanda e a oferta de crédito e de que modo eles as influenciam. O foco desta seção teórica encontra-se sobre os condicionantes da demanda, visto que grande parte da literatura que trata sobre o Mercado de Crédito discute os aspectos relacionados à oferta de crédito (no caso brasileiro, comumente enfatizando os elevados *spreads*

e/ou a elevada preferência pela liquidez dos bancos).² Por fim, deve-se ressaltar que mudanças no ambiente institucional também são fundamentais e poderão não apenas se refletir na estrutura do mercado, mas também atuar como condicionantes diretos da demanda e da oferta.

A demanda de crédito está fortemente correlacionada com as decisões de gasto dos agentes. Quanto maior o volume de gastos que cada agente planeja, maior sua necessidade de recursos, que podem advir da sua própria renda/riqueza ou de terceiros. Partindo do princípio de que a incerteza (em seu sentido forte³) é um elemento intrínseco às decisões de consumo e, principalmente, de investimento, as mesmas estarão sujeitas a um maior (menor) otimismo (pessimismo) dos agentes acerca do futuro (KEYNES, 2007 [1936], pp. 53-56; 87; 123-126).

Em momentos de maior incerteza, comumente associados à grande instabilidade macroeconômica e a um baixo ou errático crescimento econômico, as expectativas tendem a tornar-se mais pessimistas, influenciando negativamente as decisões de gastos – processo este que se desenvolve em espiral. Em períodos de crescimento econômico elevado e sustentável e de menor instabilidade macroeconômica (relacionada à volatilidade do crescimento, dos preços, das taxas de juros e das taxas de câmbio), ou seja, de menor incerteza, mais otimistas se tornam as expectativas e maior tende a ser o montante de gastos planejados. Além disso, nestes momentos as oportunidades de investimento tendem a ser mais amplas e variadas.

Um maior volume de gastos exige necessariamente um maior volume de recursos para financiá-los. Por um lado, o financiamento pode ser baseado nos próprios recursos (autofinanciamento) e responde à evolução da renda dos agentes, seja ela proveniente do lucro no caso das empresas ou dos salários recebidos no caso das famílias e das rendas relacionadas à valorização de ativos em ambos os casos. Por outro lado, a existência de sistemas financeiros complexos nas economias capitalistas modernas permite que os recursos necessários sejam obtidos junto a terceiros, mediante uma remuneração apropriada – neste caso, o volume de gastos de um agente em determinado período poderá superar sua renda corrente à medida que este tenha efetivamente acesso a estes recursos. Destaca-se que, ainda que muitas decisões de gasto sejam tomadas de forma autônoma em relação à disponibilidade esperada de recursos de terceiros, as expectativas dos agentes quanto à sua capacidade de obter estes recursos poderão influenciar suas decisões de gasto.

Os instrumentos de captação de recursos de terceiros se dividem, essencialmente, em três categorias: (i) crédito bancário, (ii) títulos de dívida e (iii) títulos de propriedade (ações). O primeiro deles é (em princípio) acessível tanto para empresas como para famílias, sendo os dois últimos comumente de acesso restrito às empresas (pessoas jurídicas). De um modo geral, um agente individual

2. O presente artigo não desqualifica a importância dos elementos condicionantes da oferta, pois podemos observar claramente a relevância que possuem no caso brasileiro – Para análises sobre o tema vide Hermann (2002a), Prates (2009). Contudo, são raros os trabalhos que têm uma discussão mais aprofundada dos elementos que condicionam a demanda por crédito, pois comumente se assume que esta é uma questão intuitiva, o que não necessariamente reflete a realidade.

3. A incerteza pode ser entendida como a incapacidade dos agentes de listarem eventos futuros e formarem expectativas e probabilidades acerca dos mesmos em meio a um ambiente complexo. Para uma discussão mais aprofundada, sugere-se consultar Dequech (2008), sob um prisma mais geral, ou Ferrari Filho (2005) e Hermann (2002b, cap. 6), dentro de uma abordagem pós-keynesiana.

escolherá entre estes instrumentos no intuito de satisfazer suas necessidades quanto ao prazo e ao custo de cada obrigação, comparativamente à utilização de recursos próprios (MARTINS, 2009).

O prazo de vencimento das obrigações de cada agente levará em conta o motivo-principal pelo qual o mesmo está se financiando, podendo, no caso das empresas, refletir também idiosincrasias do setor no qual atuam, bem como a “estratégia de balanço” (isto é, como vai se gerir as obrigações junto a terceiros) definida por cada agente. Já o custo de cada instrumento estará ligado à especificidade do mercado no qual cada obrigação é transacionada. No caso do crédito, os determinantes fundamentais do seu custo serão: (a) as taxas de juros básicas (ou melhor, a estrutura a termo das taxas de juros) e (b) os *spreads* cobrados, que embutem um prêmio de risco em função da possibilidade de inadimplência avaliada individualmente, impostos e uma margem de rentabilidade ao empresário. Já para os títulos de dívida e ações, deve-se computar inicialmente elevados custos fixos (por vezes, irrecuperáveis) associados à entrada no mercado de capitais: custo de montagem da operação, da contratação de um emissor-líder, da eventual contratação de um *market maker*, custos com auditoria e padronização contábil e etc.⁴ Incorridos estes custos de entrada e de montagem da operação, os títulos de dívida terão boa parte do seu custo determinada pela estrutura a termo da taxa de juros dos títulos públicos acrescida por um prêmio de risco (comumente associado a uma probabilidade de *default*) e as ações (a nível agregado) terão seus custos determinados de forma menos objetiva, pelas condições do próprio mercado acionário (MARTINS, 2009).

Deve-se ressaltar que, no caso das famílias, as mesmas contam com apenas duas opções: o autofinanciamento e o crédito. Como as famílias, em geral, esperam um fluxo de renda constante no futuro próximo, o custo financeiro, medido pela taxa de juros em si, parece pouco relevante na determinação dessa demanda (em contraste, as empresas demandam crédito em função de expectativas de um fluxo de renda “novo” e variável, a ser gerado pela atividade econômica financiada, o que gera maior “dependência” do custo financeiro). O que vai determinar a contratação de um empréstimo ou não é se as parcelas do mesmo poderão ser pagas frente a uma margem de comprometimento da renda e dadas expectativas futuras quanto à mesma. Nesse sentido a ampliação dos prazos exerce um papel relevante na diluição do valor das parcelas que passam a comprometer uma parcela menor da renda.

É de importância também a exposição do “passivo” dos agentes ao capital de terceiros e a cada instrumento em particular. Isto será determinante para as decisões futuras de financiamento, pois influenciará, grosso modo, os custos futuros que os agentes incorrerão. Desse modo, o grau de endividamento (entendido aqui como a relação entre recursos de terceiros e recursos próprios) é também um fator relevante nestas decisões. Esta última questão é

4. Ressalta-se que tais custos fixos comumente são maiores no mercado acionário, pois via de regra os padrões de governança corporativa exigidos são mais rígidos.

particularmente relevante, pois, como vimos, ao escolher o crédito ou títulos de dívida como instrumento de captação de recursos, o agente comprometerá os fluxos de renda ou quase-renda futuros que espera receber para o pagamento dos juros e do principal.

Caso estes fluxos não se verifiquem, conforme o esperado, existe a possibilidade de *default* total ou parcial e, quanto mais expostos a tais títulos, maior a probabilidade de inadimplência.⁵ Dessa maneira, conforme o grau de endividamento aumente, tende a aumentar também as taxas de juros para novas operações (de crédito ou títulos), pois os agentes demandarão retornos maiores ao embutir um prêmio de risco mais elevado ao valor do título.

Em suma, podemos concluir que quanto maior e mais sustentável o crescimento econômico, dentro de um quadro de maior estabilidade macroeconômica, menor a incerteza e maior o volume de gastos que cada agente deseja realizar, elevando assim a demanda por crédito. Por outro lado, quanto menores as taxas básicas de juros e os *spreads* embutidos, menor o custo relativo dos empréstimos, favorecendo sua utilização. Por fim, quanto menor o grau de endividamento dos agentes, maior a possibilidade dos mesmos ampliarem seu endividamento, o que favorece a ampliação do crédito na economia.

Esta demanda será contraposta a oferta de crédito, determinada essencialmente pelas decisões de portfólio dos bancos. Os bancos decidirão seus portfólios com base nos retornos líquidos esperados, descontados pelo risco (ou embutido um prêmio de risco), e na liquidez que os mesmo oferecem (CARVALHO, 2007b). Os retornos líquidos que se espera obter de operações de crédito são os pagamentos de juros e do principal descontados de uma margem que cubra a possibilidade de *default* do tomador. Estes retornos devem cobrir os custos financeiros (de captação) e de oportunidade incorridos pelos bancos e garantir uma margem de lucratividade preestabelecida. Já a liquidez está ligada à capacidade efetiva e esperada deste ativo ser realizável sem perdas a curto prazo, isto é, de que o ativo possa ser revendido sem maiores perdas de valor. No caso do crédito, a liquidez dos empréstimos não é muito significativa, principalmente para empréstimos de prazo mais longo, já que o ativo é pouco padronizado e que determinado empréstimo apresenta baixa substitutibilidade em relação a outro (DAVIDSON, 1972, pp. 87).

Assim, em momentos de menor incerteza, os bancos (leia-se o otimismo das expectativas dos bancos) tendem a reduzir sua preferência pela liquidez e subestimar os riscos aos quais estão expostos, o que favorece a oferta de crédito (CARVALHO, 2007b). Ressalta-se que a decisão de portfólio dos bancos leva em conta os retornos “totais” não só das operações de crédito, mas dos demais ativos relevantes adquiríveis nos mercados de capitais. Isto é particularmente relevante para o caso brasileiro, já que os títulos públicos têm por característica elevada remuneração, alta liquidez e risco nulo e competem de forma “desleal” com os

5. Esta ideia é mais bem desenvolvida na caracterização dos agentes em *hedge*, especuladores e ponzi realizada por Minsky, 1986.

empréstimos no portfólio dos bancos brasileiros.

Por fim, devemos considerar que os fatores institucionais também irão desempenhar importante papel, podendo servir de estímulo ou como entrave à expansão da demanda e da oferta de crédito, bem como determiná-las diretamente. No mercado de crédito, estes fatores passam pela definição de um marco regulatório adequado, capaz de responder aos riscos que a atividade bancária engendra – em especial, ao risco sistêmico (CARVALHO, 2005); pelos sistemas de recuperação de garantias e de proteção ao crédito, bem como pelos próprios hábitos dos agentes na sociedade.

Tendo sido construído este breve referencial teórico, analisaremos a evolução do Mercado de Crédito Brasileiro no período 2004-2009 conforme os objetivos definidos na introdução do artigo.

2. Panorama Macroeconômico e a Evolução do Crédito no período 2004-09

Como ressaltado na introdução, a economia brasileira apresentou um quadro de crescimento errático, elevadas taxas de inflação, problemas fiscais e eventuais problemas no balanço de pagamentos ao longo das décadas de 1980 e 1990, bem como no início dos anos 2000. Este quadro de instabilidade macroeconômica só se reverte a partir de 2004, quando se inicia um novo ciclo de expansão da economia mundial e da brasileira, desencadeado por uma conjunção de fatores.

O reforço das políticas expansionistas nos Estados Unidos (redução dos juros e ampliação dos gastos públicos), já iniciadas desde o *crash* da bolsa eletrônica Nasdaq em 2000, aliado ao enorme e ambicioso programa de investimentos públicos chinês (basicamente em infra-estrutura), levou à ampliação dos níveis de consumo e comércio mundial, acompanhados posteriormente da elevação dos fluxos de capitais internacionais, que sustentaram uma nova dinâmica de crescimento global. No Brasil, as exportações se elevaram, puxando para cima os saldos de transações correntes e do balanço de pagamentos. Assim sendo, o país começa a acumular reservas e a taxa de câmbio inicia uma longa trajetória de apreciação, favorecendo a redução da inflação ao longo de grande parte do período. Dentro do limite institucional do regime de metas para inflação, esta queda da inflação permite uma redução mais sustentada da taxa básica de juros, especialmente a partir de 2006.

A atividade econômica, enfim, se recupera de forma mais intensa: o PIB se expande a uma taxa média de 4,8% entre 2004 e 2008, ante 1,9% entre 1999 e 2003 e 2,5% entre 1995 e 1998, e a Formação Bruta de Capital Fixo atinge o patamar de 18,7% do PIB neste último ano – a aceleração da atividade aliada à redução dos juros permitiu ainda melhores resultados nas contas públicas e uma redução da dívida pública (para tal também contribuiu a apreciação cambial).

Tabela 1 – Brasil: Indicadores Macroeconômicos Selecionados 2004-2009

Períodos	PIB Cresc. Real (% a.a.)	FBCF/PIB (%)	Inflação (IPCA) (% a.a.)	Taxa Selic Real ¹ (% a.a.)	Contas Públicas (% PIB)			Contas Externas (US\$ Milhões)			Taxa de câmbio Var. Real ⁵ (% a.a.)	
					NFSP ²		Dív. Líq. do Setor Público ^{3/4}	Reservas ³ (Liq. Internac.)	Balança de Pagamentos			
					Nominal	Primário			Saldo	Conta de Capital		Trans. Corr.
2003	1,1	15,3	9,3	12,8	3,8	-3,3	53,5	49.296	8.496	5.111	4.177	-3,6
2004	5,7	16,1	7,6	8,0	2,6	-3,8	48,2	52.935	2.244	-7.523	11.679	-11,7
2005	3,2	15,9	5,7	12,6	3,2	-3,9	48,0	53.799	4.320	-9.464	13.985	-21,3
2006	4,0	16,4	3,1	11,6	3,5	-3,2	45,9	85.839	30.569	16.299	13.643	-13,4
2007	6,1	17,4	4,5	7,1	2,6	-3,4	42,8	180.334	87.484	89.086	1.551	-14,3
2008	5,1	18,7	5,9	6,2	2,0	-3,5	37,3	193.783	2.969	29.352	-28.192	-11,1
2009	-0,2	16,7	4,3	5,4	3,2	-2,1	42,7	238.520	46.651	71.301	-24.302	4,4

Fonte: Banco Central do Brasil e Ipeadata.

1. Selic acumulada no ano deflacionada pelo IPCA.

2. NFSP= necessidade de financiamento do setor público consolidado (c/ desvalorização cambial). Sinal negativo indica superávit.

3. Dados de dezembro de cada ano.

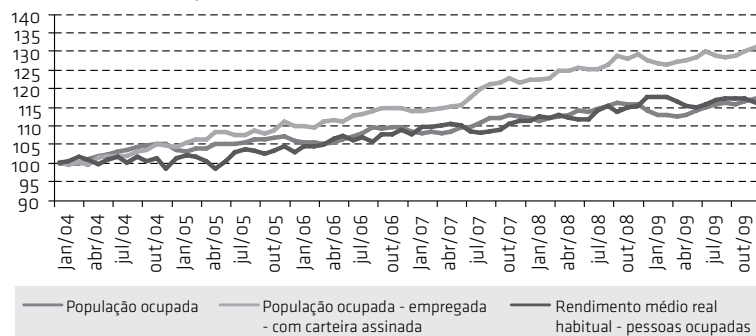
4. Até 2000 o dado contempla o Setor público consolidado e a Petrobras, posteriormente, diz respeito apenas ao Setor público consolidado.

5. Variação da taxa de câmbio média anual deflacionada pelo IPCA.

* Média (aritmética) no período.

O crescimento econômico induziu também a uma elevação do emprego, em especial, do emprego formal, na economia, tendo a taxa de desocupação média atingido a cifra de 6,8% em dezembro de 2008 (patamar mínimo da série nova da PME). Elevou-se também a massa salarial, com destaque para o aumento do salário mínimo real⁶ (em reais constantes de dezembro de 2009), que passou de R\$ 327,7 em janeiro de 2004 para R\$ 445,2 em dezembro de 2008 – uma expansão (real) de 35,8% (Gráfico 1).

Gráfico 1 – Variação da População Ocupada, Ocupação Formal e do Rendimento Real Médio
Número Índice – Base: jan/2004



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da PME/IBGE.

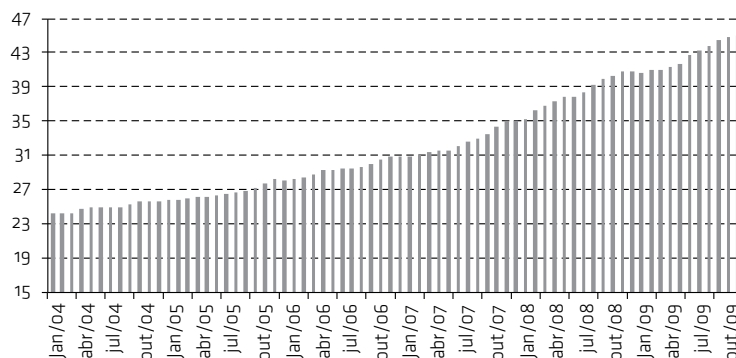
6. Série em reais (R\$) constantes do último mês, elaborada pelo IPEA, deflacionando-se o salário mínimo nominal pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) do IBGE a partir de março de 1979.

Os reflexos da crise financeira internacional se manifestam inicialmente em 2008, quando o saldo de transações correntes passa a ser negativo, porém só tem maiores impactos em 2009, quando o PIB se retrai, principalmente, em função da perda de dinamismo dos investimentos e do ajuste de estoques na indústria, tendo o setor de serviços um melhor desempenho. Contudo, ao que tudo indica, o ano de 2009 (mais especificamente o último trimestre de 2008 e o primeiro trimestre de 2009) parece(m) ter sido um ponto(s) fora da curva, dada a rapidez da retomada da atividade econômica ao longo de 2009/2010.

Dessa maneira, o período 2004-2009 apresentou de um modo geral um quadro de maior aquecimento da atividade econômica e menor erraticidade do crescimento econômico, aliado a maior estabilidade de preços e câmbio. Em particular, o consumo das famílias e das empresas se ampliou significativamente, bem como os investimentos, aquecendo demanda por crédito na economia brasileira. Por outro lado, a inflação mais modesta permitiu a vigência de menores taxas básicas de juros (dentro da lógica do regime de metas para inflação) e as melhores condições de pagamento dos tomadores levaram a uma redução dos *spreads* bancários, reduzindo o custo financeiro dos empréstimos e facilitando o acesso dos agentes a estes recursos. Por fim, como os agentes da economia brasileira apresentavam um baixo grau de endividamento (vide abaixo a relação crédito/PIB), a possibilidade dos mesmos ampliarem seu endividamento favoreceu a contratação de empréstimos junto ao sistema financeiro. Ressalta-se que pelo lado da oferta, o menor grau de incerteza contribuiu para a redução da preferência pela liquidez dos bancos brasileiros e as operações de crédito passaram a compor o *mix* de atividades mais rentáveis, basicamente em função das melhores condições de pagamento dos tomadores.

Nesse contexto, o saldo das operações de crédito totais cresceu aproximadamente 150% em termos reais entre 2004 e 2009, atingindo a cifra de R\$ 1,42 trilhão no final de 2009. A relação crédito/PIB – importante indicador da profundidade desse mercado – apresentou um crescimento ininterrupto, saltando de 24,3% no início de 2004 para 45,0% ao final de 2009 (Gráfico 2).

Gráfico 2 - Saldo das Operações de Crédito Totais do Sistema Financeiro Brasileiro
% do PIB (final de período)



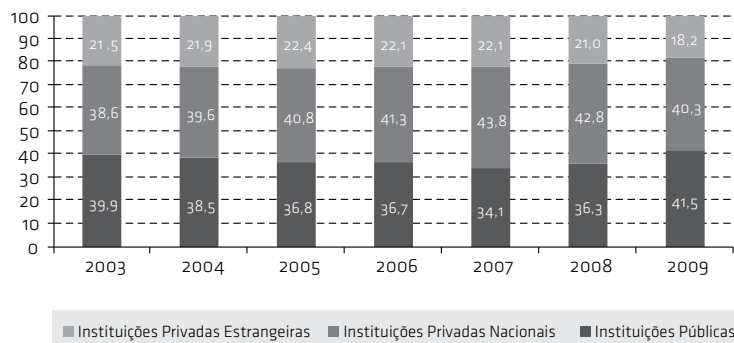
Fonte: BCB.

Este resultado é fruto do desempenho tanto das operações de crédito com recursos livres como das operações com recursos direcionados. As primeiras foram mais importantes para explicar a fase que vai de 2004 a 2008, enquanto o crédito direcionado, especialmente o ligado ao BNDES, se torna mais relevante no ano de 2009. Esta caracterização é importante, pois reflete que as operações de crédito contratadas em boa parte do período foram geradas espontaneamente pelo mercado (ainda que haja instituições financeiras públicas operando com recursos livres), como resposta à expansão da demanda por financiamentos. Este processo faz, ainda, com que a expansão das operações com recursos direcionados sofra uma espécie de efeito-demonstração entre 2004 e 2008. Com a eclosão da crise, o crédito com recursos livres se desacelera significativamente, tendo o crédito direcionado clara função anticíclica, contribuindo para sustentar um patamar de crescimento de dois dígitos das operações totais.

Outra característica relevante desta fase de expansão, convergente com o descrito no parágrafo anterior, é a ampliação relativa da parcela das instituições financeiras privadas entre 2004 e 2007, em detrimento das instituições financeiras públicas. Na fase ascendente do ciclo, os agentes privados passaram de fato a se interessar pelo mercado de crédito (ainda que não tenham mudado significativamente seu perfil de atuação no sistema financeiro brasileiro, que historicamente se baseou muito mais no carregamento de títulos da dívida pública do que na concessão de crédito), processo este que se exaure em função da crise. Os últimos dois anos (2008-2009) marcam uma postura mais agressiva dos bancos públicos, que ganham espaço no mercado de crédito. Em especial, a atuação anticíclica perante a crise internacional e os empréstimos concedidos pelo BNDES à Petrobras contribuíram para o aumento da participação dos bancos públicos frente aos bancos privados na carteira de crédito total (Gráfico 3).

Gráfico 3 – Saldo das Operações de Crédito Totais do Sistema Financeiro Brasileiro

Controle de Capital - Participação % em relação ao total (fim de período)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB.

Instituições Públicas: Refere-se às instituições em que os governos federal, estadual ou municipal detêm participação superior a 50% no capital votante, de acordo com a Carta-Circular 2.345, de 25/01/1993.

Instituições Privadas Nacionais: Refere-se às instituições em que as pessoas físicas ou jurídicas domiciliadas e residentes no país detêm participação superior a 50% no capital votante, de acordo com a Carta-Circular 2.345, de 25/01/1993.

Instituições Privadas Estrangeiras: Refere-se às instituições que tenham sob controle estrangeiro, direta ou indiretamente, maioria do capital votante. Inclui, também, as constituídas e sediadas no exterior com dependência ou filial no País, de acordo com a Carta-Circular 2.345, de 25/01/1993.

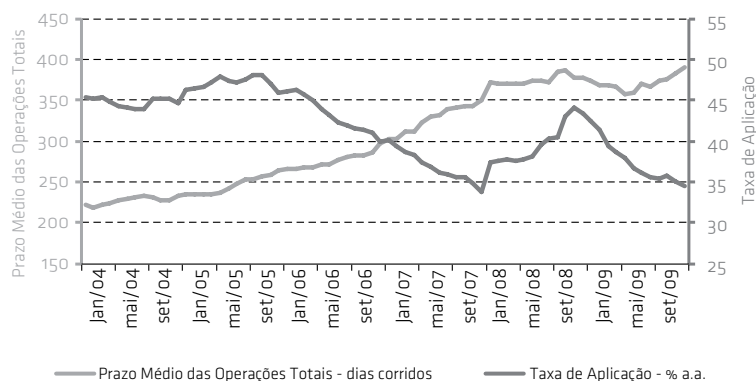
Pelo lado da oferta, fatores como a redução das taxas de juros de aplicação dos empréstimos, bem como a ampliação dos prazos contribuíram para a expansão do crédito e possibilitaram melhores condições aos tomadores. A título de ilustração, as taxas de juros prefixadas do crédito total referencial para taxa de juros mostraram uma redução de 11,1 pontos percentuais em relação a janeiro de 2004⁷, atingindo 34,3% a.a. em dezembro de 2009, enquanto que o prazo médio passou de 222 para 391 dias corridos, na mesma base de comparação. Tal ampliação dos prazos tende a diluir o efeito do elevado patamar dos juros, de forma que as parcelas tornem-se mais acessíveis e caibam mais facilmente no bolso dos tomadores⁸ (Gráfico 4).

7. A inflexão verificada na taxa de juros de aplicação a partir do início de 2008 reflete, por um lado, aumento da alíquota do IOF e, por outro, o agravamento da crise internacional que gerou uma elevação considerável do custo do crédito doméstico.

8. Por outro lado, a manutenção de (embora cadentes) elevados *spreads*, pode-se inferir que a rentabilidade das operações de crédito fica garantida no ciclo de expansão desse ativo.

Gráfico 4 - Operações de Crédito Referenciais para Taxa de Juros

Prazo Médio e Taxas de Aplicação - Dias corridos e % a.a.



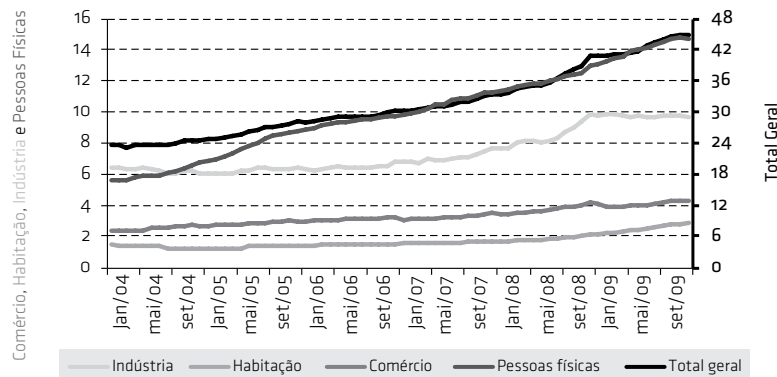
Fonte: BCB.

No que se refere ao saldo por atividade econômica (como proporção do PIB), o financiamento à todas as categorias se ampliou no período. No caso da indústria, esta relação se expande continuamente até dezembro de 2008, quando então fica estagnada num patamar pouco abaixo dos 10% (Gráfico 5) – processo semelhante é vivido pelo crédito ao comércio, que se estagna em torno de 4%. A principal fase de expansão do crédito industrial se dá num momento em que os investimentos continuavam a se expandir e que o mercado de capitais – que nos anos de 2004-2007 vivia paralelamente um período de ampla expansão – iniciava uma retração face à instabilidade gerada pela crise financeira internacional (aliado a um momento de taxas de juros relativamente baixas); este processo ocorreu notadamente no segundo semestre de 2008.

O crédito habitacional, que havia se atrofiado no final da década de 1990 e no início dos anos 2000, em função do baixo crescimento econômico e da renda familiar e da transferência dos créditos habitacionais da Caixa Econômica para uma instituição não financeira no âmbito do Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais⁹, ficou estagnado durante boa parte do período abaixo de 2% do PIB, voltando a crescer apenas a partir de meados de 2008, respondendo ao lançamento de programas governamentais para o setor de habitação, como o Minha Casa Minha Vida.

9. O PFIFF visava à adequação dos principais bancos públicos federais às novas normas de Basileia.

Gráfico 5 – Saldo das Operações de Crédito Totais do Sistema Financeiro Brasileiro
Por Setores de Destinação - % PIB



Fonte: BCB.

De todos os setores, o segmento Pessoas Físicas¹⁰ apresentou a tendência mais forte e mais clara de expansão ao longo dos anos dentro da esfera privada, refletindo não só a maior propensão destas a se endividar como mudanças no Sistema Financeiro Nacional, que permitiram o maior acesso ao crédito pelas famílias. Esta trajetória se manteve, inclusive, após o período de crise e determinou em larga medida a dinâmica do Mercado de Crédito Brasileiro. Por estas razões, os aspectos referentes a esta expansão do crédito a Pessoas Físicas serão analisados separadamente na próxima seção, no intuito de verificar quais fatores contribuíram para esta inédita expansão e se a mesma é sustentável ou apenas fruto da conjuntura verificada.

3. Crédito à Pessoa Física

Conforme observado acima, a expansão recente do crédito foi puxada em grande medida pelo segmento à Pessoa Física, que mostrou expansão de 199% de janeiro de 2004 a dezembro de 2008 e crescimento de 242% de janeiro de 2004 a dezembro de 2009 (considerando os dados do Banco Central a preços constantes de dezembro de 2009, inflacionados pelo IPCA). O segmento de pessoa jurídica, por sua vez, mostrou alta de 143% e 136%, na mesma base de comparação. Isso mostra que a despeito dos efeitos da crise financeira internacional o ritmo de crescimento do crédito à Pessoa Física permaneceu robusto (Gráfico 6).

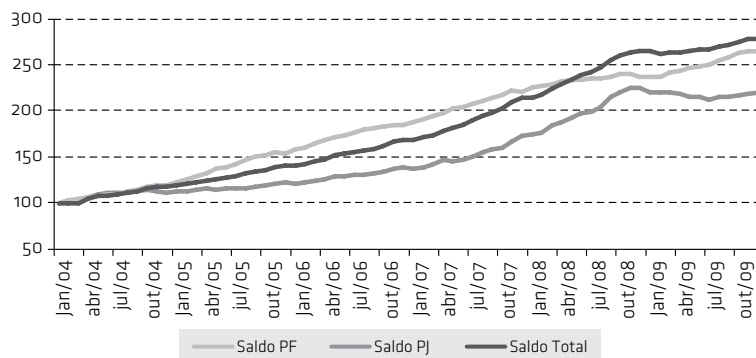
No que tange à composição das distintas linhas de crédito às famílias, verifica-se um maior crescimento das linhas de médio prazo (crédito pessoal consignado e não-consignado, aquisição de bens, *leasing* e crédito concedido por cooperativas) com alta de 252% no período em análise e participação aproximada de 75% do total de crédito à pessoa física, em dezembro de 2009.

10. O segmento Pessoas Físicas é subestimado pelo Banco Central do Brasil, à medida que o mesmo separa os créditos habitacionais e os financiamentos rurais deste setor. Assim, deve-se considerar que o desempenho deste segmento foi ainda melhor do que iremos apresentar aqui.

As linhas consideradas de curto prazo (cheque especial e cartão de crédito) com participação de 9% no total do crédito à Pessoa Física, mostraram expansão de 93% no mesmo período.

Gráfico 6 - Variação Real do Crédito para Pessoa Física*, Pessoa Jurídica* e Total**

Em número índice (base: jan/04), construído a partir dos valores a preços constantes do último mês (IPCA)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB.

* Saldo PF e PJ referentes às operações de crédito referencial para taxa de juros.

** Saldo total referente às operações de crédito com recursos livres totais.

Dentre as linhas de médio prazo a modalidade de *leasing* – voltada em grande parte para a aquisição de veículos – mostra expansão surpreendente de 2.681%. Ocorre que, apesar desta linha ter contribuição de 17% no crescimento total a PF, ela ainda representa uma fatia relativamente modesta do total dos saldos a Pessoa Física (13,8% em dezembro de 2009). Dadas as vantagens tributárias e facilidades de garantia do *leasing*, esta linha representa uma alternativa de financiamento mais atrativa ao consumidor do que o próprio crédito para aquisição de veículos (CDC), o qual vem apresentando desaceleração na comparação anual, embora represente parcela significativa do saldo total à Pessoa Física, de 20,2% em dezembro de 2009 (frente a 29,9% em janeiro de 2004).

Outra linha de crédito, cuja participação é elevada tanto no estoque quanto na taxa de expansão dos saldos de empréstimos para os consumidores é o chamado crédito pessoal que pode ser desmembrado entre consignado e não-consignado. Enquanto esta última modalidade mostrou expansão de 167% de janeiro de 2004 a dezembro de 2009 (com participação no total de crédito à Pessoa Física de 18,8% neste último mês), o crédito consignado registrou expansão de 732%, na mesma base de comparação. Se em janeiro de 2004, esta modalidade – cujas prestações são descontadas diretamente na folha de pagamento – teve participação no saldo à Pessoa Física de 6,3%, em dezembro desse ano, esta linha atinge 15,6%, com uma contribuição na expansão do saldo à Pessoa Física de 18%. Tanto o crédito pessoal não-consignado quanto o crédito para aquisição de veículos mostraram participação de 17% na variação total dos saldos de crédito

à Pessoa Física no período analisado.

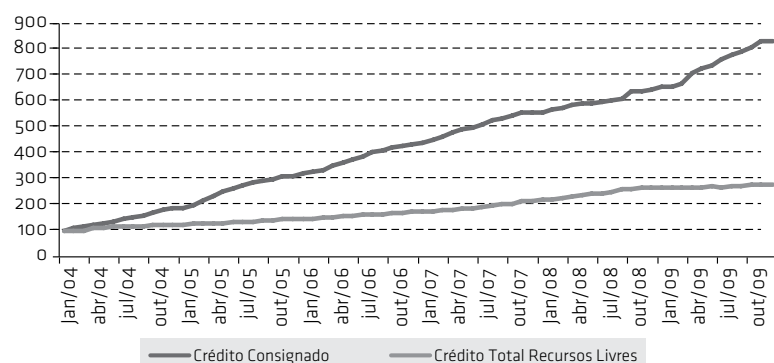
Em setembro de 2003, foi estimulada a concessão do empréstimo em consignação aos trabalhadores da iniciativa privada. Tal prerrogativa prevê o desconto em folha de pagamento de prestações de dívidas contraídas com o sistema financeiro, limitado a 30% da remuneração disponível, de acordo com a Lei 10.820. Para facilitar a execução dessas operações, foi permitida a celebração de acordos entre as instituições financeiras e empresas ou entidades sindicais. Um fator de grande relevância para a evolução crescente do crédito em consignação foi a consolidação dos empréstimos a aposentados e pensionistas do Instituto Nacional do Seguro Social (INSS), cujas operações tiveram início em maio de 2004, ampliando-se significativamente à medida que maior número de instituições financeiras formalizava os acordos com o INSS.

De acordo com dados divulgados pelo Banco Central, de janeiro de 2004 até dezembro de 2009, o crédito consignado saltou de R\$ 8,8 milhões para R\$ 73,7 milhões, mostrando uma expansão de 732% considerando os dados a preços constantes de dezembro de 2009 pelo IPCA. Vale ressaltar que para o mês de dezembro, o crédito destinado à Pessoa Física mostrou alta de 14,2% nos últimos 12 meses, enquanto o consignado apresentou expansão de 29,4% na mesma base de comparação.

O Gráfico 7, ao mostrar a evolução dessas duas linhas de crédito no período 2004-2010 (total e o consignado) em número índice, traduz, pela dinâmica das curvas, a expansão acentuada do crédito consignado. Apenas essa modalidade contribuiu para 32% da variação do volume de crédito à Pessoa Física.

Gráfico 7 - Expansão do Saldo de Crédito Total com Recursos Livres e do Crédito Consignado*

Em número índice (base: jan/04), construído a partir dos valores a preços constantes do último mês (IPCA)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB.

* Referente aos 13 maiores bancos que operam com crédito pessoal.

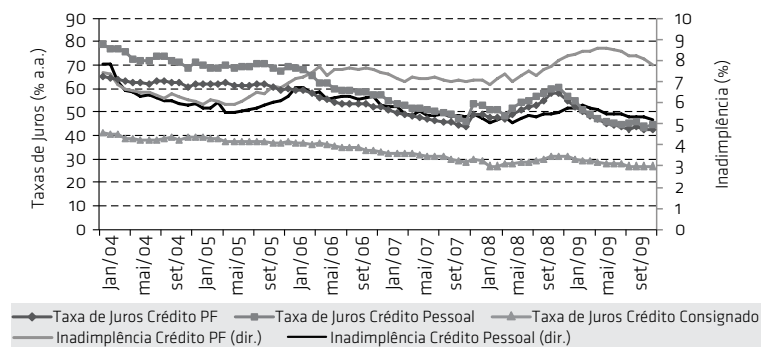
O governo federal, ao estender o programa dos empréstimos consignados aos beneficiários do INSS, facilitou e ampliou o acesso ao sistema bancário de segmentos da população com renda mais reduzida, viabilizando a realização de

operações de crédito com taxas de juros bem mais acessíveis que as aplicadas usualmente pelo mercado financeiro. Para se ter uma ideia, enquanto a taxa de juros dos empréstimos consignados referentes a fevereiro de 2010 atingiu 27,3% a.a., a mesma taxa para os empréstimos pessoais (inclusive as operações consignadas em folha de pagamento e cooperativas) foi de 43,8% a.a. O Gráfico 8 abaixo expressa a evolução das taxas de juros por modalidade: crédito pessoal (inclusive o consignado), crédito consignado e crédito à Pessoa Física. Além disso, apresenta as taxas de inadimplência do crédito à Pessoa Física e do crédito pessoal, ambas oscilantes em patamares relativamente controlados.

Apesar de alguns avanços no lado da oferta, acredita-se que a expansão do crédito para Pessoa Física esteja mais fortemente associada a condicionantes do lado da demanda, com destaque para as trajetórias favoráveis da massa salarial, do emprego formal, do salário mínimo real e benefícios a ele vinculados. De janeiro de 2004 a dezembro de 2009 verifica-se uma expansão de 35,5% no indicador de massa salarial acumulada nos últimos 12 meses, calculado pela multiplicação do rendimento efetivamente recebido pelo número de pessoas ocupadas da PME (IBGE) – Gráfico 9. Essa mesma pesquisa revela que o número de pessoas ocupadas mostrou variação positiva de 17,6% enquanto que o crescimento do emprego com carteira assinada, mostrou-se ainda superior, a saber, crescimento de 31,4%, em seis anos. Soma-se a tais fatores a redução da taxa de desocupação média a qual atingiu em dezembro de 2009 a cifra de 6,8%, patamar mínimo da série nesse período, empatado com a taxa de dezembro de 2008.

Gráfico 8 - Taxas de Juros e Inadimplência do Crédito à Pessoa Física

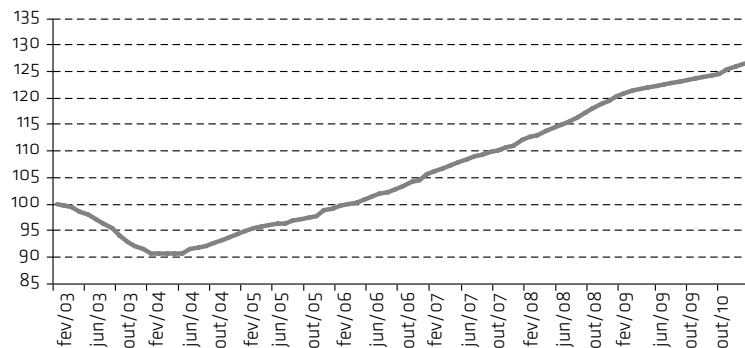
Taxa de Juros Prefixadas (% a.a.) e Inadimplência acima de 90 dias (%)



Fonte: BCB.

Gráfico 9 - Massa Salarial Real Efetivamente Recebida Acumulada em 12 meses

Número índice (fev/03=100)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da PME/IBGE.

11. Série em reais (R\$) constantes do último mês, elaborada pelo IPEA, deflacionando-se o salário mínimo nominal pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) do IBGE a partir de março de 1979.

Vale ressaltar ainda o aumento do salário mínimo real¹¹ (em reais constantes de dezembro de 2009) que passou de R\$ 327,7 em janeiro de 2004 para R\$ 479,2 em dezembro de 2009, com expansão real de 46%. Os ganhos reais do salário mínimo, somados a sua vinculação a benefícios previdenciários e assistenciais têm por resultado um incremento significativo da massa monetária – de origem pública e caráter permanente, o que por sua vez, parece contribuir para a expansão do crédito, em especial, à Pessoa Física.

A noção de que o passivo dos indivíduos é ativo dos bancos remonta à dimensão de sustentabilidade da expansão acentuada do crédito à Pessoa Física verificada nos últimos anos. Além dos efeitos das condições do crédito (juros e prazos), tal sustentabilidade pode estar associada aos fatores relacionados à “colaterização” desses ativos, seja pela expansão do emprego formal, seja pelo aumento real do salário mínimo e seus efeitos sobre o rendimento médio dos indivíduos. O fato é que a expansão da massa monetária em virtude da maior formalização do mercado de trabalho e da expansão do salário mínimo real parece constituir lastro não apenas para o aumento das concessões de crédito à Pessoa Física, como também – e indiretamente – aos investimentos, impulsionados por expectativas favoráveis dos agentes.

Embora uma maior qualidade do crédito reduza o risco a ele associado, isso não significa dizer que a fragilidade financeira no sentido minskyano não esteja em jogo. A competição crescente entre as instituições bancárias e a dependência de uma conjuntura macroeconômica favorável podem sugerir um lado perverso do endividamento familiar.

Segundo Minsky (1982), a fragilidade financeira é decorrência direta da existência de dívida. Tanto o crescimento econômico quanto a composição da dívida (posições *hedge*, especulativa e ponzi) são considerados como fatores de fragilidade. Essa abordagem oferece algumas pistas para a análise da sustentabilidade macroeconômica da expansão recente dos empréstimos destinados aos

indivíduos. Tal análise pode ser feita em duas dimensões: i) composição e condições de crédito e ii) estoque.

A análise das distintas linhas de crédito no início desta seção mostrou uma expansão mais acentuada das linhas consideradas de médio prazo, com destaque para *leasing*, aquisição de veículos e crédito pessoal, especialmente o consignado. Embora a elevada expansão e participação crescente dos empréstimos em consignação sugiram uma maior acessibilidade e sustentabilidade do crédito devido a melhorias nas condições de acesso, seria precipitado concluir sobre a sustentabilidade do crédito à Pessoa Física como um todo, tendo em vista a distribuição entre as linhas de crédito que compõem esse segmento. Além disso, a mensuração da sustentabilidade da expansão do crédito à Pessoa Física requer estudos mais aprofundados, o que dependeria fundamentalmente de fontes de dados mais específicas que, em geral, não estão disponíveis ao acesso público.

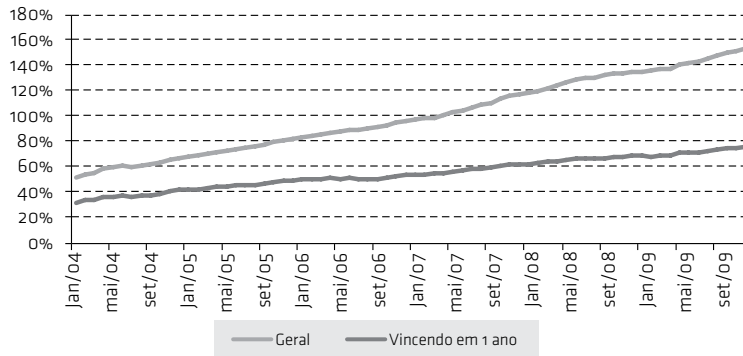
Sendo assim, a análise da carteira de crédito à Pessoa Física no que se refere ao peso das distintas linhas na sua composição e expansão não parece tão conclusivo acerca da sustentabilidade macroeconômica. Por outro lado, a partir de uma análise de estoque podemos utilizar um possível indicador de alavancagem das pessoas físicas referente à divisão da relação crédito destinado a esse público pela massa salarial acumulada em 12 meses.

Como podemos observar no gráfico abaixo essa relação (medida em unidades) mostra uma trajetória ascendente do indicador, que chega a atingir 1,54% em dezembro de 2009. Isso indica que a massa salarial gerada em um ano é insuficiente para pagar todo o estoque de crédito gerado. Contudo, como o vencimento destes créditos é distribuído ao longo do tempo, se consideramos o crédito com vencimento em até um ano (curtíssimo e curto prazo na nomenclatura do BCB), a massa salarial acumulada em 12 meses é mais que suficiente para cobrir estas despesas. Em dezembro de 2009, a parcela destes créditos sobre a massa salarial era de 76,4%.

Houve uma elevação da fragilidade financeira, mas este processo é esperado, conforme colocado pelo próprio Minsky. Todavia, esta elevação se mostrou sob controle, já que ainda que a renda gerada em um ano não seja capaz de honrar a totalidade das obrigações, ela é capaz de liquidar todas as obrigações vencidas neste período de tempo, sem implicar um *default*. O ritmo da expansão dos indicadores de fragilidade corrobora também esta interpretação, já que não mostrou uma trajetória explosiva de expansão, mas sim uma trajetória irregular – ainda que positiva na maior parte do tempo (Gráfico 11).

Gráfico 10 – Relação entre Crédito a Pessoa Física e Massa Salarial

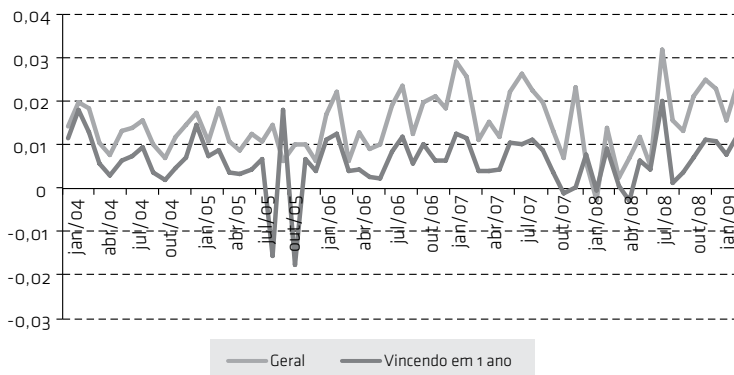
Unidade



Fonte: Elaboração própria.

Gráfico 11 – Variação da Relação entre Crédito a Pessoa Física e Massa Salarial

Variação da relação em pontos percentuais



Fonte: Elaboração própria.

Portanto, esta trajetória da relação crédito à Pessoa Física/massa salarial corrobora a hipótese de que as condições do lado da demanda – tais como emprego e rendimento médio do trabalho – têm um peso significativo na expansão do crédito à Pessoa Física, mas indica também que outros fatores institucionais, como os apontados acima, podem ter contribuído para este processo. Mais que isso, esta expansão da renda e da massa salarial contribuem também para a sustentabilidade macroeconômica dessa expansão.¹² Em outras palavras, a expansão do crédito foi compatível com a manutenção de uma posição de fragilidade financeira sustentável.

12. Vale, contudo, destacar que embora ilustrativo, o indicador de estoque, assim como a tão utilizada relação crédito/PIB pode esconder muita informação, sendo necessária uma análise mais detalhada das condições das linhas de crédito destinadas às pessoas físicas.

Conclusão

O período 2004-2009 apresentou um quadro de maior crescimento econômico, aliado a maior estabilidade de preços e câmbio. Em particular, a significativa expansão da renda e das intenções de consumo das famílias e das empresas (bem como dos investimentos) elevou a demanda por crédito na economia brasileira. A inflação mais modesta permitiu a vigência de menores taxas básicas de juros (dentro da lógica do regime de metas para inflação) e as melhores condições de pagamento dos tomadores (associadas a um grau relativamente baixo de endividamento dos agentes) levaram a uma redução dos *spreads* bancários, reduzindo o custo financeiro dos empréstimos e facilitando o acesso dos agentes a estes recursos.

De todos os setores, o segmento Pessoas Físicas apresentou a tendência mais forte e mais clara de expansão ao longo dos anos dentro da esfera privada, refletindo não só a maior propensão destas a se endividar como mudanças no Sistema Financeiro Nacional, que permitiram o maior acesso ao crédito pelas famílias. A redução das taxas de desemprego paralelas à elevação do emprego formal, a elevação da massa salarial e a política de valorização do salário mínimo, aliados à instituição do crédito consignado em folha de pagamento, foram os principais determinantes deste desempenho. Este comportamento se mostrou sustentável, tanto em termos de risco quanto de prolongamento, ao longo do período.

Esta trajetória se manteve, inclusive, após o período de crise. Como a desaceleração econômica atingiu de forma limitada os níveis de emprego e a massa salarial se manteve em expansão, os fatores que condicionam a demanda por crédito se mantiveram aquecidos. Tal fato nos permite reforçar a sustentabilidade desta expansão. §

Referências bibliográficas

- CARVALHO, F. (2005). Inovação financeira e regulação prudencial: da regulação de liquidez aos acordos de Basileia. In: SOBREIRA, R., *Economia monetária e financeira: teoria e política*. São Paulo: Atlas, cap. 6.
- CARVALHO, F. J. C.; SOUZA, F. E. P.; SICSÚ, J.; PAULA, L. F. R. e STUDART, R. (2007a). *Economia monetária e financeira: teoria e política*. Rio de Janeiro: Campus, caps. 13 e 15-18.
- CARVALHO, F. J. C. (2007b) Sobre a preferência pela liquidez dos bancos. *Sistema financeiro: uma análise do setor bancário brasileiro*. São Paulo: Ed. Elsevier, cap. 1, p. 3-21.
- _____. (2009). Reformas financeiras para apoiar o desenvolvimento. Mimeo.
- DAVIDSON, P. (1972). *Money and The Real World*. Wiley.
- DEQUECH, D. (2008). *Varieties of uncertainty: a survey of the economic literature*. Anais do XXXVI Encontro Nacional de Economia.
- EICHNER, A. S. (1976). *The Megacorp and Oligopoly*. Cambridge University Press, caps. 2 e 3, p. 19-107.
- FERRARI FILHO, F. & CAMARGO CONCEIÇÃO, O. (2005). The Concept of Uncertainty in Post Keynesian Theory and in Institutional Economics. *Journal of Economic Issues*. Vol. XXXIX, n. 3, setembro.
- KALECKI, M. (1937). Principle of increasing risk. *Economica*, nº 4, November 1937.
- KEYNES, J. M. (2007). *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Ed. Atlas, 1ª ed., 13ª reimpressão. [KEYNES, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Macmillan Cambridge University Press.]
- LEVINE, R. (2004). Finance and Growth: theory and evidence. *Paper prepared for the Handbook of Economic Growth*. Carlson School of Management, University of Minnesota and the NBER.
- HERMANN, J. (2002a). Financial Structure and Financing Models: The Brazilian Experience over the 1964-1997 Period. *Journal of Latin American Studies*, 34. Rio de Janeiro.
- _____. (2002b). Liberalização e crises financeiras: o debate teórico e a experiência brasileira nos anos 1990. Tese de Doutorado. Caps. 3/6/8. Rio de Janeiro: Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ).
- MARTINS, N. M. (2009). Mercado acionário brasileiro: Uma Análise Qualitativa da Expansão de 2004-2008. Capítulo I, Monografia (Bacharelado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.
- MINSKY, H. P. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven: Yale University Press.

Recebido em março de 2011
e aprovado em julho de 2011