

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

JOÃO SOUZA FERNANDES

**A EXPANSÃO DO CRÉDITO PARA PESSOAS FÍSICAS
NO BRASIL E OS RISCOS AO SFN**

Porto Alegre

2013

JOÃO SOUZA FERNANDES

**A EXPANSÃO DO CRÉDITO PARA PESSOAS FÍSICAS
NO BRASIL E OS RISCOS AO SFN**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Milan

Porto Alegre

2013

JOÃO SOUZA FERNANDES

**A EXPANSÃO DO CRÉDITO PARA PESSOAS FÍSICAS
NO BRASIL E OS RISCOS AO SFN**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Economia.

Aprovada em: Porto Alegre, ____ de ____ de 2013.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Marcelo Milan – Orientador

UFRGS

Prof. Dr. André Moreira Cunha

UFRGS

Prof. Dr. Antonio Ernani Martins Lima

UFRGS

Para minha família, Rogério Fernandes, Ericlea Leão de Souza e Laura Souza Fernandes, pelo apoio incondicional.

AGRADECIMENTOS

Agradeço, inicialmente, a meus pais, Rogério Fernandes, e Ericlea Leão de Souza, que me educaram para ter a dedicação e a capacidade que possibilitaram o meu ingresso na Universidade Federal do Rio Grande do Sul, e a conclusão do curso de Ciências Econômicas. Muito além de viabilizar essa conquista, me incentivaram e apoiaram em todas as minhas decisões, em todos os momentos de dificuldade, ou de bonança. Minhas realizações são graças a eles.

Agradeço à minha irmã, Laura Souza Fernandes, que sempre esteve pronta para me auxiliar quando precisei. Por sempre poder contar aquilo não tinha coragem de dizer a mais ninguém, e que sempre me ouviu com toda a atenção, dando apoio incondicional em todas as dificuldades que enfrentei. Uma pessoa com quem muito aprendi, mesmo muitas vezes sem perceber que me ensinava.

Agradeço à minha namorada, Emanoele Colling, pela sua capacidade de tornar as dificuldades mais fáceis de enfrentar, de me estimular quando a desistência parecia mais atrativa, de me fortalecer nos momentos de fraqueza e de tratar meus desafios como dela. Pelo carinho único, amizade, companheirismo, e amor incondicional.

Agradeço aos meus amigos de tantos anos, que me acompanham desde a infância e que participaram e contribuíram para minha formação como pessoa. Pela amizade incondicional ao longo do tempo, e, mesmo sem dividir laços de sangue, sempre considerados verdadeiros irmãos.

Agradeço a Maria de Lurdes da Costa Pires, que foi, para mim, como uma segunda mãe, ao longo de minha vida. Que me ajudou a me tornar a pessoa que sou hoje, que influenciou minhas convicções e que muito contribuiu para minha formação.

Agradeço, por fim, aos professores da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, responsáveis pela minha formação como economista. Em especial, ao Prof. Dr. Marcelo Milan, que me orientou na realização desse trabalho, cuja participação ativa e acompanhamento foram fundamentais para que conseguisse finalizar minha graduação. Também agradeço ao Prof. Dr. André Moreira Cunha e ao Prof. Dr. Antonio Ernani Martins Lima, que compuseram a banca examinadora deste trabalho e cujos comentários contribuíram para seu aperfeiçoamento. Ainda gostaria de agradecer ao Prof. Dr. Ronaldo Herrlein Jr., que muito contribuiu para minha instrução e para a consolidação das minhas convicções.

RESUMO

Este estudo analisa a expansão do crédito no Brasil no período entre 2002 e 2012, dando enfoque àquele destinado às pessoas físicas, e apresentando as características do desenvolvimento desse mercado no país. Também é realizada uma avaliação da sustentabilidade dessa expansão, e dos seus efeitos sobre a dinâmica do Sistema Financeiro Nacional, investigando a existência de possíveis impactos sobre a estabilidade financeira do país. Em primeiro lugar, são descritos os principais indicadores do mercado de crédito que foram utilizados ao longo do estudo. Em seguida, se faz uma análise do contexto macroeconômico em que o Brasil se encontrava no início do intervalo em estudo, uma descrição de como se deu o crescimento do crédito e uma investigação de seus efeitos sobre a inadimplência, o endividamento da população e o comprometimento de sua renda. Por fim, é realizada uma análise do desenvolvimento do crédito em outros países, fazendo um comparativo entre a experiência internacional e o caso brasileiro.

Palavras-chave: Crédito. Inadimplência. Endividamento. Comprometimento da Renda. Estabilidade Financeira

ABSTRACT

This study aims to analyze the expansion of credit in Brazil in the period between 2002 and 2012, emphasizing the one granted to individuals, and presenting the characteristics of the development of this market in the country. An assessment of the sustainability of this expansion and its effects on the dynamics of the financial system is carried out, investigating the existence of possible impacts on the country's financial stability. First, it's described the key indicators of the credit market that were used throughout the study. Then, it's made an analysis of the macroeconomic context in which Brazil was at the beginning of the interval under study, a description of how the credit growth occurred and an investigation of its effects on the defaults, the indebtedness of the population and their debt burden. Finally, it's performed an analysis of the development of credit in other countries, making a comparison between the international experience and the Brazilian case.

Keywords: Credit. Defaults. Indebtedness. Debt Burden. Financial Stability.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Estatísticas de Crédito no Brasil.....	23
Figura 2 - Inadimplência por Países (% , saldo de créditos em atraso em relação ao total).....	69
Gráfico 1 - Expansão da Renda no Brasil	27
Gráfico 2 - Evolução do Salário Mínimo e do Desemprego	28
Gráfico 3 - Evolução do PIB pela Ótica da Demanda (R\$ bilhões, acumulado em 4 trimestres).....	29
Gráfico 4 - Índice de Vendas no Comércio Varejista (2011=100).....	31
Gráfico 5 - Estoque de Crédito / PIB (%)	32
Gráfico 6 - Estoque de Crédito Público e Privado / PIB e Crescimento do PIB em 12M (%).....	33
Gráfico 7 - Estoque Nominal de Crédito com Recursos Livres e Direcionados (R\$ bilhões)	35
Gráfico 8 - Taxa de Juros Média (% a.a.) das Operações de Crédito e Selic Meta (% a.a.)	37
Gráfico 9 - Novas Concessões Reais de Créditos Livres (média em 12 meses, R\$ Bilhões)	39
Gráfico 10 - Crescimento (%) em 12 Meses das Novas Concessões Reais de Créditos Livres.....	41
Gráfico 11 - Estoque Nominal de Crédito para PF por tipo de Linha (R\$ bilhões)	42
Gráfico 12 - Estoque Nominal do Cartão de Crédito e do Cheque Especial (R\$ bilhões).....	43
Gráfico 13 - Prazo Médio das Operações de Crédito para PF por tipo de Linha (em meses).....	44
Gráfico 14 - Novas Concessões Reais de Créditos Livres (média em 12 meses, R\$ Bilhões)	45
Gráfico 15 - Endividamento das Famílias (%).....	48

Gráfico 16 - Comprometimento da Renda das Famílias (%)	49
Gráfico 17 - Prazo Médio (em meses) das Operações de Crédito com Recursos Livres	52
Gráfico 18 - Inadimplência nas Operações de Crédito com Recursos Livres (%)	53
Gráfico 19 - Inadimplência (PF) e Crescimento do PIB acumulado em 12 meses (%)	55
Gráfico 20 - Inadimplência (PJ) e Crescimento do PIB acumulado em 12 meses (%)	56
Gráfico 21 - Inadimplência (%) da Pessoa Física: Cheque Especial e Cartão de Crédito	58
Gráfico 22 - Inadimplência (%) da Pessoa Física: Crédito Pessoal e Aquisição de Veículos	59
Gráfico 23 - Inadimplência do Cartão de Crédito e Crescimento do PIB em 12 meses (%)	62
Gráfico 24 - Países ordenados pelo PIB em 2012 (US\$ bilhões)	65
Gráfico 25 - Inadimplência (%) Média do Brasil, 20 Países Analisados e América Latina	71
Gráfico 26 - Cruzamento da Inadimplência (%) e Estoque de Crédito/PIB (%), por Países	73

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Correlação entre a Inadimplência e o Ciclo Econômico.....	57
Tabela 2 - Correlação entre a Inadimplência, por Linha de Crédito, e o Ciclo Econômico.....	60
Tabela 3 - Crescimento Real (%) Anual do Consumo das Famílias, por País	66
Tabela 4 - Evolução do Estoque de Crédito (em % do PIB), por País	67
Tabela 5 - Taxa Média Nominal de Juros dos Empréstimos (% a.a.)	74

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BCB – Banco Central do Brasil

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

CMN - Conselho Monetário Nacional

COPOM – Comitê de Política Monetária

FMI – Fundo Monetário Internacional

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IMF – International Monetary Fund

MSAD – Massa Salarial Ampliada Disponível

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico

PF – Pessoa(s) Física(s)

PIB – Produto Interno Bruto

PJ – Pessoa(s) Jurídica(s)

SF – Sistema Financeiro

SFN – Sistema Financeiro Nacional

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	13
2	REVISÃO DA LITERATURA	16
3	DESCRIÇÃO DOS DADOS E DAS OPERAÇÕES DE CRÉDITO	18
3.1	MODALIDADES DE CRÉDITO	19
3.2	CRÉDITO REFERENCIAL PARA TAXAS DE JUROS	21
3.3	OUTROS INDICADORES	23
4	ANÁLISE DA EVOLUÇÃO DO CRÉDITO NO BRASIL DE 2002 A 2012	26
4.1	O CONTEXTO MACROECONÔMICO	26
4.2	A EXPANSÃO DO CRÉDITO NO BRASIL.....	31
4.3	ENDIVIDAMENTO, COMPROMETIMENTO DA RENDA E INADIMPLÊNCIA.....	47
5	EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL.....	64
6	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	76
	REFERÊNCIAS	80

1 INTRODUÇÃO

Nos últimos onze anos (2002 a 2012), o Brasil observou uma expansão acentuada do nível de crédito na economia, tanto em termos absolutos, quanto em relação ao produto interno bruto (PIB), influenciado por mudanças estruturais significativas pelas quais o país passou no período. Desse crescimento, podem-se inferir diversas consequências para o funcionamento da economia e do Sistema Financeiro Nacional (SFN): tanto efeitos positivos, quanto negativos, para o crescimento, desenvolvimento e estabilidade econômica do país podem ser ressaltados. Além das observações empíricas *ex post* que podem ser feitas a partir da análise dessa expansão do crédito, também se pode atentar para os riscos que ela pode trazer para a estabilidade macroeconômica e financeira, dados os efeitos indiretos que possui sobre outros indicadores importantes, como os preços, emprego e a renda. Também é importante notar que o crédito está intrinsecamente relacionado com o nível de endividamento dos agentes, principalmente aquele das pessoas físicas, e que a manutenção dessa dívida agregada em níveis sustentáveis é fundamental para a estabilidade macroeconômica e a solvência do SFN.

A análise *ex post* do período em questão e a mensuração dos riscos aos quais a economia está submetida são fundamentais para uma compreensão efetiva da expansão do crédito no Brasil e dos efeitos futuros da mesma. Não obstante, o desenvolvimento de perspectivas futuras para essa expansão para os próximos anos é um aspecto de igual importância no estudo, dado que representa uma referência das prováveis trajetórias que essa expansão tomará e dos efeitos que terá nas demais variáveis macroeconômicas e nos riscos para a estabilidade do SFN. É importante ressaltar que a realização deste estudo implica a impossibilidade de manter sua abrangência apenas na economia doméstica. A comparação da evolução do crédito no Brasil com a de outros países, principalmente aqueles com níveis maiores de crédito, é de significativa importância, já que fornece diferentes perspectivas dos efeitos que essa expansão tem sobre a economia e sobre o SFN.

Historicamente, crises financeiras, de maior ou menor magnitude, estão intrinsecamente relacionadas com processos de insolvência em segmentos do SFN, ou seja, de dificuldades no sistema para que os agentes credores tenham seus créditos amortizados pelos contratantes desses créditos, os mutuários, o que caracteriza um cenário de elevação generalizada da inadimplência. Os efeitos econômicos sob essas circunstâncias podem ser severos, dados os impactos sobre outras variáveis macroeconômicas. Comportamentos usualmente observados quando há insolvência no SFN são, por exemplo, contração dos

investimentos, deterioração das expectativas futuras dos agentes, oscilações elevadas no preço de ativos, destruição de riqueza, desaceleração do crescimento da renda e aumento do desemprego.

Desta forma, a expansão elevada do crédito nas mãos da população para níveis pouco sustentáveis tem um papel importante em contribuir para tais eventos. O crescimento do crédito implica um correspondente aumento no nível de endividamento das famílias, o qual, conseqüentemente, pode gerar uma elevação da inadimplência desses tomadores para com seus credores. A crise financeira internacional de 2007-08 se coloca como um exemplo claro desses efeitos, de modo que, ainda que não se possa atribuir a origem da crise exclusivamente à expansão elevada do crédito para a população dos EUA, o papel desta última é significativo e merece uma análise cuidadosa. Nos anos antecedentes à crise, os consumidores norte-americanos vinham poupando menos, tomando maiores empréstimos e elevando seus gastos com consumo, de modo que o endividamento excessivo da população teve sensível importância na germinação da crise financeira internacional de 2007-08 e na recessão econômica que a sucedeu.

No Brasil, o que foi observado na última década foi uma elevação acentuada do consumo e da distribuição de renda, o que está relacionado com a ascensão das classes de menor poder aquisitivo e aumento da massa salarial. É importante observar que esse crescimento do poder de compra das famílias possibilitou a efetivação de uma demanda reprimida de grande parte da população, que passou a possuir, efetivamente, a possibilidade de consumir bens que antes não tinha acesso. A participação do crédito, nesse contexto, foi fundamental para financiar esse novo padrão de consumo no país. Por outro lado, não há no Brasil muitos estudos sobre este importante tema. Esta pesquisa permite contribuir para este conhecimento, justificando, para além da importância do assunto para a economia real, a pesquisa.

Desta forma, este trabalho tem como objetivo principal realizar uma análise descritiva da expansão do crédito no Brasil, entre 2002 e 2012, com ênfase no crédito destinado à pessoa física (PF), e buscando avaliar se ainda há potencial para um maior desenvolvimento desse mercado no país. Os objetivos secundários incluem entender os riscos que essa expansão traz à estabilidade do SFN, principalmente no que tange ao endividamento e comprometimento da renda da população, à inadimplência na economia em comparação com a de outros países e à sustentabilidade desse processo de crescimento, considerando a existência de outros fatores que influenciam na estabilidade do SFN. A investigação da questão apresentada partirá da hipótese central, de que a presença do crédito na economia brasileira ainda se encontra em

nível sustentável, com potencial para se expandir mais acentuadamente. Vale ressaltar que um estudo mais aprofundado do crédito destinado à pessoa jurídica (PJ) não consistirá o foco do trabalho, ainda que não seja possível estudar a evolução do crédito no país, sob qualquer enfoque definido, sem abordar alguns aspectos da dinâmica dessa modalidade.

A questão principal será investigada, inicialmente, a partir da análise descritiva dos indicadores do mercado de crédito brasileiro, visando a destacar as principais características desse mercado e explicar como se deu o processo de expansão do crédito no Brasil. Para este fim, a avaliação incorporará aspectos diversos do tema, descrevendo a evolução das operações de crédito contratadas, das taxas de juros médias cobradas pelas instituições financeiras, dos prazos médios dos financiamentos, dos níveis de inadimplência dos mutuários, do endividamento da população e do comprometimento de sua renda. Também será considerado, além de valores agregados, o comportamento específico das principais linhas de crédito contratadas, e o papel delas na expansão do crédito no Brasil. Também será efetuada uma comparação do desenvolvimento do mercado de crédito brasileiro com a experiência observada em outros países, considerando, para este fim, tanto economias avançadas, quanto países em desenvolvimento com similaridades institucionais e históricas com o Brasil. Essa comparação internacional objetiva uma descrição do desempenho do crédito no mercado brasileiro relativamente ao em outros países, auxiliando a verificar os aspectos em que esse mercado tem potencial para se desenvolver no Brasil.

Diante do exposto, o trabalho está organizado em seis seções. A primeira consiste numa introdução sobre o assunto, enquanto a segunda fará uma breve revisão da exígua literatura disponível sobre o tema. A terceira é destinada a descrever os principais indicadores do mercado de crédito que serão utilizados ao longo do trabalho. A quarta seção engloba uma análise descritiva do desenvolvimento do crédito no Brasil, expondo o contexto macroeconômico do país ao longo do período estudado, apresentando a evolução dos principais indicadores de crédito e investigando a dinâmica da inadimplência, do endividamento e do comprometimento da renda da população. A quinta seção se propõe a realizar um comparativo do desenvolvimento do crédito no Brasil com a experiência de outros países, tanto no que tange à sua expansão, quanto ao comportamento observado da inadimplência em diferentes economias. A sexta seção, por fim, se dedica a realizar as considerações finais.

2 REVISÃO DA LITERATURA

A literatura existente que se propõe a analisar a expansão do crédito no Brasil, mantendo o enfoque no crédito à pessoa física e nos riscos para o SFN, ainda é relativamente escassa. Os trabalhos sobre o assunto usualmente enfocam a questão da estabilidade financeira pela ótica da regulação, normalmente abordando o papel do Banco Central dentro desse contexto de crescimento do crédito. No que tange à estabilidade do SFN como um todo, avaliando de modo geral os fatores que a influenciam, há uma quantidade maior de trabalhos disponíveis. Não obstante, poucos enfocam a questão do endividamento da população. Silva, Sales e Gaglianone (2012) apresentam uma análise dos principais indicadores relacionados com a estabilidade do SFN, ainda que não enfoquem a questão do crédito à pessoa física. Em sua conclusão, os autores realizam a seguinte avaliação:

Taking individually each dimension of financial vulnerability for Brazil, several factors guarantee the robustness and solidity of the Brazilian financial system: capital adequacy buffers above international standards, rigorous rules for credit provisioning, elevated liquidity levels (e.g., net assets/short-term liabilities), credit expansion with decreasing interest rates and bank spreads. Moreover, domestic non-performing loans (NPL) are expected to diminish in the upcoming quarters. (SILVA; SALES; GAGLIANONE, 2012, p. 51)

Em resumo, na avaliação dos autores o SFN brasileiro se apresenta robusto e sólido, com níveis adequados de provisões de capital e elevada liquidez, também colocando que esperam uma queda na inadimplência no curto prazo. Ainda que não trate estritamente do tema abordado por esse trabalho, essa avaliação reforça a hipótese de que o crédito no Brasil ainda se encontra em nível sustentáveis. O Fundo Monetário Internacional (FMI), por sua vez, realiza uma investigação mais específica sobre o desenvolvimento do crédito no Brasil, ponderando que a experiência internacional mostra que períodos de crescimento acelerado do crédito se mostram, normalmente, associados com elevação de fragilidades financeiras, impulsionadas por deterioração dos critérios para as concessões dos créditos, excessiva alavancagem dos agentes e bolhas de preços dos ativos (INTERNATIONAL MONETARY FUND, 2013). Não obstante, a instituição realiza a seguinte avaliação das condições de crédito no Brasil:

The credit expansion in Brazil has been large and for a long duration but, banking sector risks appear well contained. The size and duration of the credit expansion in Brazil are at the higher end of the international experience documented in Dell’Ariccia et al (2012). However, credit deepening in Brazil started at a relatively low level (credit to GDP stood at about 20 percent in 2004), and despite a decade of strong growth, credit-to-GDP (at the current level of 49 percent of GDP) remains

relatively low by international standards. Further, as demonstrated in the recent Financial Sector Assessment Program (FSAP), the vast majority of Brazilian banks are in a position to withstand substantial levels of stress including sizable credit shocks. (INTERNATIONAL MONETARY FUND, 2013, p. 4)

Portanto, de modo geral, a instituição avalia que, mesmo tendo o crédito mostrado uma expansão significativa por um período longo, os riscos ao setor bancário aparentam estar contidos. Além disso, de acordo com essa avaliação, os bancos brasileiros estariam em posição de suportar níveis substanciais de estresse. Em relação à dinâmica da inadimplência no Brasil, Correa *et al.* (2011) realiza uma investigação sobre a relação desse indicador com os ciclos de atividade econômica, verificando uma relação entre a inadimplência do crédito destinado ao consumo no comércio varejista e as oscilações no crescimento do PIB e do emprego. Seguindo uma linha de trabalho similar, Marins e Neves (2013) analisam a relação da inadimplência das pessoas jurídicas e os ciclos econômicos, encontrando evidências de correlação entre a primeira e as variações no crescimento do PIB e da inflação.

3 DESCRIÇÃO DOS DADOS E DAS OPERAÇÕES DE CRÉDITO

Uma análise eficaz da evolução dos indicadores de crédito no Brasil está intrinsecamente relacionada e embasada na utilização de dados coletados por instituições de referência e credibilidade para esta função. Nesse contexto, os indicadores divulgados pelo Banco Central do Brasil (BCB) serão utilizados de modo amplo, considerando que a autarquia federal é a autoridade monetária maior no país, com a missão de garantir a estabilidade do poder de compra da moeda e um sistema financeiro sólido e eficiente. Por conseguinte, é importante ressaltar que o BCB é a principal instituição responsável pelo fornecimento de informações relativas à evolução do crédito no Brasil, dado que suas atividades principais englobam a condução de política monetária e de crédito, a regulação e supervisão do SFN e a administração do sistema de pagamentos e do meio circulante.

Diante do exposto, se faz necessária uma descrição prévia dos principais indicadores que serão apresentados nesse trabalho. Essa caracterização será efetuada de acordo com a metodologia utilizada pelo BCB para o cálculo das estatísticas referentes à evolução do crédito no país. A abrangência dos dados compreende as operações de crédito, para pessoas físicas e/ou jurídicas, realizadas por bancos (comerciais, de investimento, de câmbio, de desenvolvimento, múltiplos e Caixa Econômica Federal), financeiras, sociedades de arrendamento mercantil, associações de poupança e empréstimo, companhias hipotecárias, sociedades de crédito imobiliário, cooperativas de crédito, agências de fomento mercantil e pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). A análise do crédito pode ser efetuada sob cinco óticas principais, cada qual com seu grau de importância e objetivos específicos, no que se refere a qual aspecto da evolução do crédito ela busca explicitar. São elas: o saldo/estoque de crédito, as concessões mensais de crédito, as taxas de juros contratadas, o prazo médio das operações e a inadimplência dos mutuários.

O saldo nominal das operações de crédito é um dos principais indicadores a ser utilizado. Essa medida, que estima o estoque total de crédito acumulado na economia brasileira, se eleva conforme ocorrem novas concessões e incorporação de juros a pagar. Por outro lado, diminui conforme são realizados os pagamentos de prestações (compostas por principal e juros), liquidações de operações (pagamento antecipado pelo mutuário) e baixas para prejuízo (contabilização, como prejuízo para a instituição financeira, de créditos não pagos pelo mutuário). Um modo usualmente utilizado para se estudar a evolução do saldo nominal de crédito é observar sua razão com o produto interno bruto (PIB) acumulado nos últimos doze meses, o que permite avaliar se o crescimento do crédito na economia vem

ocorrendo num ritmo igual, superior, ou inferior ao do crescimento econômico. As concessões de crédito, por sua vez, correspondem aos novos montantes de crédito efetivamente contratados pelos mutuários, sendo um somatório das novas operações de crédito ocorridas no mês de referência. Esse indicador, portanto, é uma medida do fluxo (e não do estoque) de novos créditos entrando na economia, permitindo avaliar o ritmo de crescimento das emissões de novos créditos pelas instituições financeiras.

As taxas médias de juros das novas operações de crédito contratadas a cada mês apontam as taxas de juro, encargos fiscais e encargos operacionais compreendidos nas referidas operações, os quais se relacionam com o custo de captação pela instituição financeira, o prêmio pelo risco e a margem de lucro da operação. Só são computados os encargos cuja cobrança está associada à efetiva utilização do crédito disponibilizado – desse modo, fica excluído do cálculo, por exemplo, a cobrança da anuidade de cartão de crédito. A taxa média de juros de determinada linha de crédito é calculada a partir da média das taxas de juros das operações contratadas naquele mês, ponderadas pelo valor de cada concessão. Para a apuração das taxas médias de pessoas físicas, pessoas jurídicas, do crédito livre e do total de crédito concedido naquele mês, as taxas de cada modalidade são ponderadas por seus respectivos saldos.

O prazo médio das operações de crédito apresenta a média dos prazos a decorrer até a data prevista para a liquidação da operação, ponderada pelo valor de cada concessão. O indicador reflete o prazo originalmente contratado, e não o prazo remanescente para o vencimento, se referindo, desse modo, apenas às operações contratadas no mês de referência, e não ao saldo acumulado. A inadimplência, por fim, corresponde ao percentual de operações com atraso superior a 90 dias em relação ao respectivo estoque total de crédito da modalidade. O atraso fica caracterizado quando uma das parcelas da operação não é saldada na data contratada, mesmo que ainda existam parcelas a vencer, levando todo o saldo devedor a ser considerado em atraso. Quando o não pagamento de uma das parcelas ultrapassa 90 dias da data acordada, o financiamento passa a compor o estoque de operações consideradas inadimplentes.

3.1 MODALIDADES DE CRÉDITO

Os dados coletados incluem agregados estatísticos, agrupando os diferentes tipos de crédito conforme suas características específicas. Essa abordagem permite estudar a evolução particular de cada tipo de crédito concedido no país, além de possibilitar a ramificação desses

agregados em grupamentos menores, com um maior grau de detalhamento. Usualmente, esses agregados são denominados modalidades de crédito.

O crédito pode ser ramificado em dois agregados principais, que são o crédito concedido para pessoas físicas, e o crédito concedido para pessoas jurídicas. Em síntese, o primeiro se refere à população em geral, possuidora de Cadastro de Pessoa Física (CPF), enquanto o segundo engloba empresas, órgãos públicos, e demais instituições caracterizadas pela posse de Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica (CNPJ). Essas classificações são importantes, pois permitem separar as principais linhas de crédito de acordo com sua destinação específica.

Há, ainda, outras duas modalidades importantes, nas quais o saldo nominal de crédito por ser segmentado, utilizando critérios diferentes da separação por pessoa física e pessoa jurídica. A primeira se refere ao crédito contratado com taxas de juros livremente pactuadas entre os mutuários e as instituições financeiras, modalidade conhecida como crédito com recursos livres. A segunda considera as operações de crédito com destinação específica, recursos e taxas de juros definidas por normas governamentais, visando a atender áreas consideradas prioritárias pela política pública, modalidade conhecida como crédito com recursos direcionados.

A modalidade de crédito com recursos livres destinados a pessoas físicas é composta por três grupos principais. O primeiro se refere às operações realizadas por cooperativas de crédito, destinadas exclusivamente a associados, e que incluem financiamentos rurais. O segundo grupo, o arrendamento mercantil, ou leasing, consiste em operações em que o arrendador (instituição financeira) concede ao arrendatário a utilização de um bem (objeto do financiamento), por determinado período, e a opção de compra do bem, ao final do contrato. O terceiro grupo engloba as demais operações de crédito contratadas com taxas de juros, garantias, prazos e quaisquer outras condições livremente pactuadas entre as instituições financeiras e os mutuários, sendo denominado crédito referencial para taxas de juros.

A modalidade de crédito com recursos livres destinados a pessoas jurídicas também pode ser segmentada em três grupos principais: créditos referenciais para taxas de juros, leasing e crédito rural. Contudo, a descrição individual de cada um desses grupos foge do escopo deste trabalho.

3.2 CRÉDITO REFERENCIAL PARA TAXAS DE JUROS

O crédito referencial para taxas de juros representa a principal modalidade do crédito com recursos livres, tanto para pessoas físicas, quanto para pessoas jurídicas. Desse modo, é importante detalhar as principais linhas de crédito que compõem essa modalidade. Para este fim, foram destacadas as principais linhas destinadas a pessoas físicas.

O cheque especial é caracterizado pela definição de um limite de crédito a ser utilizado pelo mutuário em situações não programadas e de curto prazo, mediante a simples movimentação da conta corrente, sem necessidade de comunicação prévia à instituição financeira, e de modo que valores depositados na conta corrente amortizem automaticamente eventuais saldos devedores. O crédito pessoal engloba operações tradicionais de empréstimo a pessoas físicas, nas quais o mutuário é submetido a uma avaliação de sua capacidade de pagamento, antes da aprovação da operação. A concessão deste tipo de crédito não está vinculada à aquisição de um bem, ou serviço específico.

O cartão de crédito concede ao mutuário a possibilidade de utilizar um cartão plástico como meio de pagamento para a aquisição de bens e serviços, dentro de determinado limite definido pelo emissor do cartão, e com o comprometimento, por parte do mutuário, de que o pagamento efetivo será realizado, no futuro – os pagamentos, normalmente, ocorrem mensalmente por meio de uma fatura emitida pela instituição financeira. O cartão ainda possibilita o parcelamento das compras realizadas, e saques em dinheiro em caixas eletrônicos. O registro de dados nessa modalidade considera apenas os saldos não quitados na data do vencimento da fatura, as parcelas vincendas de compras a prazo e os saques efetuados com o cartão de crédito.

A aquisição de veículos abrange os financiamentos para compra de veículos automotores, os quais constituem a garantia da operação, por meio de uma cláusula contratual de alienação fiduciária estabelecida no momento da concessão do crédito. A aquisição de outros bens, por sua vez, se assemelha à última, mas vincula a concessão do crédito à aquisição de um determinado bem destinado ao consumo das pessoas físicas contratantes, o qual usualmente, mas não necessariamente, constitui garantia da operação. Esta linha compreende, por exemplo, os crediários comerciais e financiamentos de equipamentos eletrônicos e de informática. O financiamento imobiliário, por fim, se refere a operações destinadas a financiar a aquisição, construção, ou reforma de imóveis residenciais.

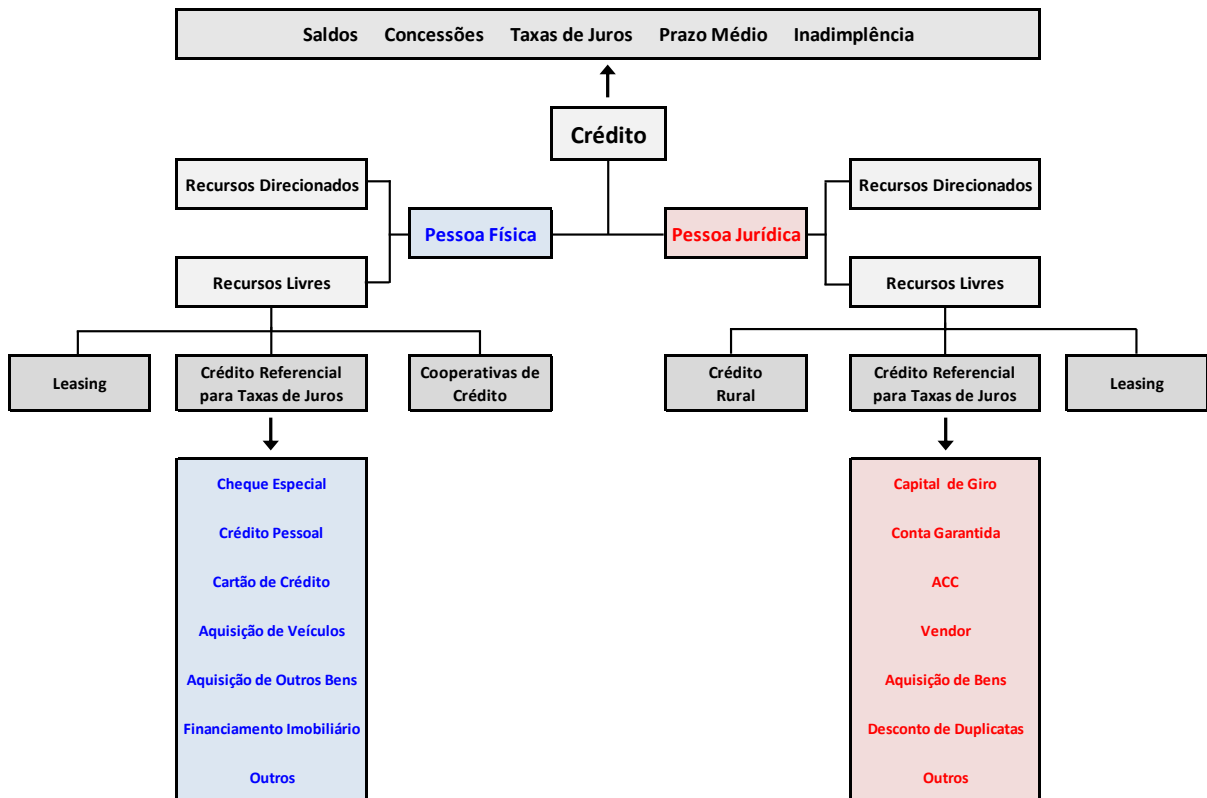
Vale abordar, também, as principais linhas de crédito destinadas a pessoas jurídicas, ainda que de forma mais sucinta, dado que essas linhas não constituem o foco deste trabalho.

O capital de giro incorpora os créditos de curto, médio, ou longo prazo, destinados a financiar as atividades operacionais das empresas, atendendo, por exemplo, a necessidades de caixa. A conta garantida é um tipo de crédito vinculado à conta bancária do mutuário, em que determinado limite de recursos é disponibilizado para a utilização, mediante movimentação da conta corrente, ou solicitação formal à instituição financeira.

O adiantamento sobre contratos de câmbio (ACC) consiste na antecipação parcial ou total de receitas vinculadas a contratos de exportação, com a finalidade de financiar a produção dos respectivos produtos, sendo referenciado em moeda estrangeira, mas contratado em reais. O vendedor engloba operações destinadas ao financiamento das vendas, nas quais o mutuário vende seus produtos a prazo e recebe o pagamento à vista da instituição financeira. A aquisição de bens se assemelha à modalidade de mesmo nome referente a pessoas físicas, mas os objetos do financiamento se destinam à manutenção, ou aumento, da capacidade produtiva do mutuário, configurando-se como investimento, e não consumo. Por fim, o desconto de duplicatas se refere ao adiantamento de recursos baseado no fluxo de caixa futuro vinculado a duplicatas em cobrança e outros tipos de recebíveis, os quais constituem garantia da operação.

A Figura 1, abaixo, sintetiza como se relacionam as diferentes modalidades de operações de crédito, descritas ao longo deste capítulo.

Figura 1 - Estatísticas de Crédito no Brasil



Fonte: Elaboração própria com base na metodologia do BCB (2013).

3.3 OUTROS INDICADORES

Existem outros tipos de indicadores que auxiliam no estudo da evolução do crédito no Brasil, principalmente no que tange à capacidade de pagamento da população das obrigações tomadas junto às instituições financeiras. Como citado anteriormente, a razão entre o estoque de crédito na economia e o produto interno bruto (PIB) fornece uma relação entre o crescimento do crédito e a expansão da atividade econômica. Essa razão, todavia, se mostra pouco eficiente para apontar a capacidade dos mutuários em cumprir suas obrigações, dado que faz uma comparação entre o crédito contratado e a atividade produtiva como um todo, e não especificamente entre o crédito contratado e os rendimentos dos mutuários. Essa comparação entre estoque de crédito e PIB também não expõe a relação entre o crédito contratado e a capacidade dos contratantes realizarem pagamentos distribuídos no tempo, ou seja, a capacidade dos mutuários realizarem os pagamentos periódicos das prestações de suas obrigações, conforme estabelecido por contrato, ao longo do prazo do financiamento.

Diante do exposto, dois indicadores de grande importância devem ser analisados: o endividamento das famílias e o comprometimento da renda das famílias. De modo geral,

ambos visam a estimar a relação entre o crédito contratado e a capacidade de pagamento dos mutuários. Nesse contexto, a capacidade de pagamento é medida pela massa salarial ampliada disponível (MSAD) da economia, dada pelo produto do número de ocupados/empregados no país pela renda ampliada disponível per capita. Essa última incorpora o rendimento bruto médio per capita (que inclui a remuneração/lucro de profissionais liberais e empregadores, e o salário, 13º salário, participação nos lucros, horas extras e outras bonificações recebidas por empregados), benefícios de programas de proteção social (Bolsa Família, Benefícios de Prestação Continuada, Seguro-Desemprego e Bolsa Qualificação), rendas/benefícios previdenciários (que considera aposentadorias, pensões e outros benefícios, como auxílios) e rendas de capital – que engloba os rendimentos financeiros de aplicações em caderneta de poupança, Certificado de Depósito Bancário (CDB), títulos públicos e fundos de investimentos. O indicador ainda desconta as contribuições para a previdência e o imposto de renda retido na fonte da estimativa final da MSAD.

O endividamento das famílias se refere ao montante acumulado de dívidas contraídas por pessoas físicas junto ao SFN, em relação à MSAD acumulada nos últimos doze meses. Fornece, portanto, uma visão do estoque de crédito tomado por pessoas físicas em relação aos fluxos de rendimentos recebidos nos últimos doze meses, sendo uma medida da alavancagem das pessoas físicas no Brasil e da capacidade destas arcarem com o pagamento total de suas dívidas. O valor da dívida pode se alterar, elevando-se conforme novos créditos são tomados, e reduzindo-se conforme as dívidas antigas são amortizadas. Essa estimativa também considera o valor dos juros a serem pagos, e assim pode se alterar em função da variação destes, dada a existência créditos com juros pós-fixados.

O comprometimento da renda das famílias se refere ao percentual mensal das rendas das pessoas físicas – medidas pela MSAD – comprometido com o pagamento de prestações mensais da dívida acumulada. Diferentemente do endividamento, o comprometimento da renda analisa o quanto de seus rendimentos mensais a população tem de destinar ao pagamento mensal das prestações de suas dívidas. Esse valor é, portanto, influenciado por outros fatores além da diferença entre o montante de crédito tomado e amortizado. O prazo médio dos financiamentos, por exemplo, tem influência direta no comprometimento da renda, sendo esse tanto menor quanto maior for o prazo para o pagamento da dívida, dado que o valor mensal das prestações será menor. Pela mesma lógica, quanto menor o prazo médio das dívidas, maior o comprometimento. O pagamento de juros embutido nas prestações também influencia o nível de comprometimento, sendo positivamente correlacionados, e de modo que o primeiro é calculado utilizando a taxa de juros média de cada uma das linhas de crédito

sobre seus respectivos saldos. É importante ressaltar que a prestação da dívida possui uma parcela destinada à sua amortização, e outra ao pagamento de juros, sendo a soma das duas chamada de serviço da dívida. Para o cálculo do valor das prestações a serem pagas, é utilizado o sistema *Price* de amortização, no qual as prestações são constantes ao longo do contrato, refletindo amortizações crescentes e pagamentos de juros decrescentes.

4 ANÁLISE DA EVOLUÇÃO DO CRÉDITO NO BRASIL DE 2002 A 2012

Os onze anos que compõem o intervalo que vai do início de 2002, até o fim de 2012, representam um período de acentuada expansão do crédito, tanto bancário, quanto não bancário, no Brasil. Esse processo está relacionado com as mudanças estruturais pelas quais a economia brasileira passou no período, e na década anterior, assim como com as particularidades da política econômica executada e com o próprio processo histórico específico de desenvolvimento do país. A escolha desse período para o estudo se deve a essas particularidades únicas registradas.

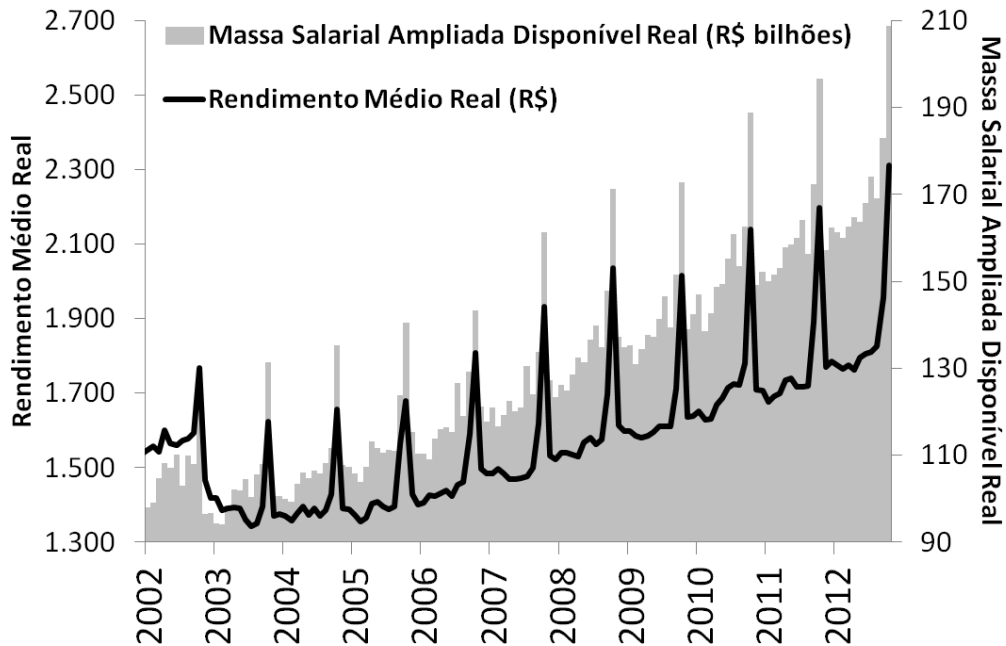
4.1 O CONTEXTO MACROECONÔMICO

A década de 1990 (principalmente entre 1990 e 1994, fase de hiperinflação no país) foi marcada por dois aspectos fundamentais: crescimento econômico modesto e níveis elevados de inflação. No intervalo entre 1991 e 2001, o Brasil registrou uma expansão média real do PIB de 2,4% a.a, com uma inflação média (medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA) de 161% a.a. Esse cenário adverso exercia forte limitação à expansão do crédito, considerando que a demanda por crédito era restringida pela expansão limitada da produção e pelos ganhos salariais corroídos pela inflação.

Diante do exposto, a maior estabilidade de preços e a aceleração do crescimento, observados entre 2002 e 2012, foram fatores fundamentais para o desenvolvimento do crédito na economia brasileira. Segundo a base de dados econômicos do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), o crescimento anual médio real do PIB, no período, se elevou para 3,5% a.a, enquanto a inflação demonstrou uma drástica redução, para uma taxa média de aumento dos preços de 6,4% a.a, reflexo da superação do cenário de descontrole inflacionário registrado na década anterior.

Não obstante, o período analisado também foi marcado por queda acentuada do desemprego e ampliação da distribuição da renda, o que elevou o poder de compra da população e permitiu uma significativa expansão do consumo. Esse processo se relaciona com o conceito de demanda reprimida: com a elevação de seu poder de compra, a população – principalmente, aquela de baixa renda – passou a demandar efetivamente uma grande quantidade de bens e serviços, visando a compensar o período anterior, de maior restrição do consumo.

Gráfico 1 - Expansão da Renda no Brasil



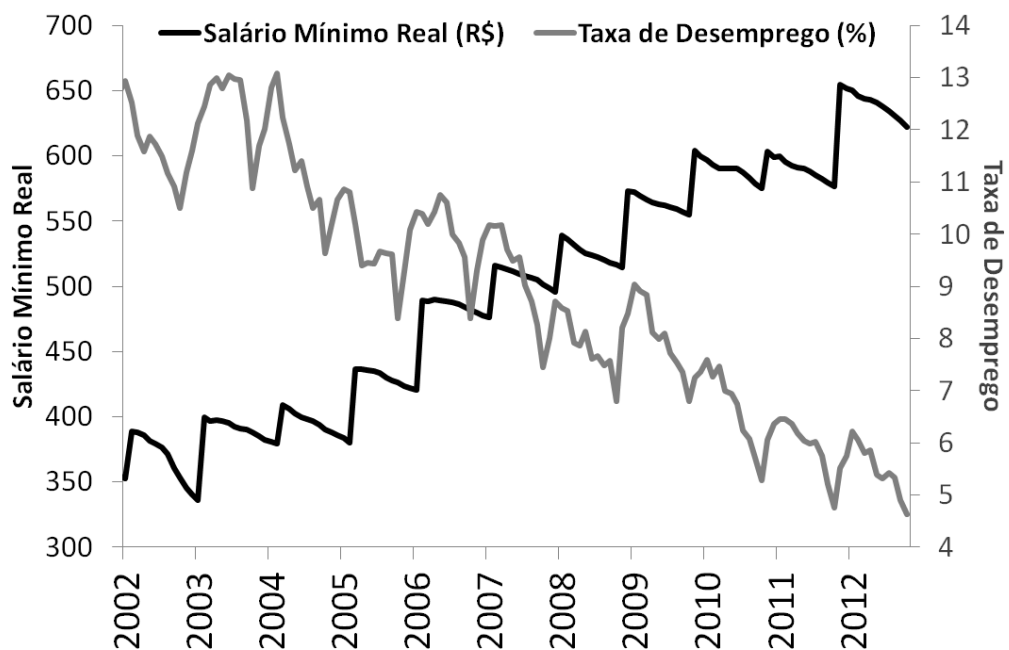
Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IBGE e BCB (2013).

O gráfico 1 apresenta essa expansão da renda observada no país entre 2002 e 2012, tanto em termos do rendimento bruto médio per capita da população ocupada (que considera apenas o salário, 13º salário, e outras bonificações recebidas por empregados e a remuneração/lucro de profissionais liberais e empregadores), quanto em relação à massa salarial ampliada disponível. Ambos os indicadores foram ajustados pela inflação no período (estão dados a preços de dezembro de 2012) e mostram elevações sazonais sensíveis nos meses de dezembro, causadas pela incorporação de 13º salários e bonificações de final de ano. Não obstante à queda, em termos reais, do rendimento bruto médio per capita da população no ano de 2002, causada pela inflação elevada no período, claramente se observa uma tendência de ampliação do poder de compra da população a partir do ano seguinte. Em dezembro de 2003, o rendimento médio da população era de, aproximadamente, R\$ 1.600,00 por mês, enquanto em dezembro de 2012, esse valor passou para R\$ 2.300,00 por mês.

A MSAD, por sua vez, se elevou de R\$ 130 bilhões em dezembro de 2002, para R\$ 210 bilhões em dezembro de 2012, sendo que, segundo dados do BCB, a participação da massa de rendimentos bruta (dada pelo produto da população ocupada pelo rendimento bruto médio per capita) se manteve entre 65% e 75% da MSAD, no período. Ainda segundo o BCB, em 2009, cerca de 23,5% da MSAD era composta por benefícios previdenciários, enquanto 3,6% eram oriundos de programas de proteção social (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2010b). Em 2011, quando os rendimentos financeiros passaram a ser considerados dentro da

MSAD, o BCB divulgou que esse tipo de renda representou cerca de 4,5% da MSAD no segundo trimestre daquele ano (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2011a). Pode-se concluir, portanto, que as principais fontes de renda da população continuam sendo o os salários, a remuneração de profissionais liberais e o lucro, ainda que outras fontes de renda também tenham contribuído para a expansão do poder de compra no país.

Gráfico 2 - Evolução do Salário Mínimo e do Desemprego



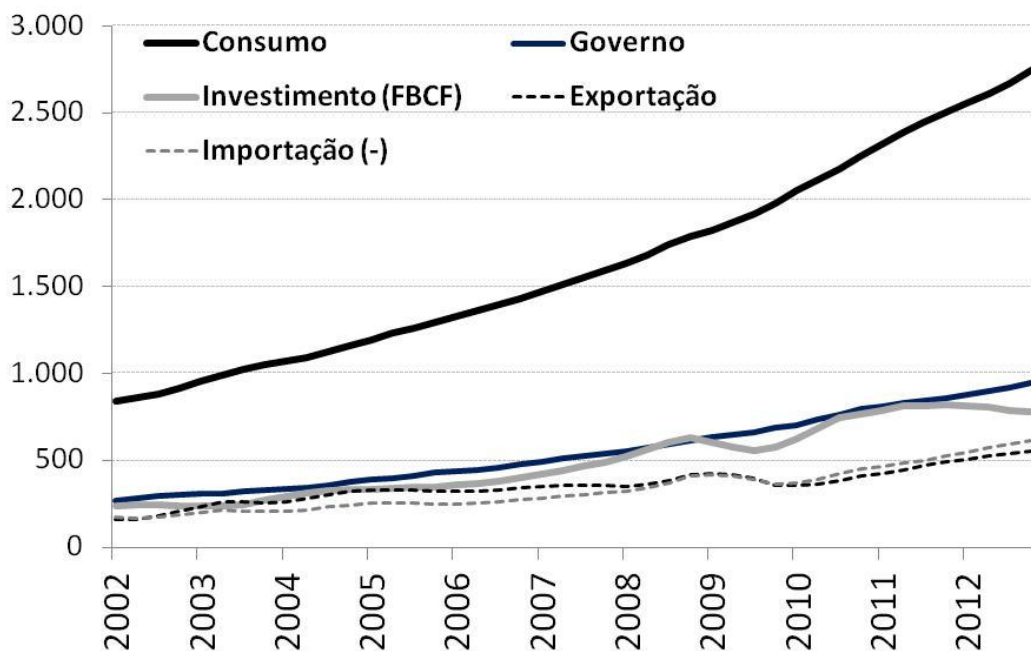
Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IBGE e BCB (2013).

Observando o gráfico 2, nota-se que o período analisado também foi marcado por uma elevação significativa do salário mínimo no Brasil, com ganhos reais sensíveis, considerando que os valores estão ajustados pela inflação. No início de 2002, o salário mínimo equivalia a R\$ 350,00, a preços de dezembro de 2012, enquanto ao fim de 2012 esse montante se elevou para mais de R\$ 600,00, um aumento de aproximadamente 70%. Essa informação corrobora a visão de que o período analisado foi marcado por uma expansão do poder de compra dos consumidores, não apenas no que tange aos rendimentos médios, mas também em relação à renda mínima recebida por uma grande parcela da população, usualmente, aquela mais pobre, e mais sensível a elevações no salário mínimo.

O mesmo gráfico também demonstra que, paralelamente à elevação da renda, a taxa de desemprego no país registrou um processo de acentuada queda, saindo de patamares entre 11% e 13% de 2002 a 2003, para 4,5% a 6% da população economicamente ativa, entre 2011 e 2012. Fica claro, portanto, que o período analisado também foi marcado por redução

sensível do desemprego no Brasil, o que contribuiu, por duas vias principais, para um aumento da renda e da capacidade de consumo da população. Primeiro, um aumento da parcela empregada no país significa que muitos agentes, que antes não possuíam uma renda regular, passam a recebê-la e a esperar que esse fluxo seja mantido no futuro, dando mais segurança para o seu uso como consumo. Segundo, a redução do desemprego significa que a oferta de mão de obra ociosa na economia está se reduzido, gerando um descompasso com a demanda por mão de obra dos empregadores, de modo que a concorrência entre os contratantes por funcionários leva a aumentos dos salários. Essa pressão salarial também é potencializada pela atuação dos sindicatos, que têm seu poder aumentado nesse contexto de pouca mão de obra disponível, contribuindo ainda mais para a expansão da renda.

Gráfico 3 - Evolução do PIB pela Ótica da Demanda (R\$ bilhões, acumulado em 4 trimestres)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IBGE (2013).

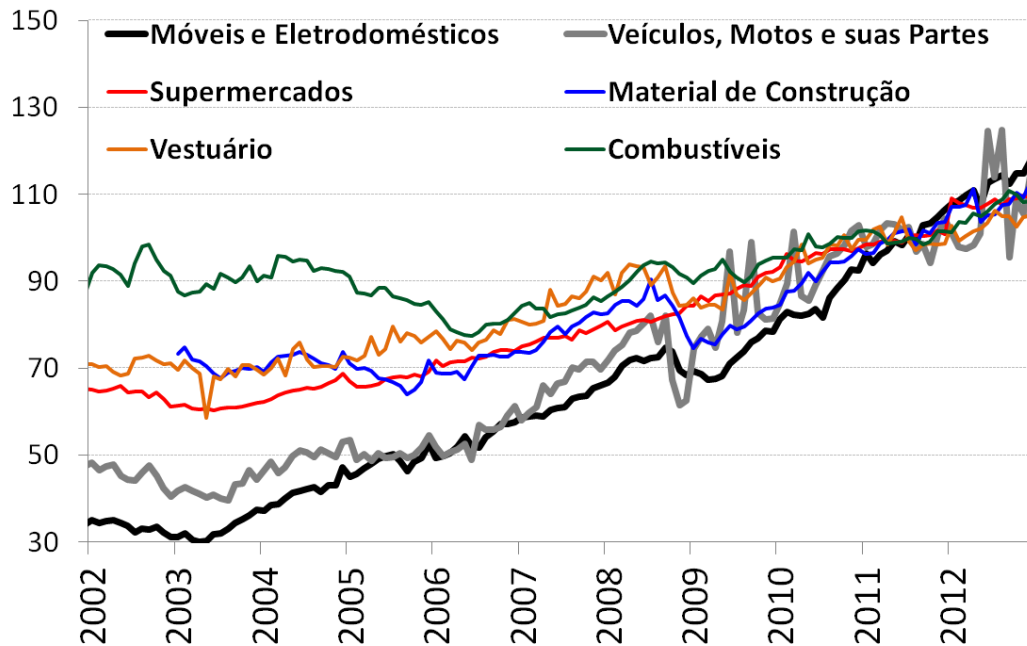
O gráfico 3 mostra o crescimento do PIB no Brasil no período analisado, separando o indicador pelos seus componentes, segundo a ótica da demanda. Vale ressaltar que o IBGE divulga trimestralmente o PIB brasileiro, e que a metodologia utilizada para o cálculo permite separar o indicador final, em seus componentes, por duas óticas diferentes: uma pelo âmbito da oferta, e outra pelo da demanda. A primeira separa as contribuições da agropecuária, indústria e serviços para o valor final, enquanto a segunda faz a separação pelas contribuições do consumo das famílias, do investimento (que representa a formação bruta de capital fixo, mais a formação de estoques), dos gastos do governo/setor público e da balança comercial

(dada pela diferença entre as exportações e as importações). As duas óticas se equivalem, e resultam no valor final do PIB do país. Por estar melhor relacionada com o escopo deste trabalho, a análise é realizada utilizando a ótica da demanda.

Como se pode observar, o consumo das famílias acumulado em quatro trimestres se elevou de patamares próximos a R\$ 1 trilhão, ao longo de 2002, para mais de R\$ 2,5 trilhões no fim de 2012, mostrando que houve uma efetiva e significativa elevação do consumo no país ao longo do período analisado. Não obstante, é importante destacar que a participação do consumo no valor final do PIB se manteve em patamares entre 60% e 65%, ao longo do período, mostrando que também houve um crescimento proporcional dos demais componentes, que, somados, mantiveram seu peso praticamente constante. De qualquer modo, pode-se concluir que o consumo prevaleceu como a principal fonte de crescimento econômico do país nos onze anos observados.

Diante do exposto, as elevações na renda e no consumo permitem concluir que o intervalo entre 2002 e 2012 foi marcado por uma sensível expansão na demanda agregada da economia, a qual contribuiu fortemente para o crescimento econômico no período. Considerando que as décadas de 80 e 90 não foram marcadas por um cenário de estímulo ao consumo tão forte, como foi o do período em análise, pode-se ainda relacionar o aumento da demanda com o fato da população (especialmente aquela mais pobre, das classes C e D), após anos tendo seu consumo “reprimido”, reagir ao novo cenário de maior poder de compra com um ímpeto de compensar os períodos anteriores, por meio de elevações robustas nos gastos com consumo. Essa “demanda agregada reprimida” se materializou principalmente em bens de maior valor agregado, porém bastante almejados pela população, como veículos automotores, eletrodomésticos (televisão, geladeira, máquina de lavar, micro-ondas, etc.) e móveis para a casa, ou seja, bens duráveis cuja aquisição era limitada a uma parcela menor da população nos anos anteriores.

Gráfico 4 - Índice de Vendas no Comércio Varejista (2011=100)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IBGE (2013).

Conforme se vê no gráfico 4, que apresenta um índice (ajustado pela inflação e pela sazonalidade) da evolução das vendas no comércio varejista brasileiro por tipo de produto, os segmentos de móveis e eletrodomésticos, e veículos, motos e suas partes, registraram os crescimentos mais expressivos no período analisado. Entre 2002 e 2012, as vendas do primeiro grupo se elevaram em, aproximadamente, 235%, enquanto as do segundo observaram uma expansão de cerca de 135%. Não obstante, é importante se considerar que também houve um crescimento substancial nas vendas de produtos pertencentes ao segmento de bens de consumo não duráveis, como os itens de vestuário e as compras nos supermercados, que se elevaram, respectivamente, em 45% e 70% no período. Fica claro, portanto, que houve uma incorporação significativa da população (especialmente aquela que era mais pobre no período anterior) nos mercados consumidores, no intervalo entre 2002 e 2012, com destaque para o mercado de bens de consumo duráveis.

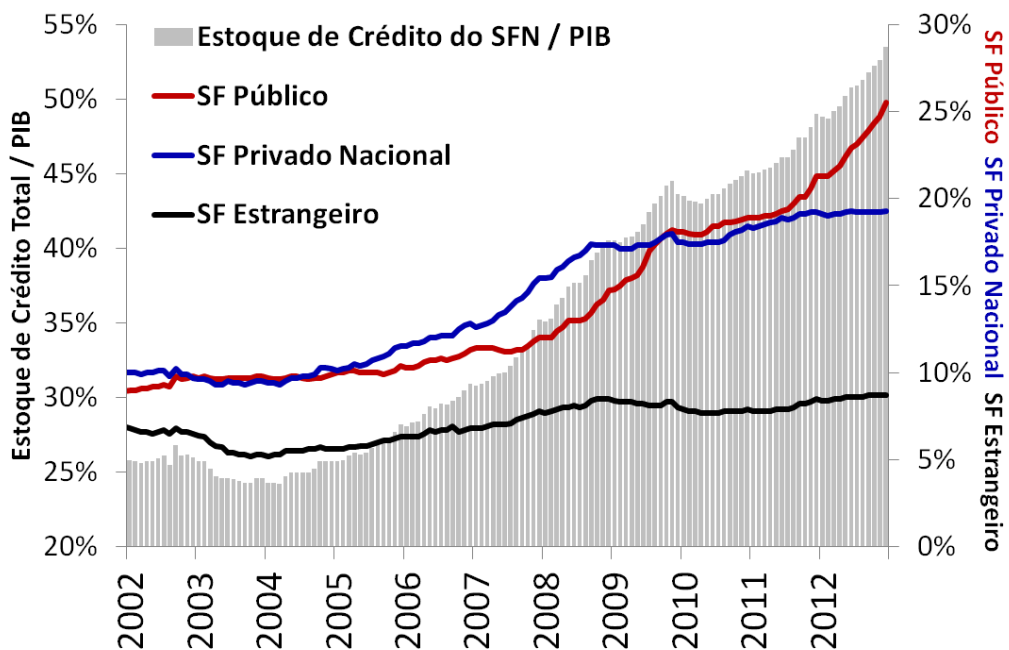
4.2 A EXPANSÃO DO CRÉDITO NO BRASIL

Esse ambiente de expansão crescente da demanda, com elevação na renda, no emprego e no consumo de bens, se mostrou bastante propício para a elevação do estoque de crédito no país. Nesse cenário, o crédito exerce a função de financiamento para a efetivação do consumo, facilitando a aquisição de bens – principalmente, aqueles de maior valor agregado como são a

maioria dos bens duráveis. Sem o crédito, a compra de um bem seria dificultada pelos altos desembolsos que sua aquisição à vista necessitaria. Contudo, a atuação da instituição financeira como credor do mutuário permite que este último efetive seu consumo e cumpra com suas obrigações por meio de pagamentos distribuídos no tempo à instituição financeira, que, por sua vez, realiza a cobrança de juros e tarifas por esse serviço.

Não obstante, o crédito pode exercer, também, a função de alavancar as possibilidades de consumo dos agentes, ou seja, possibilitar a compra de bens cujo valor agregado ultrapassa o próprio patrimônio disponível para esse tipo de gasto dos consumidores. Os pagamentos, por sua vez, também são realizados ao longo do tempo, mas caso o fluxo de renda do mutuário cesse (pela perda do emprego, por exemplo) ele não terá mais condições de arcar com suas obrigações, mostrando que esse tipo de operação incorre em riscos maiores, tanto para o mutuário, quanto para a instituição financeira. Em suma, fica claro que o crédito age com combustível para os mercados consumidores, aumentando as possibilidades de consumo e facilitando a aquisição de bens, de modo que, num ambiente de crescente demanda agregada, o crédito se expandiu substancialmente. Não obstante, esse processo também sinaliza riscos à estabilidade financeira do país.

Gráfico 5 - Estoque de Crédito / PIB (%)

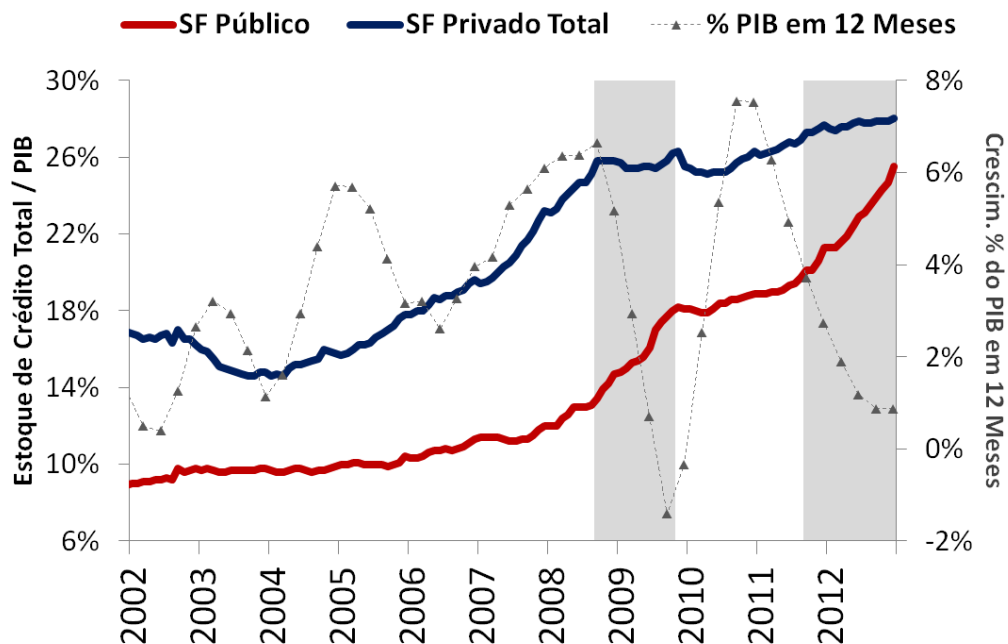


Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB (2013).

Como se pode observar no Gráfico 5, o estoque nominal total de crédito na economia em relação ao PIB passou de 26% em 2002 para aproximadamente 52% em 2012, dobrando

no período. O crédito fornecido pelo sistema financeiro (SF) público e privado nacional foi a principal alavanca desse crescimento; o primeiro se expandiu de 9% para 25% do PIB, enquanto o segundo de 10% para 19% do PIB. O SF estrangeiro, por sua vez, apresentou uma participação praticamente constante no período, entre 7% e 9% do PIB, aproximadamente. Essa análise demonstra que a expansão do estoque de crédito total no Brasil foi estimulada essencialmente por uma elevação do crédito fornecido pelo Sistema Financeiro Nacional, sem grande elevação daquele oriundo de fontes externas. Isso é de significativa importância, pois destaca a capacidade do SFN de atender uma demanda crescente por crédito no país, não havendo elevação da dependência por fontes externas de financiamento e contribuindo para a manutenção da dívida externa do Brasil em níveis sustentáveis.

Gráfico 6 - Estoque de Crédito Público e Privado / PIB e Crescimento do PIB em 12M (%)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB e IBGE (2013).

O gráfico 6 demonstra a relação entre o fornecimento de crédito pelo SF público e privado total (considerando, neste último, tanto o SF privado nacional, quanto o estrangeiro). Como se pode observar, o SF privado é responsável pela maior parte do estoque de crédito total na economia, contudo, claramente a participação do SF público se elevou de modo substancial no período, se aproximando da fatia do SF privado total e, inclusive, superando a parcela do SF privado nacional a partir de meados de 2009, como se pode ver no gráfico 5. Entre 2002 e 2012, o estoque de crédito do SF privado se elevou de 17% para 28% do PIB, enquanto, como dito anteriormente, o do SF público foi de 9% para 25% do PIB, ficando

claro, portanto, como a participação do setor público foi fundamental para a expansão do crédito no Brasil. Essa atuação se deu em grande parte no segmento de crédito direcionado, que é aquele realizado com taxas estabelecidas em programas ou repasses governamentais, geralmente destinadas aos setores rural, habitacional e de infraestrutura.

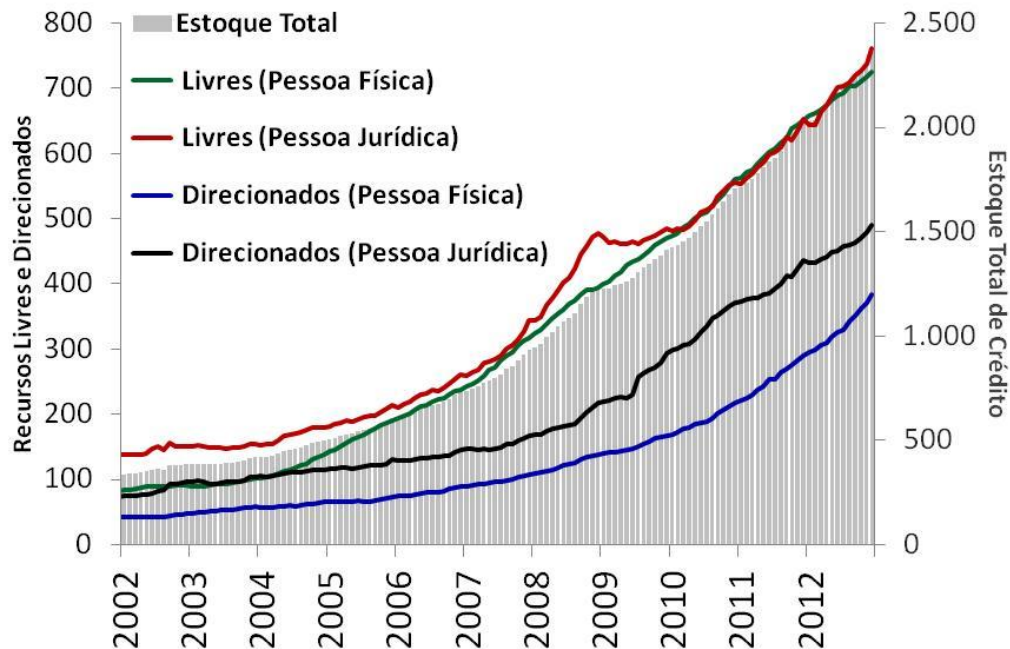
Vale ressaltar, também, a atuação anticíclica do crédito fornecido pelo SF público em determinados momentos do intervalo temporal em análise. Em momentos de deterioração da atividade econômica, este tipo de crédito demonstra uma expansão mais acelerada que a do crédito fornecido pelo SF privado, caracterizando seu uso como medida anticíclica, pela política governamental, para estimular a recuperação da economia. O gráfico 6 mostra que os dois momentos de elevação mais acelerada do estoque de crédito fornecido pelo SF público se deram em períodos de significativa contração da atividade econômica (destacados em cinza no gráfico), os quais podem ser verificados pelo comportamento do crescimento do PIB acumulado em doze meses. Nesse sentido, pode-se interpretar que a expansão significativa do crédito fornecido pelo SF público se relaciona fortemente com as turbulências econômicas pelas quais a economia brasileira passou na segunda metade do período analisado.

Entre setembro de 2008 (mês da quebra do banco Lehman Brothers, nos Estados Unidos, marco inicial da fase mais aguda da crise financeira internacional de 2007-08) e setembro de 2009, o crescimento do PIB brasileiro acumulado em doze meses desacelerou de 6,7% para uma contração de 1,4% na atividade, de modo que o estoque de crédito fornecido pelo SF privado total, afetado pelo cenário de deterioração na atividade econômica mundial, ficou congelado em 26% do PIB. Nesse mesmo período, contudo, o estoque de crédito fornecido pelo SF público registrou uma de suas expansões mais substanciais, saindo de 13% para 18% do PIB, em setembro de 2009, demonstrando um importante papel como medida anticíclica, visando a fornecer liquidez para o SFN e catalisar a recuperação da economia. Outro processo similar ocorreu entre setembro de 2011 e dezembro de 2012, período marcado pela erupção da crise soberana da Europa, no qual o crescimento acumulado em doze meses do PIB brasileiro (que já vinha caindo nos três trimestres anteriores) desacelerou de 3,7% para 0,9% no fim de 2012, enquanto a fatia de crédito fornecida pelo SF público se elevou de 20% para 25% do PIB. De modo similar à fase anterior, o estoque de crédito fornecido pelo SF privado total permaneceu estável no período, impactado pela deterioração da atividade econômica.

Não obstante, entre o fim de 2003 e a primeira metade de 2008, intervalo marcado por uma clara tendência de aceleração do crescimento do PIB brasileiro (ainda que ao longo de ciclos curtos) o estoque de crédito fornecido pelo SF privado total registra sua elevação mais

acentuada, saindo de cerca de 15% para aproximadamente 25% do PIB, enquanto aquele fornecido pelo SF público tem um aumento sensivelmente menor, de 10% para 13% do PIB. Esse comportamento demonstra que, em períodos de expansão da atividade, o ritmo de crescimento do crédito fornecido pelo SF privado total tende a se mostrar mais elevado que o do SF público, considerando que o ambiente econômico se mostra mais propício para a elevação da renda e do consumo. Nesse contexto, deve se considerar que o crédito fornecido pelo SF privado total também teve uma contribuição importante para a expansão do estoque total de crédito na economia, entre 2002 e 2012.

Gráfico 7 - Estoque Nominal de Crédito com Recursos Livres e Direcionados (R\$ bilhões)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB (2013).

O gráfico 7 apresenta a evolução do estoque nominal de crédito em valores absolutos (R\$ bilhões), separando aquele referente ao crédito com recursos livres, e aquele com recursos direcionados, destacando, ainda os montantes destinados a pessoas físicas e jurídicas entre esses dois segmentos. Pode se ver que o estoque nominal de crédito na economia se elevou de, aproximadamente, R\$ 300 bilhões em janeiro de 2002, para quase R\$ 2,4 trilhões em dezembro de 2012, uma expansão significativa e em conformidade com a elevação da relação entre o estoque de crédito e o PIB, analisada anteriormente. Ao longo do período, o crédito com recursos livres representa a maior parte do estoque total de crédito na economia, podendo se observar que a parcela destinada a pessoas físicas e a pessoas jurídicas é bastante próxima, com exceção dos intervalos entre 2002 e 2005 e entre o final de 2007 e início de 2009, quando

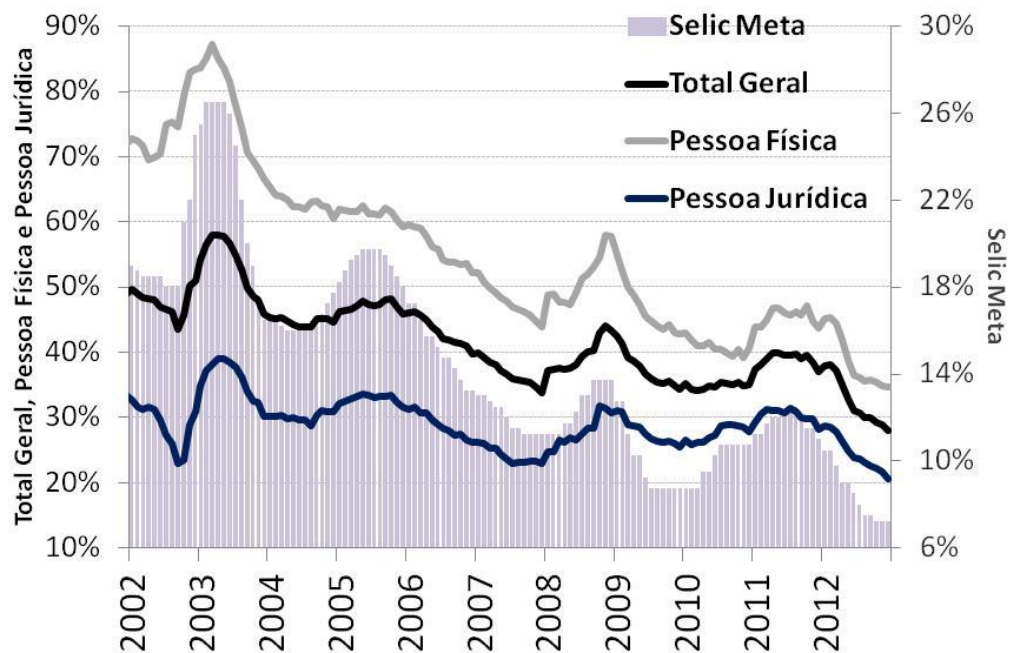
se nota que o estoque de crédito livre destinado a pessoas jurídicas ultrapassa aquele destinado a pessoas físicas.

No estoque de crédito com recursos direcionados, por sua vez, se observa uma predominância do crédito a pessoas jurídicas, em relação ao destinado a pessoas físicas, com essa diferença, inclusive, se ampliando entre 2002 e 2012. Segundo dados do BCB, cerca de 50% do estoque de crédito direcionado é composto pela carteira de crédito do BNDES, que, sendo um banco público de desenvolvimento voltado para o apoio ao investimento de longo prazo, oferecendo condições especiais para micro, pequenas e médias empresas, corrobora a predominância das pessoas jurídicas como destinação do estoque de crédito com recursos direcionados.

Também vale ressaltar a dinâmica do crédito com recursos livres e direcionados, para pessoas jurídicas, entre o fim de 2008 e o início de 2010, período marcado pelos efeitos da crise financeira internacional de 2007-2008. Como se pode observar, enquanto o crédito para pessoas jurídicas com recursos livres ficou praticamente estável, nesse intervalo, impactado pela conjuntura de restrição da liquidez e retração na atividade (principalmente aquela relacionada ao setor externo, como as indústrias exportadoras), o crédito com recursos direcionados para pessoas jurídicas teve uma expansão significativa, reforçando a importância da política governamental contracíclica para fornecer liquidez e estimular a recuperação da economia. O estoque de crédito destinado a pessoas físicas (tanto com recursos livres, quanto com recursos direcionados), por sua vez, apresenta uma reação sensivelmente menor aos efeitos da crise financeira internacional, mantendo a trajetória de crescimento que já vinha demonstrando anteriormente. Fica claro, portanto, que os efeitos recessivos do período afetaram o crédito para pessoas jurídicas de modo mais significativo que o para pessoas físicas. Essa visão é corroborada pela avaliação realizada pelo BCB no primeiro Relatório de Inflação de 2010:

Os efeitos da crise financeira internacional sobre o consumo das famílias e, em consequência, sobre o crédito a pessoas físicas foram moderados, em relação ao que se observou para pessoas jurídicas. A deterioração geral das expectativas refletiu-se de forma relevante na propensão a consumir, comprometendo, particularmente, as intenções de compra de bens duráveis. Por outro lado, o impacto sobre o mercado de trabalho se mostrou temporário e relativamente pouco intenso, além de concentrado na indústria, que foi o setor econômico mais afetado. Em consequência, os indicadores de confiança dos consumidores recuperaram-se rapidamente, voltando a assumir valores positivos já no primeiro semestre de 2009. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2010a, p. 39).

Gráfico 8 - Taxa de Juros Média (% a.a.) das Operações de Crédito e Selic Meta (% a.a.)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB (2013).

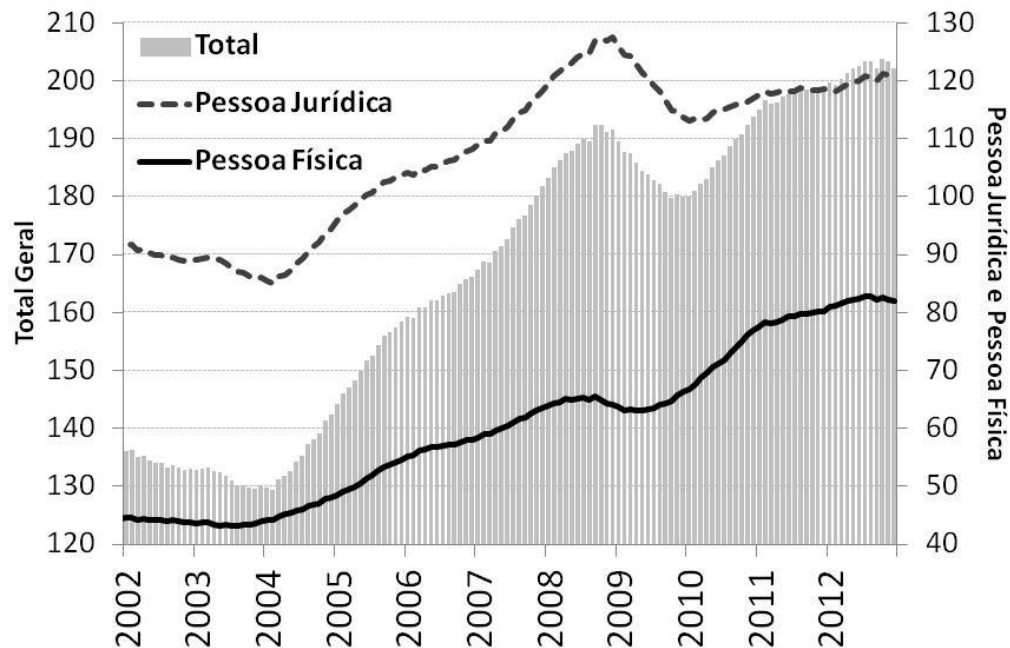
O gráfico 8 apresenta a evolução das taxas de juros médias (% a.a.) das operações de crédito com recursos livres, destacando o total geral da economia e separando as modalidades pessoas físicas e pessoas jurídicas. Também é demonstrado o comportamento da meta para a taxa básica de juros da economia, decidida nas reuniões do Comitê de Política Monetária (COPOM), e que serve de referência para as demais taxas de juros no país. É importante ressaltar os principais fatores que determinam a taxa de juros de uma operação de crédito, que são o custo de captação do dinheiro pela instituição financeira, os encargos fiscais tributados pelo setor público, as despesas/custos administrativos da instituição financeira, o risco de crédito do mutuário (que se relaciona com a inadimplência) e o lucro/margem da operação.

Nesse contexto, pode-se ver que, de modo geral, houve uma redução das taxas de juros entre 2002 e 2012, com ciclos de elevação ao longo do processo. Em janeiro de 2002, a taxa de juros média das operações de crédito em geral era de quase 50%, enquanto em dezembro de 2012, esse valor diminuiu para menos de 30%, havendo quatro ciclos de alta em 2002-03, 2004-05, 2007-08 e 2010-11. Em conformidade com esse cenário, a taxa média de juros para pessoa física caiu de cerca de 73% para 35%, enquanto a para pessoa jurídica foi de 33% para 20%, no mesmo período, ambas passando pelos mesmos ciclos de alta citados anteriormente (vale lembrar que esses valores estão colocados em percentuais ao ano, % a.a.). A meta para a taxa Selic, por fim, caiu de 19% para 7,25% a.a.

Diante do exposto, é importante ressaltar a diferença entre a taxa de juros cobrada a pessoas físicas, e a taxa de juros cobrada a pessoas jurídicas. Esse hiato, que oscilou entre 40 e 50 pontos percentuais ao longo de 2002, enquanto em 2012 caiu para 12 a 17 pontos percentuais, é reflexo do menor risco de crédito representado pelas pessoas jurídicas. Em outras palavras, se deve à menor inadimplência das pessoas jurídicas no cumprimento de suas obrigações para com as instituições financeiras, enquanto as pessoas físicas registram maiores percentuais de atrasos e calotes nos pagamentos, como será visto mais detalhadamente na próxima seção. Não obstante, a redução do hiato ao longo do período estudado mostra que o mercado de crédito a pessoas físicas tem se desenvolvido no país, tanto em termos de expansão, quanto no que tange ao risco de crédito das instituições financeiras, reflexo, por exemplo, do crescimento da capacidade de pagamento das famílias. Contudo, deve se ponderar que, ainda que o hiato entre os juros cobrados a pessoas físicas e jurídicas tenha diminuído, ele ainda se mostra significativo.

Outro ponto importante é que as linhas de crédito destinadas a pessoas jurídicas, usualmente, apresentam maiores garantias para a instituição financeira, em relação às destinadas a pessoas físicas, dado que essas linhas, na maioria das vezes, têm como fim financiar o processo produtivo, havendo estoques, contas a receber e a própria estrutura produtiva para serem colocadas como garantia. No caso da pessoa física, em que o crédito é, majoritariamente, utilizado para consumo, a garantia, normalmente, se limita ao próprio bem consumido, mas o qual tende a ter perdas sensíveis de valor após a venda, elevando o risco para a instituição financeira. A existência e predominância nas concessões para pessoas físicas (como será visto adiante) de linhas como o cheque especial e o cartão de crédito, caracterizadas pelo fácil acesso, ausência de garantia e pouca verificação da capacidade de pagamento do mutuário, no momento da concessão, exercem ainda mais pressão sobre o risco de crédito e, logo, sobre as taxas de juros. Não obstante, vale ressaltar que determinadas modalidades do crédito para pessoas físicas apresentam garantias mais robustas, como aquelas referentes ao crédito rural.

Gráfico 9 - Novas Concessões Reais de Créditos Livres (média em 12 meses, R\$ Bilhões)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB (2013).

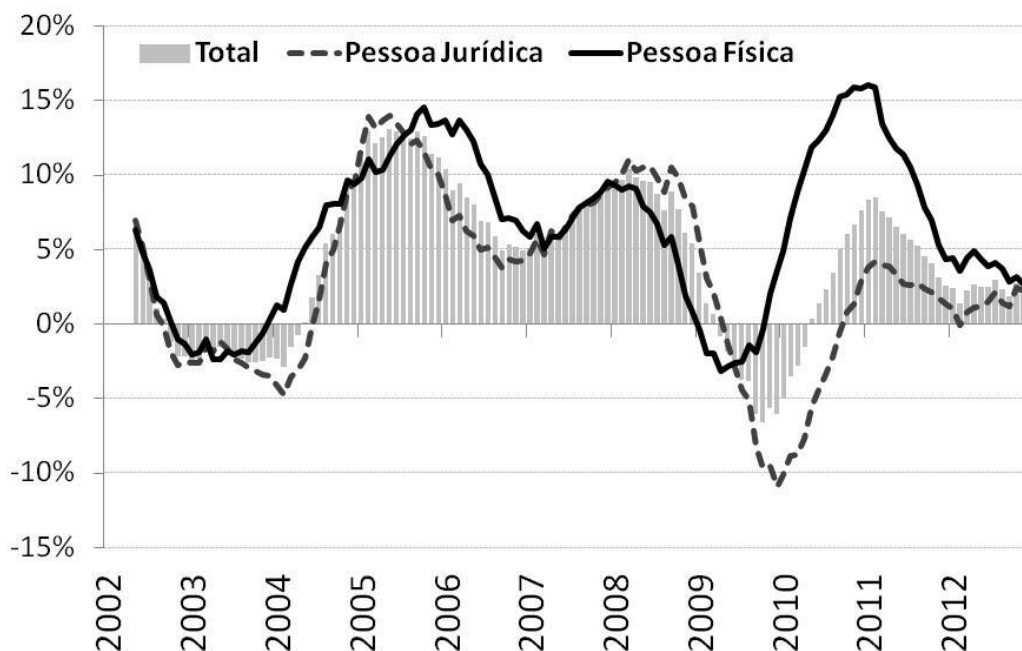
Conforme visto anteriormente, há uma clara tendência de expansão do estoque de crédito na economia, com predominância do crédito com recursos livres, sendo, nesse contexto, importante analisar o desenvolvimento das novas concessões de créditos livres efetuadas no país, de modo a poder se observar como se deu o comportamento do fluxo de novos créditos na economia entre 2002 e 2012. O gráfico 9 apresenta a evolução das concessões mensais de novos créditos com recursos livres, em R\$ bilhões, utilizando a média dos doze meses anteriores a cada uma das observações como parâmetro, de modo a suavizar as oscilações sazonais demonstradas pelo indicador. Além disso, a trajetória dos dados está exposta em termos reais, considerando que a série foi ajustada pela inflação no período (está dada a preços de dezembro de 2012), evitando o impacto de variações nos níveis de preços sobre o comportamento dos valores analisados.

Como se pode observar, as novas concessões reais de crédito registram uma expansão significativa no período, de modo que nos doze meses anteriores a janeiro de 2002, foram concedidos, em média, R\$ 136 bilhões de novos créditos por mês, enquanto em dezembro de 2012 esse valor passou para cerca de R\$ 202 bilhões por mês, um crescimento de quase 50% no período, mostrando um aumento significativo no fluxo de novos créditos na economia. Vale ressaltar que, ao longo dessa trajetória de elevação, dois ciclos de queda são observados, com o primeiro ocorrendo entre 2002 e 2004, devido a uma conjunção de inflação elevada, que resultou numa corrosão do crescimento real das concessões; de altas taxas médias de

juros predominantes, como pôde ser observado no gráfico 8; e do próprio fato de ser um período ainda mais moderado em relação à expansão do crédito no país, que teve uma aceleração mais significativa a partir de 2004. O segundo ciclo de contração das concessões é registrado entre o fim de 2008 e o de 2009, sendo reflexo da deterioração da atividade e das condições de liquidez geradas pelos impactos da crise financeira internacional de 2007-08, como já comentando anteriormente.

Vale destacar, também, o comportamento das concessões destinadas a pessoas físicas e jurídicas entre 2002 e 2012. Claramente, as concessões para pessoas jurídicas representam a maior parte das novas concessões de créditos com recursos livres, representando em média 65% das concessões totais entre 2002 e o final de 2008, mas declinando para uma participação de aproximadamente 60% a partir do início de 2010, reflexo da significativa retração das concessões para pessoas jurídicas, observada ao longo de 2009. Esse processo corrobora o argumento, sugerido anteriormente, de que os impactos da crise financeira internacional de 2007-08 foram sentidos mais sensivelmente no crédito destinado a pessoas jurídicas. Não obstante, as concessões reais com recursos livres para pessoas físicas registram um crescimento significativo ao longo do período analisado, saindo de uma média de quase R\$ 45 bilhões, por mês, nos doze meses anteriores a janeiro de 2002, para uma média de cerca de R\$ 82 bilhões, por mês, ao longo dos doze meses antecedentes a dezembro de 2012, uma elevação de mais de 80%. Vale ressaltar, também, como as concessões de créditos livres para pessoas físicas foram menos afetadas pela crise financeira internacional de 2007-08, registrando um ciclo de retração menos amplo e mais curto que o apresentado pelas concessões para pessoas jurídicas.

Gráfico 10 - Crescimento (%) em 12 Meses das Novas Concessões Reais de Créditos Livres



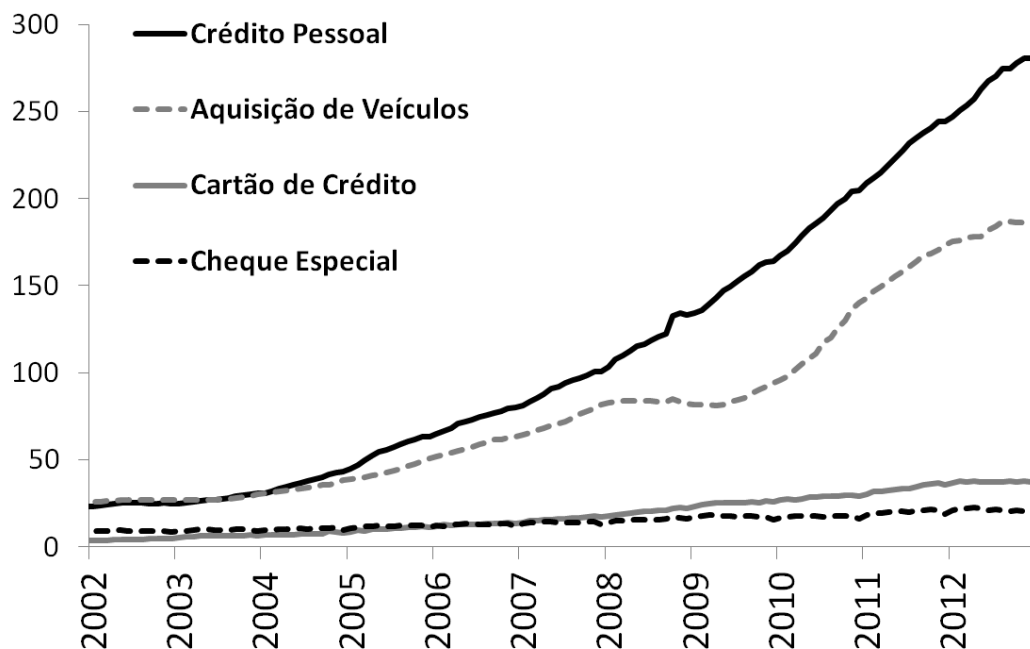
Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB (2013).

O gráfico 10 apresenta as taxas de crescimento (%) em doze meses das novas concessões reais de créditos livres, de modo que esse indicador representa o crescimento percentual das concessões nos últimos doze meses, em relação aos doze meses anteriores. Por exemplo, como pode se observar, em dezembro de 2012, a taxa de crescimento em doze meses do total das novas concessões reais de crédito se encontrava em, aproximadamente, 2%, indicando que as concessões acumuladas nos doze meses anteriores a essa data se elevaram em 2%, em relação ao montante acumulado nos doze meses anteriores a dezembro de 2011. Diante do exposto, nota-se que o intervalo entre meados de 2004 e o início de 2009 é marcado por ter apresentando as maiores taxas de crescimento em doze meses das concessões reais totais de novos créditos, que oscilaram entre 5% e 13% em relação aos doze meses anteriores, mostrando que foi o período de expansão mais acelerada do fluxo total de novos créditos na economia. Não obstante, a partir do final de 2008, se observa uma significativa desaceleração das concessões de crédito no país, impactadas pelos efeitos da crise financeira internacional de 2007-08, passando por um ciclo de contração que durou do início de 2009 até quase meados de 2010, mas mostrando uma recuperação sensível após esse intervalo.

A taxa de crescimento em doze meses das concessões para pessoas físicas se manteve relativamente próxima daquela para pessoas jurídicas, entre 2002 e o início de 2009, com alguns descolamentos momentâneos ao longo do período. Contudo, a partir de 2009 há um descolamento significativo do ritmo de expansão dos dois segmentos, com a taxa de

crescimento em doze meses das concessões para pessoas jurídicas deteriorando-se acentuadamente, chegando a ter uma queda de 11% em dezembro de 2009, e permanecendo em patamares negativos entre o início de 2009 e o final de 2010. As concessões para pessoa física, por sua vez, registram uma recuperação mais rápida dos efeitos da crise financeira internacional de 2007-08, com uma queda percentual em doze meses de 3% em abril de 2009, e observando taxas de crescimento em doze meses negativas apenas entre janeiro e outubro de 2009, corroborando a conclusão de que a contração dos novos fluxos de créditos para pessoas físicas foi menos ampla e mais curta do que a dos para pessoas jurídicas. Além disso, o crescimento em doze meses das concessões para pessoas físicas observa uma expansão significativa a partir do final de 2009, chegando a uma elevação em doze meses de 16% no final de 2010, e impulsionando a recuperação das concessões totais de crédito após o período de crise. A partir do final de 2011, contudo, a taxa de crescimento em doze meses das concessões de créditos livres para pessoas físicas vem desacelerando para patamares entre 3% e 5%, mais próximos e equilibrados com as taxas de crescimento em doze meses das concessões para pessoas jurídicas.

Gráfico 11 - Estoque Nominal de Crédito com Recursos Livres para PF por tipo de Linha (R\$ bilhões)



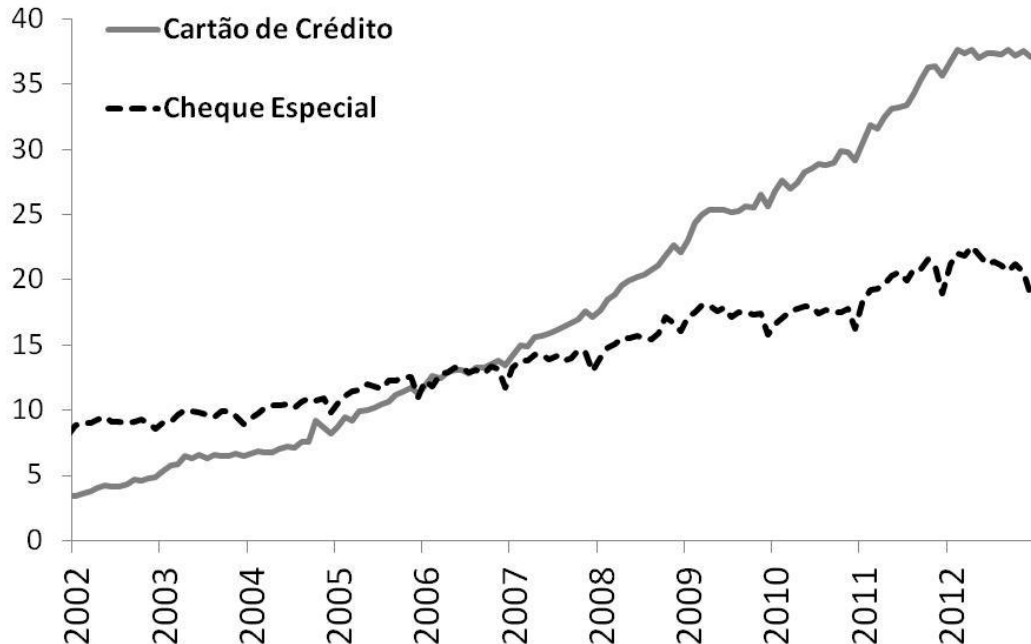
Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB (2013).

Ainda que a análise dos principais agregados de créditos seja fundamental para o entendimento da evolução do crédito no Brasil entre 2002 e 2012, o estudo do comportamento específico das principais linhas de crédito também se mostra de grande importância. Nesse

sentido, o gráfico 11 apresenta a evolução do estoque nominal de crédito com recursos livres, destinado a pessoas físicas, por tipo de linha – em R\$ bilhões. As linhas analisadas foram definidas por representarem de 63% a 78% do estoque de crédito livre destinado a pessoas físicas, ao longo do período em estudo, sendo elas o crédito pessoal, a aquisição de veículos, o cartão de crédito e o cheque especial.

Como pode se observar, o saldo do crédito pessoal apresenta os montantes mais elevados entre as linhas, tendo, também, um crescimento sensível ao longo do tempo, saindo de, aproximadamente, R\$ 17 bilhões em janeiro de 2002, para cerca de R\$ 280 bilhões em dezembro de 2012. A aquisição de veículos, segunda linha mais representativa, por sua vez, também tem uma expansão significativa, elevando-se de quase R\$ 17 bilhões para R\$ 188 bilhões no final de 2012, mostrando uma maior desaceleração entre o início de 2008 e meados de 2009, impactada pelos efeitos da crise financeira internacional de 2007-08. As linhas cheque especial e cartão de crédito, por sua vez, apresentam um saldo reduzido em relação às outras duas.

Gráfico 12 - Estoque Nominal do Cartão de Crédito e do Cheque Especial (R\$ bilhões)

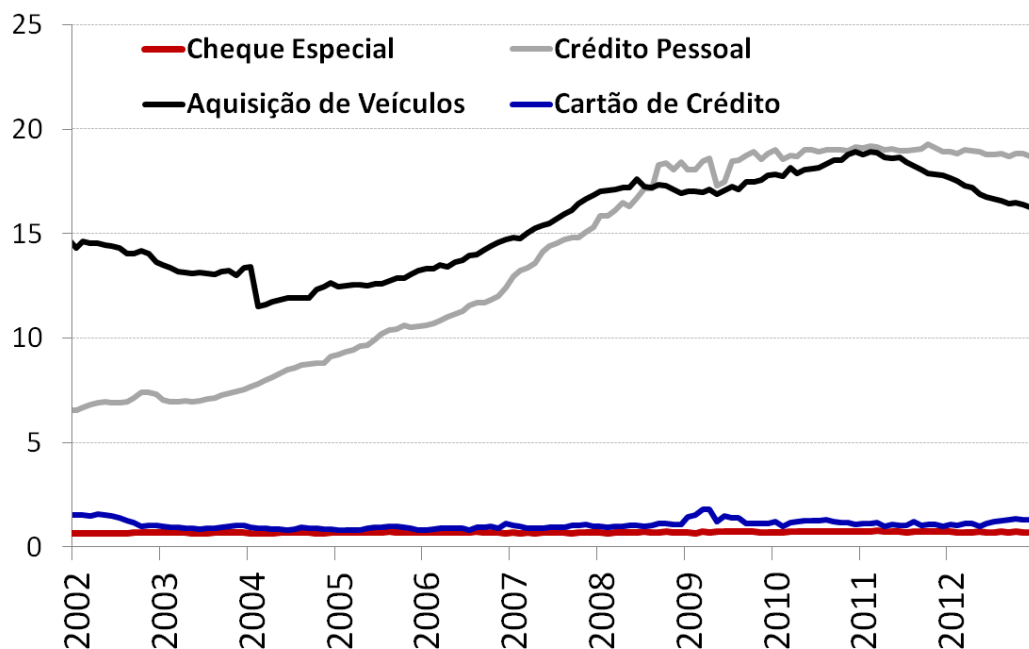


Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB (2013).

Não obstante, ao se estudar de modo mais detalhado a dinâmica do estoque de crédito do cheque especial e do cartão de crédito, nota-se que o primeiro teve uma leve expansão no período, enquanto o segundo teve um crescimento mais acentuado, como mostra o gráfico 12, que destaca a evolução do estoque nominal dessas duas linhas, em R\$ bilhões. Mesmo tendo

um estoque bastante reduzido, em relação ao crédito pessoal e à aquisição de veículos, o estoque de créditos contratados com o cartão de crédito sai de aproximadamente R\$ 5 bilhões, no início de 2002, para quase R\$ 40 bilhões no fim de 2012. Esse crescimento tem grande importância, pois o crédito contratado via cartão de crédito constitui um tipo de crédito rotativo, como será visto a seguir, sendo, normalmente, amortizado no final do mês em que são realizadas as concessões. Desse modo, a elevação do estoque nominal desse tipo de crédito, mostrada pelo gráfico, indica que o montante de novas concessões vem se expandindo acentuadamente, não sendo acompanhada, no mesmo ritmo, pelas amortizações dos mutuários. Nesse contexto, um número cada vez maior de contratantes estaria postergando o pagamento da fatura mensal, ou realizando apenas o pagamento mínimo estipulado em contrato, e, desse modo, arcando com a cobrança de juros pelas instituições financeiras – os quais se mostram significativamente elevados, tanto no cartão de crédito, quanto no cheque especial. Essa conjuntura impacta negativamente a dinâmica do comprometimento da renda da população, elevando a parcela da renda mensal que fica destinada ao pagamento de dívidas.

Gráfico 13 - Prazo Médio das Operações de Crédito para PF por tipo de Linha (em meses)



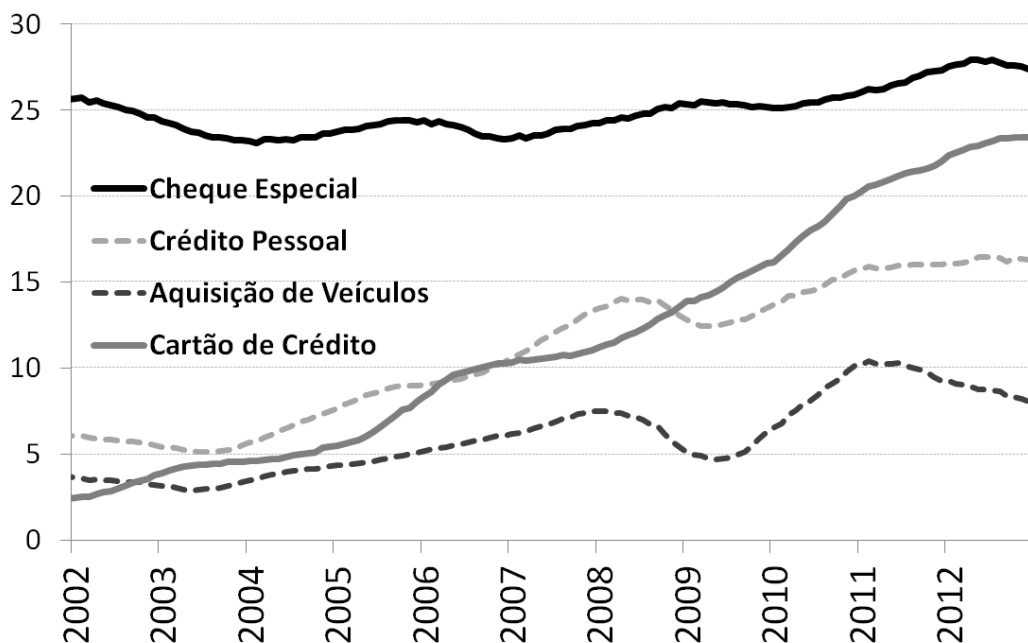
Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB (2013).

Essa dinâmica do estoque nominal de crédito por tipo de linha deve ser examinada com cautela. Inicialmente, é importante ressaltar que o cheque especial e o cartão de crédito compõem o chamado crédito rotativo, caracterizado pela alta rotatividade das operações, que

se dá pela existência de um limite de crédito a ser utilizado ao longo do mês, com o pagamento de uma fatura mensal ao final, sendo utilizando novamente no mês seguinte, e assim por diante, de modo os créditos contratados não tendem a se acumular ao longo do tempo. Ou seja, é natural que o estoque acumulado de crédito dessas linhas não seja muito elevado, considerando que elas apresentam um prazo muito curto para o vencimento. Como pode ser observado no gráfico 13, o prazo médio de uma operação de cheque especial, ou com o cartão de crédito, dificilmente ultrapassada um mês no intervalo em estudo, mostrando que essas são operações de curto prazo.

O crédito pessoal, por sua vez, registra um acentuado alongamento do prazo médio das operações entre 2002 e o final de 2008, tendo uma sensível contribuição para a elevação do prazo médio das operações de crédito a pessoas físicas com um todo. Contudo, com os efeitos da crise financeira internacional de 2007-08, esse prazo médio permaneceu estável a partir de setembro de 2008, em patamares próximos de 20 meses, mostrando uma mudança na disposição das instituições financeiras de conceder créditos com vencimentos mais longos. O prazo médio das operações de aquisição de veículos, por sua vez, registra uma expansão mais significativa a partir de 2004, elevando-se, também, até o final de 2008, mas sendo impactado do mesmo modo pelos efeitos da crise financeira internacional de 2007-08, passando a permanecer praticamente estável, com uma incipiente elevação, seguida de uma tendência declinante entre 2011 e 2012.

Gráfico 14 - Novas Concessões Reais de Créditos Livres (média em 12 meses, R\$ Bilhões)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB (2013).

Não obstante às conclusões anteriores, é fundamental entender a importância do cheque especial e do cartão de crédito para a dinâmica do fluxo de crédito a pessoas físicas no país. Ainda que, como mostrado anteriormente, o estoque nominal acumulado dessas linhas se mostre incipiente, devido aos prazos mais curtos das operações, elas possuem uma representatividade bastante elevada nas concessões mensais de crédito, ou seja, nos fluxos de novos créditos entrando na economia. O gráfico 14 apresenta evolução das concessões mensais de crédito médias nos doze meses anteriores a cada observação, por tipo de linha, e em termos reais, considerando que os dados foram ajustados pela inflação no período – estão colocados a preços de dezembro de 2012.

Como pode se observar, o cheque especial registra fluxos elevados de novas concessões, oscilando entre R\$ 23 bilhões e R\$ 25 bilhões por mês, entre 2002 e o final de 2009, e expandindo-se levemente para cerca de R\$ 28 bilhões a partir de 2010, representando a maior fatia das novas concessões de crédito a pessoas físicas no período. O cartão de crédito, por sua vez, observa um crescimento significativo das novas concessões ao longo do intervalo em estudo, de modo que, nos doze meses anteriores a janeiro de 2002, apresentava uma média de novas concessões de R\$ 2,5 bilhões por mês, enquanto em dezembro de 2012 esse valor se expandiu para, aproximadamente, R\$ 23 bilhões por mês, aumentando sua participação nas novas concessões de crédito a pessoas física de 5,5% para quase 29%, segundo dados do BCB, sendo a segunda linha de crédito mais representativa nessas concessões, atrás apenas do cheque especial.

Nesse contexto, pode-se concluir que o alto giro e os fluxos elevados das operações com cheque especial e cartão de crédito mostram que essas duas linhas têm grande importância na dinâmica do crédito a pessoas físicas no Brasil, sendo contratadas recorrentemente pelos mutuários. O comportamento de ambas ainda mostra pequena volatilidade, ao longo do tempo, sendo pouco impactado, inclusive, em momentos de forte retração da atividade, como foi o da crise financeira internacional de 2007-08, que, apesar da magnitude do evento, teve pouca influência sobre a trajetória das concessões no cheque especial e cartão de crédito. Além disso, vale ressaltar que ambas as linhas são caracterizadas pelo fácil acesso e incipiente verificação das condições de pagamento no momento da concessão, de modo que apresentam altas taxas de inadimplência, como será visto adiante.

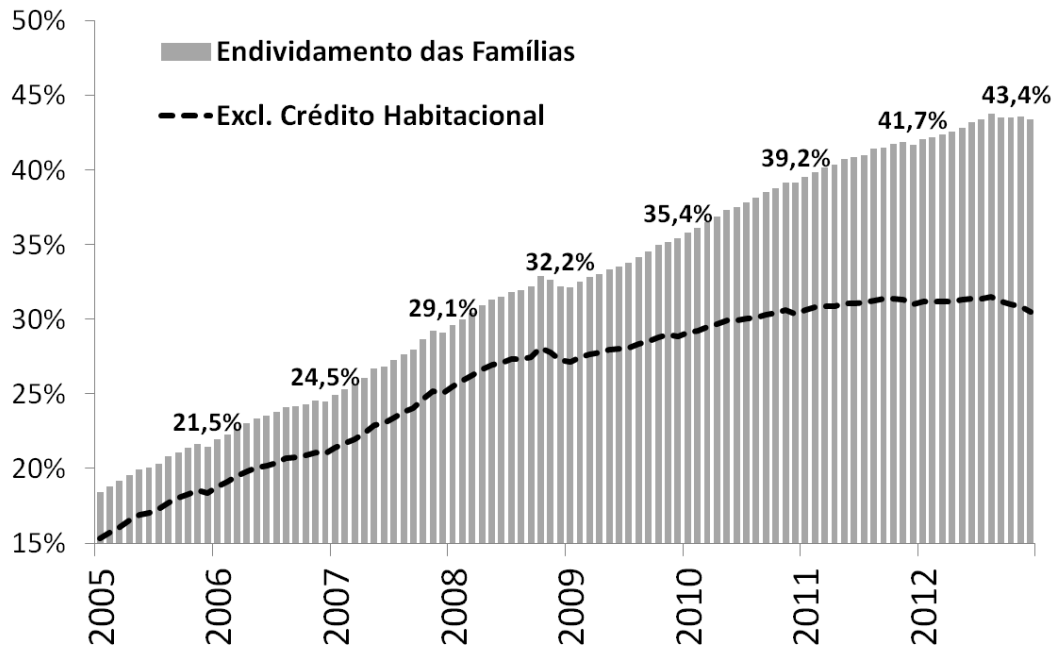
As concessões de crédito pessoal, ainda que apresentem fluxos menores que as do cheque especial e cartão de crédito, têm uma expansão importante no período analisado. Nos doze meses anteriores a janeiro de 2002, essa linha apresentava uma média de novas concessões de R\$ 6 bilhões por mês, enquanto em dezembro de 2012 esse valor se expandiu

para, aproximadamente, R\$ 16 bilhões por mês. A linha de aquisição de veículos, por sua vez, registra um crescimento menos acentuado dos fluxos de novos créditos, saindo de uma média de R\$ 3,6 bilhões nos doze meses anteriores a janeiro de 2002, para R\$ 8 bilhões em dezembro de 2012. Nesse contexto, ambas as linhas tem uma nítida desaceleração das novas concessões entre meados de 2008 e o início de 2009, mostrando que foram afetadas de modo mais sensível que o cheque especial e cartão de crédito pela crise financeira internacional de 2007-08. Após esse período, contudo, ambas passam a apresentar uma tendência de crescimento, a partir de meados de 2009, que perdura até o início de 2011, quando as concessões de crédito pessoal passam a demonstrar certa estabilidade, enquanto as de aquisição de veículos adquirem uma trajetória de desaceleração. Essa dinâmica é importante, pois demonstra que a principal contribuição para a maior resiliência das concessões de crédito a pessoas físicas, em relação às para pessoas jurídicas, entre 2011 e 2012, foi oriunda do desempenho do cheque especial e cartão de crédito, enquanto o crédito pessoal e aquisição de veículos, linhas com prazos mais longos e maior verificação da capacidade de pagamento do mutuário, tiveram um desempenho mais modesto.

4.3 ENDIVIDAMENTO, COMPROMETIMENTO DA RENDA E INADIMPLÊNCIA

Diante do exposto na seção anterior, fica claro como o crescimento do crédito no Brasil foi acentuado entre 2002 e 2012. Esse crescimento, todavia, foi acompanhado por outras mudanças importantes no SFN. Uma das principais foi a elevação significativa nos níveis observados de endividamento da população e do comprometimento de sua renda.

Gráfico 15 - Endividamento das Famílias (%)

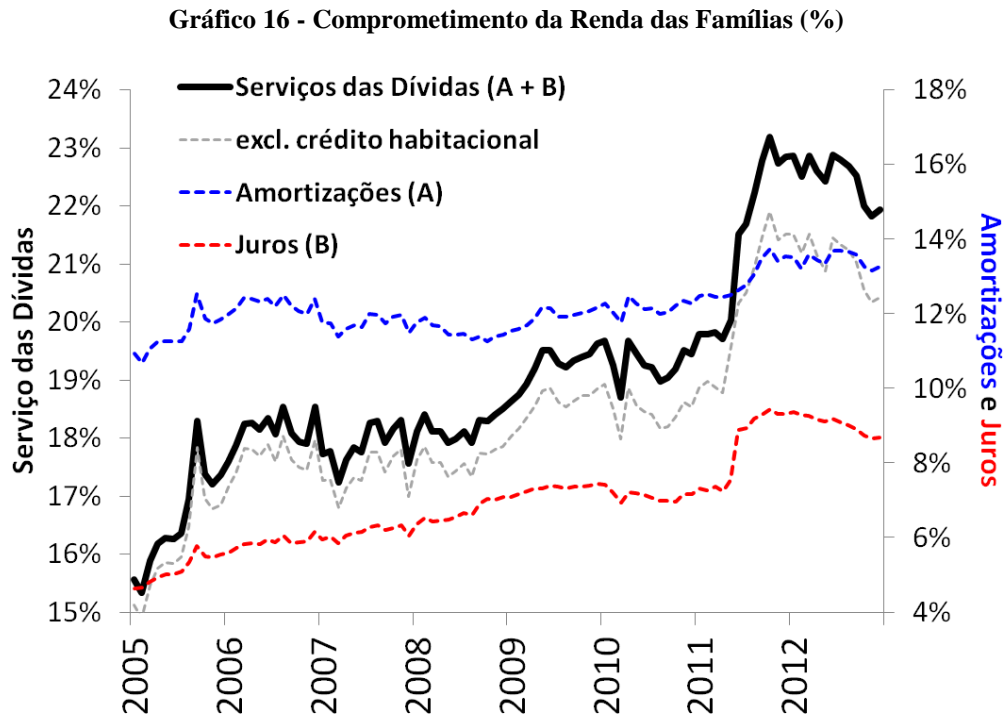


Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB (2013).

Como se pode observar no gráfico 15, o endividamento das famílias no Brasil passou de 21,5%, no fim de 2005, para 43,4%, no início de 2012. Ainda que os dados disponíveis não contemplem todo o período analisado por esse trabalho, fica claro que a razão entre a dívida total das pessoas físicas e a MSAD acumulada em doze meses se elevou substancialmente no período. Vale ressaltar que o aumento no endividamento total da população foi, proporcionalmente, maior que o da razão entre o estoque nominal de crédito na economia e o PIB. Enquanto essa última praticamente dobrou entre 2005 e 2012 (um aumento de 100%), o endividamento se elevou cerca de 140%, ou seja, aumentou em, aproximadamente, 2,4 vezes. Portanto, se pode concluir que o crescimento do estoque de crédito ocorreu num ritmo bastante superior ao do crescimento da renda (medida pela MSAD), e, além disso, a expansão dessa razão ainda ocorreu num ritmo maior que o da razão entre o estoque de crédito e a atividade produtiva como um todo (medida pelo PIB), mostrando como o endividamento se elevou modo significativo.

É importante observar, também, que, a partir de 2008, o crédito habitacional teve uma participação ativa no aumento do endividamento da população. Como pode se ver no gráfico 15, o endividamento excluindo o crédito habitacional teve um aumento proporcionalmente menor que o endividamento total nesse intervalo, saindo de, aproximadamente, 25% em dezembro de 2007, para cerca de 30% no final de 2012, enquanto o endividamento total se elevou de 29% para 43%, na mesma janela de tempo. Considerando, ainda, que o

endividamento com crédito habitacional é dado pela diferença entre o endividamento total (representado pelas colunas, no gráfico 15) e o endividamento excluindo o crédito habitacional (representado pela linha pontilhada em preto, no mesmo gráfico), nota-se que esse hiato vem se expandindo progressivamente, ao longo dos últimos anos.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB (2013).

O gráfico 16 apresenta a evolução do comprometimento da renda da população, cujos dados disponíveis também se limitam ao intervalo entre 2005 e 2012. Assim como o endividamento, o indicador registra uma tendência de crescimento ao longo do intervalo analisado. No início de 2005, cerca de 15,5% da MSAD mensal era destinada ao pagamento das prestações mensais dos créditos contratados, enquanto no fim de 2012 esse número passou para cerca de 21,9%. Dessa elevação, de aproximadamente 6,4 p.p. nos 8 anos disponíveis para estudo, em torno de 4,1 p.p. foram devidos ao aumento do comprometimento com o pagamento de juros (que se elevou de 4,6% para 8,7%), enquanto 2,3 p.p. foram ocasionados pela elevação no comprometimento com a amortização da dívida (que foi de 10,9% para 13,2%). Essa expansão deve ser atribuída a uma elevação nos pagamentos mensais das dívidas contraídas pela população, considerando que a MSAD (o denominador da razão) registrou uma clara tendência de crescimento no período, como mostrado anteriormente.

Enquanto o crescimento do estoque de crédito no país explica a ampliação das amortizações mensais pagas pelos mutuários, o peso dos pagamentos de juros no comprometimento deve ser analisado com cautela. Essa parcela, em especial, se eleva conforme aumenta o volume de créditos contratados pela população, o que naturalmente incorre em maiores volumes de juros a serem pagos, contudo, também deve ser observado que há uma contribuição por parte dos tipos de operações de crédito predominantes no país. Conforme visto na seção anterior, o fluxo de novas operações com o cartão de crédito teve um crescimento acentuado no período em estudo, enquanto o cheque especial se manteve como uma das principais linhas contratadas nas novas concessões de crédito realizadas a cada mês. Essa elevação nas concessões também foi refletida nos estoques nominais dessas linhas, principalmente no do cartão de crédito, que teve uma expansão sensível no período, mesmo sendo uma operação de crédito rotativo, o que indica que um número maior de mutuários passou a alongar a realização dos pagamentos e a arcar com maiores encargos de juros. Além disso, ambas as operações são caracterizadas por taxas de juros elevadas, o que contribui para a elevação dos montantes de juros pagos mensalmente pela população.

A expansão das operações com cartão de crédito, em especial, contribuiu de modo sensível para essa dinâmica, elevando a participação da linha nas novas concessões de crédito e o estoque nominal acumulado desse tipo de operação. Por conseguinte, incorporou maiores pagamentos mensais de juros pelos mutuários, considerando que as taxas cobradas nessa linha são bastante superiores às de outras, como o crédito pessoal e a aquisição de veículos. Vale ressaltar a importância dessa dinâmica do pagamento de juros, pois a taxa média de juros da economia apresentou uma tendência declinante no período. Contudo, conforme aumentou a adesão ao uso do cartão de crédito, e a participação dessa linha de taxas de juros elevadas sobre o total das operações, se exerceu também uma pressão positiva sobre o pagamento mensal de juros pela população, se refletindo num maior comprometimento da renda com pagamento de juros.

Ao longo do intervalo analisado, o comprometimento da renda apresenta dois momentos distintos nos quais foi influenciado por conjunturas específicas da economia, valendo ressaltá-los. O primeiro ocorreu entre o final de 2008 e o final de 2009, período marcado pelos efeitos mais adversos da crise financeira internacional de 2007-08. Nesse intervalo, há uma nítida elevação do comprometimento da renda das famílias, impulsionada tanto pelo pagamento de amortizações, quanto pelo pagamento de juros. Na época desse processo de elevação do comprometimento, o BCB realizou a seguinte avaliação dessa conjuntura:

[...] no cenário de deterioração das condições de crédito, a captação de recursos externos tornou-se mais cara e escassa e, no âmbito interno, as restrições de liquidez dificultaram, temporariamente, o financiamento de instituições de pequeno e médio porte no mercado interbancário. Adicionalmente, evidenciando a piora no balanço de riscos, as instituições financeiras promoveram redução imediata das novas contratações, com encurtamento dos prazos e elevação das taxas de juros. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2009, p. 44)

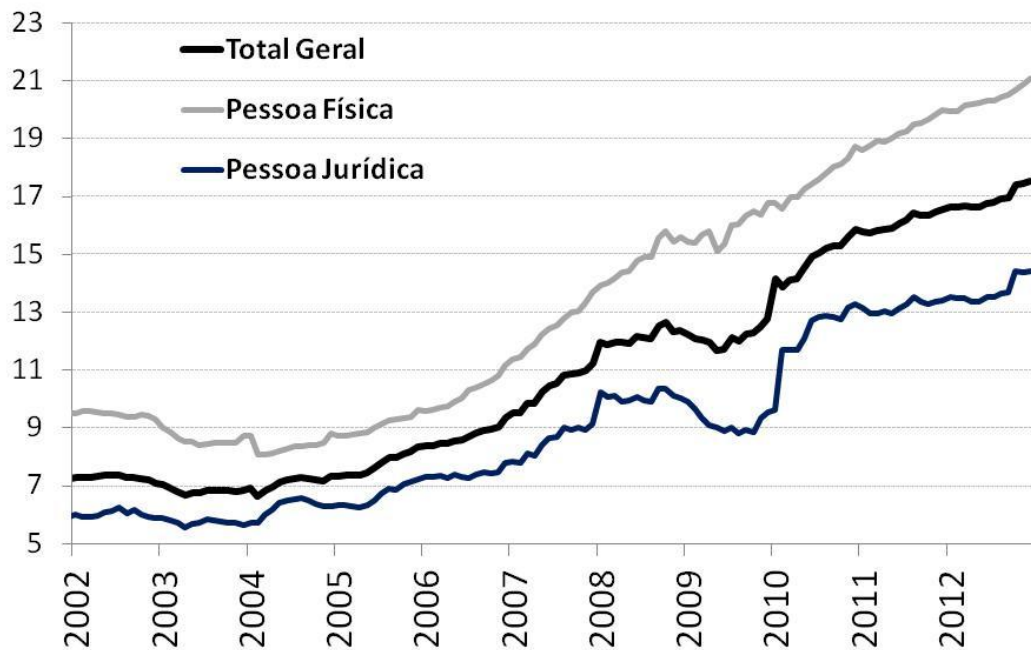
Em resumo, a avaliação da autoridade monetária destaca as condições mais restritivas de liquidez do período, que se refletiram numa elevação da taxa de juros média e num encurtamento do prazo médio das operações de crédito, como pode ser observado nos gráficos 8 e 17. Esse cenário impactou a dinâmica do SFN, dificultando a rolagem das dívidas, e elevando a inadimplência e o comprometimento da renda das famílias. Além disso, esse processo pode ser relacionado ao fato da deterioração na liquidez, que impactou nitidamente as novas concessões de crédito, ter se manifestado, principalmente, nas linhas de aquisição de veículos e crédito pessoal, enquanto linhas como o cheque especial e o cartão de crédito (crédito rotativo, caracterizado por prazos mais curtos e taxas de juros mais elevadas) foram menos afetadas – essa dinâmica das concessões pode ser vista no gráfico 14.

Outro momento importante ocorreu entre maio e outubro de 2011, quando o comprometimento da renda se elevou de 20% para mais de 23% da MSAD, um aumento significativo num curto espaço de tempo. Essa alteração acentuada do indicador é justificada pela nova exigência de pagamento mínimo de 15% nas faturas mensais de cartões de crédito, determinada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e que entrou em vigor em junho de 2011 – antes, esse valor era de 10% da fatura mensal. Essa medida também foi acompanhada por uma redução no número máximo de tarifas do cartão de crédito que é admitido à instituição financeira realizar a cobrança, e por uma regulamentação maior na prestação de informações ao contratante do cartão de crédito (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2011b).

Além disso, o período entre maio e outubro de 2011 também foi marcado pelos efeitos defasados da política monetária contracionista efetuada para conter as pressões inflacionárias observadas entre o segundo semestre de 2010 e o fim de 2011. Essa política foi caracterizada por um ciclo de elevação da meta para a taxa de juros básica da economia (a taxa Selic), entre abril de 2010 e julho de 2011, e impulsionou um aumento na taxa média de juros das operações de crédito, como pode ser observado no gráfico 8, impactando o comprometimento da renda das famílias com o pagamento de juros. Em conformidade com essa política, também foram implementadas medidas macroprudenciais visando a criar condições mais restritivas para a contratação de crédito, principalmente aqueles com prazos longos,

contribuindo, também, para a elevação do comprometimento da renda. Não obstante, passado aquele período, essa elevação acentuada do comprometimento se esgotou, demonstrando até mesmo uma tendência declinante nos meses posteriores, em conformidade com a redução das taxas de juros médias e com o alongamento do prazo médio das operações de crédito, observados a partir do segundo semestre de 2011, conforme mostrado nos gráficos 8 e 17.

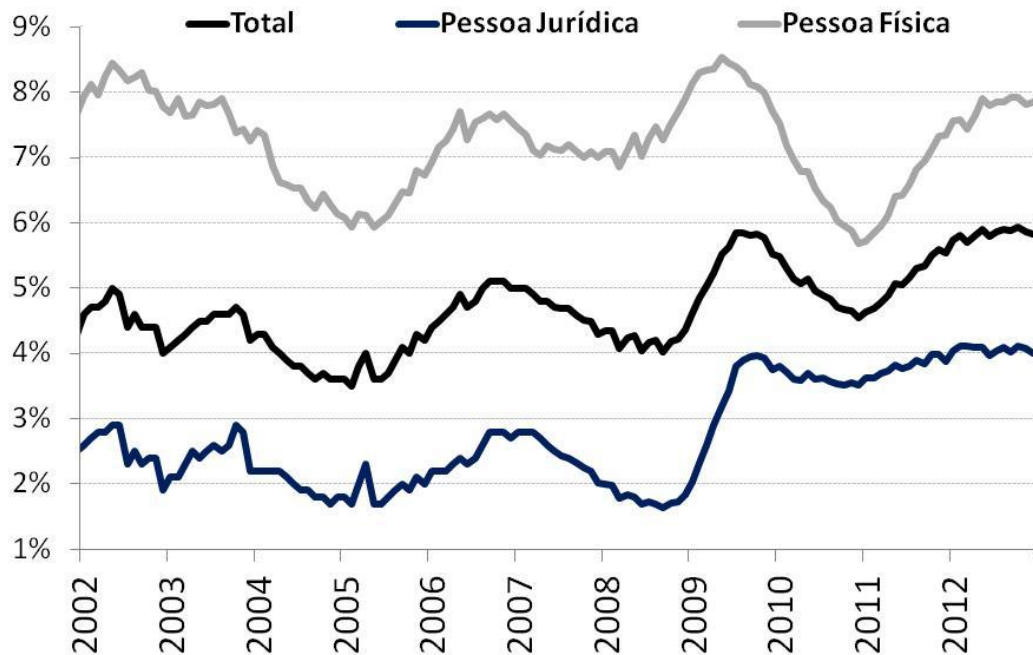
Gráfico 17 - Prazo Médio (em meses) das Operações de Crédito com Recursos Livres



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB (2013).

É importante ressaltar que a elevação no comprometimento da renda não foi devida a um encurtamento dos prazos dos financiamentos, de modo geral. Como mostra o gráfico 17, houve um alongamento acentuado do prazo médio dos financiamentos com recursos livres destinados à pessoa física. Em 2002, em média, o crédito para pessoa física era parcelado em nove meses, enquanto em 2012, em média, passou a ser parcelado em 21 meses, aproximadamente. Desse modo, ao longo de todo o período analisado, esse fator efetuou uma pressão no sentido da redução do comprometimento mensal da renda das famílias, ainda que não tenha sido o suficiente para evitar sua elevação, como mostrado anteriormente. O prazo médio das concessões para pessoas jurídicas, por sua vez, também se elevou, saindo de uma média de 6 meses para mais de 14 meses entre 2002 e 2012. Nesse contexto, o prazo médio geral das operações de crédito também registrou um alongamento, saindo de cerca de 7 meses para mais de 17 meses, no mesmo período.

Gráfico 18 - Inadimplência nas Operações de Crédito com Recursos Livres (%)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB (2013).

Considerando o contexto de expansão do crédito observado entre 2002 e 2012, é fundamental analisar a evolução da inadimplência no Brasil, que indica o percentual de pagamentos em atraso há mais de noventa dias. Vale ressaltar que um cenário de inadimplência elevada representa riscos consideráveis para a estabilidade e solvência do SFN, dado que se trata dos créditos que não estão sendo devidamente pagos pelos mutuários. Para a instituição financeira isso representa atraso nos seus recebimentos acordados em contrato, além de um potencial prejuízo, dado que, no caso do não pagamento, gera uma lacuna entre as despesas da instituição (o crédito concedido) e as suas receitas (as amortizações a receber do mutuário, acrescidas de juros). Conforme se eleva a inadimplência, mais arriscado se torna para a instituição financeira realizar novas concessões, restringindo o fluxo de novos créditos para a economia e, logo, criando um cenário de iliquidez do SFN, redução do investimento e deterioração da atividade econômica.

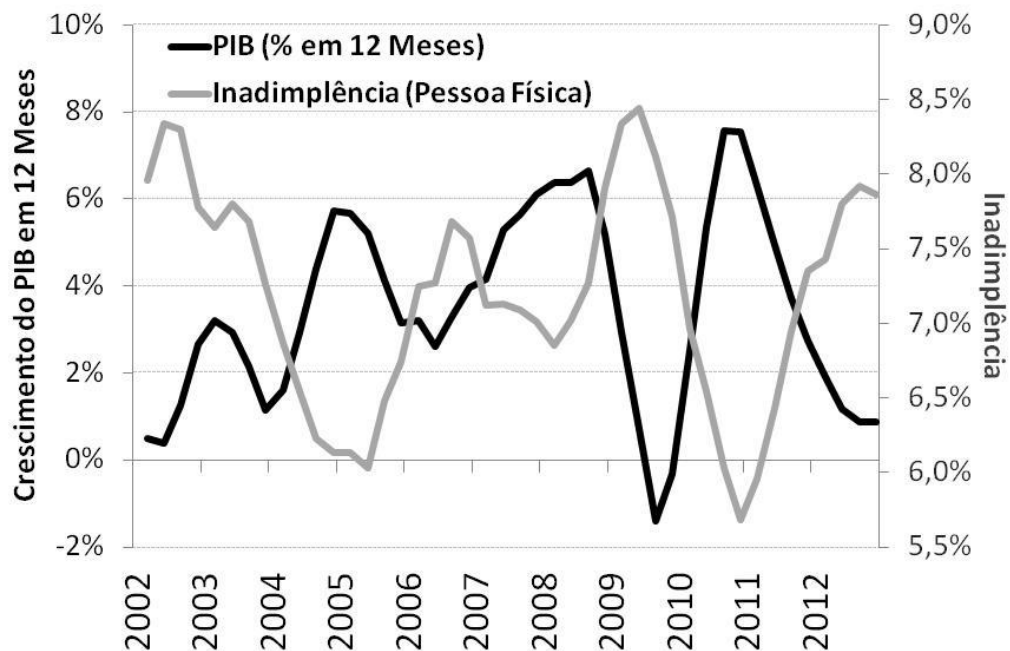
O gráfico 18 apresenta a evolução da inadimplência no pagamento de créditos com recursos livres (não são disponibilizados dados de inadimplência para o crédito com recursos direcionados), e mostra que, entre 2002 e 2012, o indicador total vem mostrando uma tendência de crescimento, mas passando por ciclos de elevação e queda. Em janeiro de 2002, a inadimplência no país era de, aproximadamente, 4,5% do estoque total de crédito com recursos livres, enquanto em dezembro de 2012, esse montante se elevou para cerca de 5,8%.

Esse crescimento se deveu, considerando-se todo o período em análise, a um aumento na inadimplência no estoque de crédito com recursos livres destinados a pessoas jurídicas, que foi de 2,6%, em janeiro de 2002, para cerca de 4% em dezembro de 2012. A inadimplência referente a pessoas físicas, por sua vez, permaneceu praticamente estável, em patamares próximos a 8%, ainda que mais elevados que os observados naquela relativa a pessoas jurídicas – vale ressaltar que o fato da inadimplência das pessoas físicas se mostrar mais elevada que a das pessoas jurídicas corrobora as maiores taxas médias de juros das operações de crédito dessa modalidade.

Não obstante, é importante enfatizar o comportamento cíclico desse indicador em sua evolução ao longo do período. Entre 2002 e 2005, a inadimplência registrou uma tendência declinante, sendo esta observada tanto para pessoas físicas, quanto para pessoas jurídicas, o que pode ser relacionado com a expansão ainda moderada do crédito no país na maior parte desse intervalo. Contudo, entre 2005 e o final de 2006 é registrado um ciclo de elevação dos atrasos nos pagamentos, também observado em ambas as modalidades – PF e PJ –, e concomitante às altas taxas de crescimento do fluxo de crédito na economia desse período, conforme mostrado no gráfico 10. Essa tendência tende a se estabilizar, passando inclusive a apontar uma trajetória descendente, a partir do início de 2007. Contudo, com os impactos da crise financeira internacional de 2007-08 há uma elevação substancial da inadimplência, após meados de 2008, dessa vez concentrada naquela referente a pessoas jurídicas, que chegou a 4% do estoque de crédito livre destinado a essa modalidade e permaneceu nesses patamares até o final de 2012, mostrando os impactos significativos que a referida crise teve sobre o cumprimento dos pagamentos dos créditos contratados pelas pessoas jurídicas.

A inadimplência das pessoas físicas, por sua vez, ainda que tenha observado uma sensível elevação com a crise financeira internacional de 2007-08, passa a apresentar uma tendência declinante acentuada entre o início de 2009 e o final de 2010, período em que as concessões de crédito livre, destinadas a pessoas físicas, apresentaram altas taxas de crescimento. Não obstante, a partir de 2011 se observa um processo de elevação significativa da inadimplência dessa modalidade, saindo de 5,7% em janeiro de 2011 para quase 7,9% em dezembro de 2012, impulsionando um aumento da inadimplência total do estoque de crédito livre, dado que a inadimplência das pessoas jurídicas já se encontrava em patamares elevados e não teve um crescimento tão sensível.

Gráfico 19 - Inadimplência (PF) e Crescimento do PIB acumulado em 12 meses (%)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB e IBGE (2013).

Diante do exposto, é importante ressaltar a relação entre a inadimplência (principalmente, aquela referente a pessoas físicas) e os ciclos econômicos. O gráfico 19 efetua essa comparação, demonstrando a evolução da inadimplência da pessoa física e do crescimento acumulado em doze meses do PIB brasileiro. O uso do PIB na comparação se deve ao fato do comportamento cíclico da inadimplência ser influenciado por série de fatores, como a oferta de bens e serviços, o consumo da população, os gastos despendidos pelo governo, as exportações e as importações, de modo que um comparativo com indicadores específicos (como a MSAD, por exemplo) deixaria de levar em consideração alguns aspectos importantes, que são refletidos de forma mais abrangente pelo PIB.

Como pode se observar no gráfico 19, há uma clara correlação negativa entre os dois indicadores, de modo que a inadimplência tende a acompanhar (no sentido contrário) as variações observadas no crescimento do PIB. Essa dinâmica auxilia no entendimento do declínio acentuado da inadimplência das pessoas físicas a partir do início de 2009, até o final de 2010, período em que a economia registrou forte expansão, com o PIB chegando a crescer 7,5% em 2010, em relação a 2009. Do mesmo modo, a subsequente elevação da inadimplência das pessoas físicas, a partir 2011, se mostra em conformidade com a intensa deterioração da atividade observada nesse período, quando o crescimento acumulado em doze meses do PIB declinou até menos de 1%, no segundo semestre de 2012.

Correa *et al.* (2011) apresentam um estudo sobre a correlação entre os ciclos econômicos e a inadimplência no crédito utilizado para consumo no comércio varejista, fazendo uma relação dessa última variável com crescimento do PIB, e também com a evolução do emprego no país. De acordo com o trabalho, recessões econômicas tendem a elevar a inadimplência e levar a perdas nos ativos das instituições financeiras, reduzindo a oferta de crédito e intensificando a retração na atividade. Nesse sentido, o estudo verifica estatisticamente a existência de uma relação significativa entre os ciclos econômicos e a inadimplência, ainda que com a ressalva de que os impactos de oscilações na atividade econômica na inadimplência do crédito voltado ao setor varejista aparentam ser limitadas, sugerindo que esse resultado pode ser explicado pelo fato de que, nesse setor, os empréstimos tendem a ser concedidos a um grande número de mutuários, ajudando, pela diversificação, a amenizar o efeito de eventos recessivos.

Gráfico 20 - Inadimplência (PJ) e Crescimento do PIB acumulado em 12 meses (%)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB e IBGE (2013).

O gráfico 20 apresenta a relação entre o crescimento acumulado do PIB em doze meses e a inadimplência, contudo, utilizando aquela referente a pessoas jurídicas nessa observação. Como se pode notar, ainda que os indicadores sugiram uma correlação negativa, essa só se mostra mais nítida entre 2004 e o final de 2009, ao contrário daquela efetuada utilizando a inadimplência das pessoas físicas. Além disso, a partir do fim de 2009, com os efeitos adversos da crise financeira internacional de 2007-08 sobre a dinâmica do crédito a

peças jurídicas, há uma clara amenização da correlação negativa que vinha sendo observada anteriormente, com uma permanência da taxa de inadimplência das peças jurídicas em patamares elevados, respondendo minimamente às oscilações na atividade econômica observadas posteriormente. Essa análise permite concluir que os efeitos da crise foram severos, no que tange ao crédito às peças jurídicas, refletindo numa mudança significativa da dinâmica da inadimplência dessa modalidade com relação aos ciclos econômicos. Marins e Neves (2013) se propõem a estudar se a inadimplência das peças jurídicas tende a se elevar em fases recessivas do ciclo econômico, considerando apenas o período entre 2005 e 2010. Os resultados das autoras fornecem evidências de que se observa uma forte relação negativa entre a inadimplência dessa modalidade e o ciclo econômico.

As variáveis macroeconômicas de maior efeito sobre a inadimplência corporativa foram o crescimento do PIB e a inflação. Nossas estimativas sugeriram que um ponto percentual adicional na taxa de crescimento do PIB, reduz a probabilidade de inadimplência das empresas dois trimestres à frente em 6%. (MARINS; NEVES, 2013, p. 24)

Vale ressaltar, ainda, que as autoras concluíram que, entre 2005 e 2010, a correlação entre a inadimplência das peças jurídicas e o ciclo econômico se mostrou mais elevada que o observado por Correa *et al.* (2011), que estudam a relação dos ciclos com a inadimplência dos créditos de varejo, atribuindo esse resultado à maior pulverização das operações dessa modalidade.

Tabela 1 - Correlação entre a Inadimplência e o Ciclo Econômico

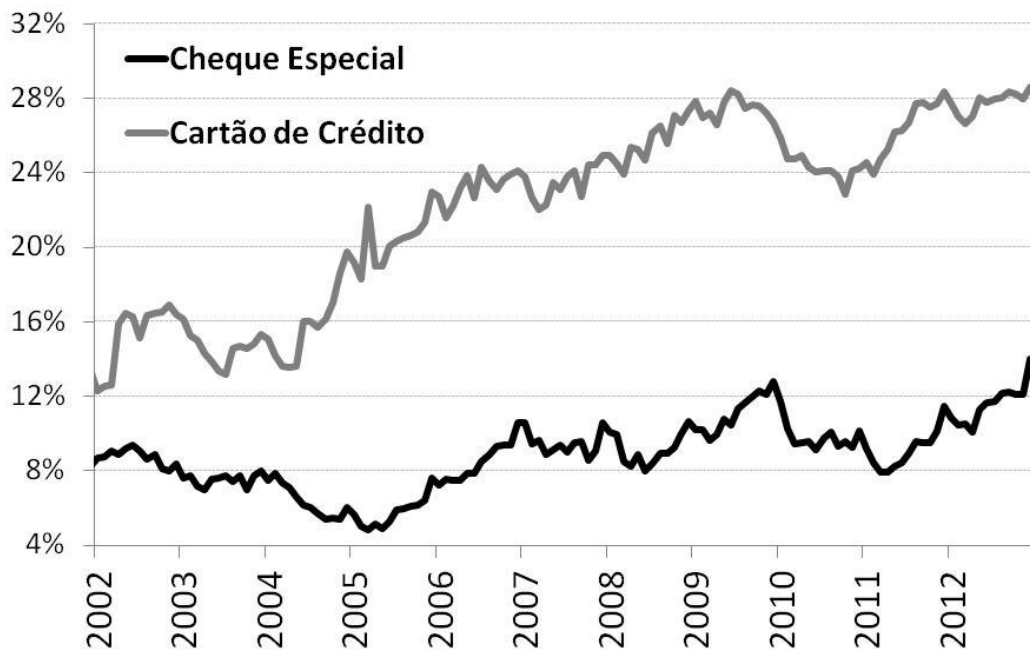
	Correlação entre a Inadimplência e o Ciclo Econômico		
	2002-08	2009-12	2002-12
Total	-0,37	-0,91	-0,53
Pessoa Jurídica	-0,60	-0,30	-0,36
Pessoa Física	-0,55	-0,90	-0,73

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB e IBGE (2013).

A tabela 1, que apresenta os índices de correlação entre o ciclo econômico (medido pelo crescimento do PIB acumulado em doze meses) e a inadimplência, para diferentes

modalidades, e abordando períodos distintos, corrobora as conclusões efetuadas acima. Como pode se observar, enquanto entre 2002 e 2008 a correlação do ciclo econômico com a inadimplência das pessoas físicas era similar à correlação com a das pessoas jurídicas (-0,60 e -0,55, respectivamente), no intervalo de 2009 a 2012 há um claro descolamento entre esses valores, com a intensidade da correlação com a inadimplência da pessoa física se elevando para -0,90, enquanto a da correlação com a inadimplência da pessoa jurídica cai para -0,30. Esse processo se reflete na correlação de cada uma das modalidades com ciclo econômico, ao longo de todo o período analisado (2002-2012), mostrando-se sensivelmente mais intensa naquela referente a pessoas físicas (-0,73, frente a -0,36 para pessoas jurídicas).

Gráfico 21 - Inadimplência (%) da Pessoa Física: Cheque Especial e Cartão de Crédito

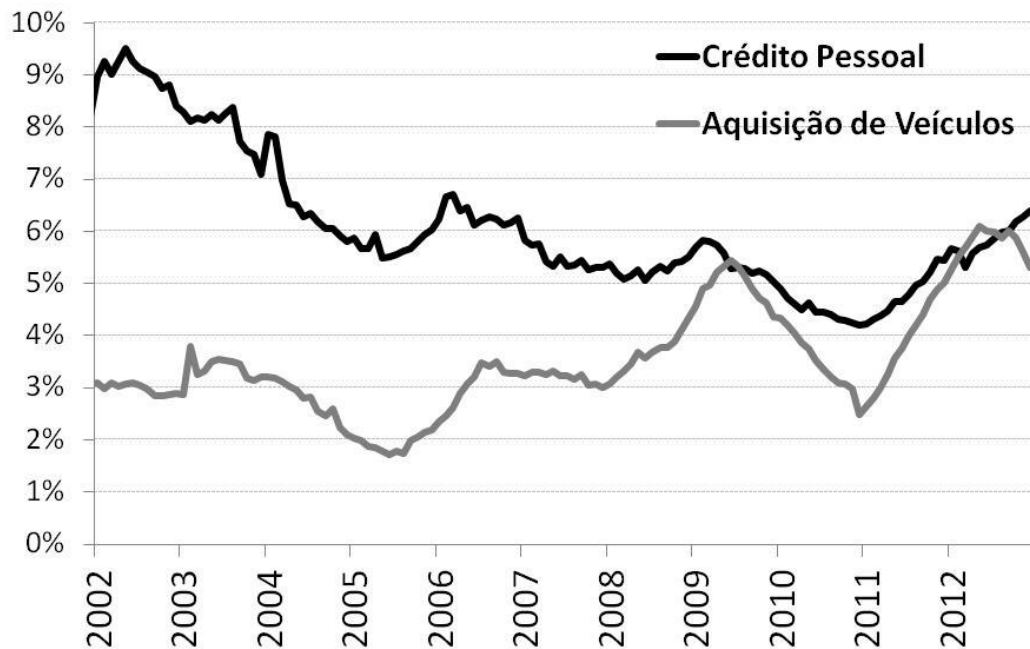


Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB (2013).

Diante do exposto, é importante analisar, por fim, a evolução da inadimplência de cada uma das principais linhas de crédito para pessoa física. De acordo com o gráfico 21, o cenário atual é caracterizado por níveis significativamente elevados de inadimplência nas linhas de cheque especial e cartão de crédito, enquanto o gráfico 22, abaixo, mostra que o crédito pessoal e a aquisição de veículos registram patamares relativamente menores. A inadimplência do cartão de crédito, em particular, ainda se elevou de modo significativo ao longo do período analisado, saindo de, aproximadamente, 12% em janeiro de 2002, para quase 29% em dezembro de 2012, um aumento acentuado e paralelo à expansão das concessões desse tipo de crédito na economia, mostrando que, no final de 2012, quase um

terço das operações com cartão de crédito no país se encontrava em atraso superior a noventa dias. O cheque especial, por sua vez, ainda que também registre um nível de inadimplência elevado, teve um crescimento menos acentuado no período, saindo de quase 9% em janeiro de 2002, para cerca de 14%, em dezembro de 2012. Essa dinâmica mostra que o fácil acesso a essas linhas de crédito, a inexistência de garantias nas operações e a incipiente verificação da capacidade de pagamento dos mutuários no momento da concessão (que se dá, basicamente, para a definição do limite de crédito que o mutuário terá acesso, por mês), se refletem em percentuais elevados de créditos inadimplentes.

Gráfico 22 - Inadimplência (%) da Pessoa Física: Crédito Pessoal e Aquisição de Veículos



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB (2013).

O crédito pessoal, por sua vez, registra uma inadimplência relativamente menor que a das linhas anteriores, apresentando, inclusive, declínio no intervalo em estudo, conforme mostra o gráfico 22. Enquanto no início de 2002 a inadimplência dessa linha somava cerca de 9% do saldo das operações, no fim de 2012 esse montante se reduziu para quase 6%, mesmo tendo observado uma elevação a partir de 2011. A aquisição de veículos, por sua vez, também apresenta menores níveis de inadimplência, mas tem um leve aumento no período, saindo de, aproximadamente, 3% em janeiro de 2002, para cerca de 5% no fim de 2012, também se ampliando a partir de 2011. Essa diferença no patamar da inadimplência dessas duas linhas, em relação às anteriores, é reflexo do maior rigor na concessão dessas operações de crédito pelas instituições financeiras, dado que contam com uma verificação mais apurada da

capacidade de pagamento do mutuário, um acesso mais restrito e, normalmente, a existência de algum tipo de garantia (como o próprio veículo financiado, ou o bem adquirido com o crédito pessoal).

Um ponto importante a se lembrar é que a metodologia de cálculo utilizada pelo Banco Central para calcular a inadimplência agregada da economia utiliza a inadimplência de cada linha específica, ponderando-as pelos seus respectivos saldos. Essa dinâmica ajuda a entender como a inadimplência do cartão de crédito e do cheque especial são, relativamente, tão superiores à da economia como um todo, ou mesmo daquela referente a pessoas físicas. Como mostrando no gráfico 11, os saldos dessas operações é bastante inferior ao do crédito pessoal e da aquisição de veículos, mesmo elas tendo fluxos mensais significativamente elevados, de modo que seu peso no cálculo da inadimplência total da economia é pequeno.

Por fim, vale ressaltar que a inadimplência de todas as linhas analisadas demonstra uma contração, entre o final de 2009 e o de 2010, e uma expansão, a partir do ano de 2011, ainda que a amplitude dessas variações mude de uma linha para outra. Considerando que esses dois intervalos foram marcados, respectivamente, por uma aceleração e desaceleração da atividade econômica, é oportuno analisar a relação do comportamento da inadimplência de cada linha com o ciclo econômico do país, como feito anteriormente para a inadimplência das pessoas físicas e jurídicas.

Tabela 2 - Correlação entre a Inadimplência, por Linha de Crédito, e o Ciclo Econômico

Correlação entre a Inadimplência das Linhas de Crédito e o Ciclo Econômico			
	2002-08	2009-12	2002-12
Cheque Especial	-0,03	-0,74	-0,38
Crédito Pessoal	-0,86	-0,71	-0,51
Aquisição de Veículos	-0,03	-0,81	-0,48
Cartão de Crédito	0,75	-0,77	0,11

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB e IBGE (2013).

A tabela 2 apresenta os índices de correlação entre a inadimplência de cada linha específica de crédito e o ciclo econômico do país, estimado pelo crescimento acumulado em

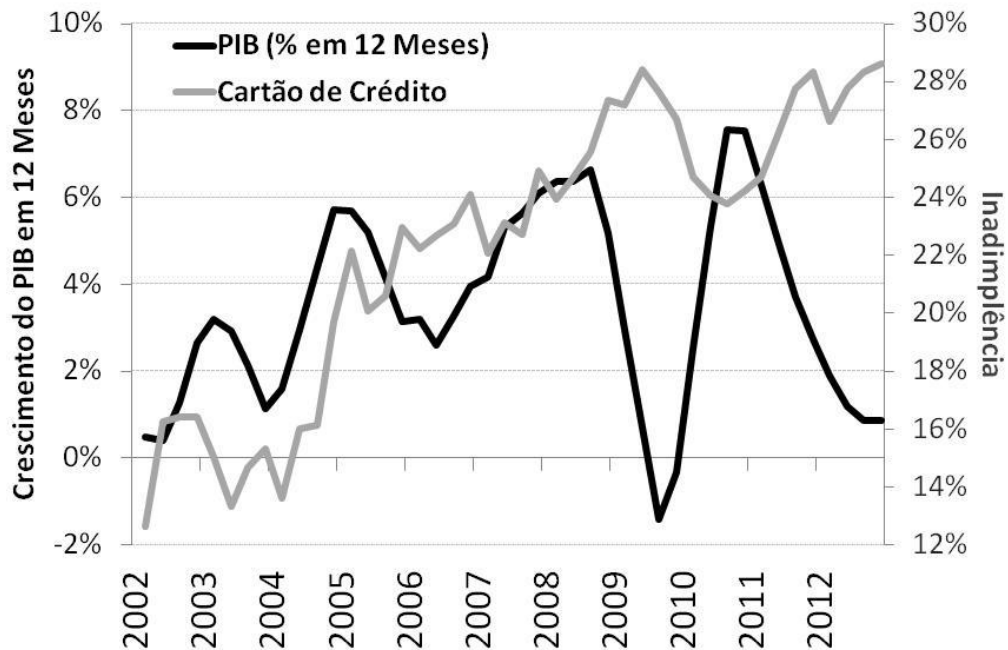
doze meses do PIB, de maneira similar ao realizado anteriormente. O comportamento da inadimplência das linhas, em relação ao ciclo econômico, é bastante divergente, de modo que, entre 2002 e 2012, a correlação mais significativa é verificada no crédito pessoal e na aquisição de veículos, enquanto no cheque especial esse indicador se mostra menor, e no cartão de crédito a correlação é fraca e positiva.

Todavia, deve-se analisar o comportamento das taxas de inadimplência dessas linhas ao longo do intervalo estudado, dado que este comportamento demonstra variações sensíveis entre os períodos anteriores e posteriores à crise financeira internacional de 2007-08. Antes desse marco, entre 2002 e 2008, o cheque especial e a aquisição de veículos não observavam, estatisticamente, correlação com a atividade econômica, enquanto o crédito pessoal mostrava uma correlação negativa elevada, aumentando a inadimplência dessa linha em momentos de desaceleração da atividade, e retraindo-se em intervalos de expansão econômica. Não obstante, Correa *et al.* (2011), ao enfocarem a relação da inadimplência desse tipo de crédito com o ciclo econômico, tiveram resultados que apontavam uma relação menos intensa do que a verificada em estudos anteriores, afirmando também que mulheres tendem a ser menos inadimplentes que homens, no crédito pessoal, e que quanto mais velho o mutuário, menores são as chances de ele atrasar os pagamentos.

The results suggest that there is a significant relationship between credit defaults and business cycles, but this relationship is less strong than previously pointed out by other studies. We also find that in general women default less than men, and the older the borrower, the lower is the probability of delinquency. (CORREA *et al.*, 2011, p. 29)

A partir da crise financeira internacional de 2007-08, a intensidade da correlação negativa entre o crescimento do PIB acumulado em doze meses e a inadimplência no cheque especial e aquisição de veículos passa a se elevar, mostrando que os efeitos do período de recessão global se refletiram em elevações da inadimplência dessas linhas, que passaram a apresentar um comportamento inversamente correlacionado com os níveis de atividade nos anos seguintes, conforme mostra a tabela 2. O crédito pessoal, por sua vez, registra uma leve redução da intensidade de sua correlação negativa com o ciclo econômico, mas permanecendo em patamares elevados, refletindo, de modo inverso, os movimentos de desaceleração da economia nos anos que se seguiram. Esses resultados corroboram a elevação da intensidade da correlação negativa da inadimplência das pessoas físicas entre 2009 e 2012, mostrada na tabela 1.

Gráfico 23 - Inadimplência do Cartão de Crédito e Crescimento do PIB em 12 meses (%)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB e IBGE (2013).

O cartão de crédito, por fim, demonstra um comportamento bastante particular. Entre 2002 e 2008, a inadimplência dessa linha registrou uma correlação forte e positiva com o crescimento do PIB acumulado em doze meses, o que permite concluir que ela observou aumentos em períodos de expansão da atividade econômica. Vale lembrar que este intervalo foi marcado por uma ampliação acentuada das concessões dessa linha, como mostrado no gráfico 14, de modo que os maiores fluxos desse tipo de crédito para economia ocorreram paralelamente a uma elevação da inadimplência. Também é importante destacar que essa operação de crédito é caracterizada pelo fácil acesso, inexistência de garantias e incipiente verificação da capacidade de pagamento dos mutuários. Nesse contexto, essa dinâmica pode ser relacionada com o número elevado e crescente de mutuários que progressivamente passaram a ter acesso a esse tipo de operação, sem critérios rígidos por parte das instituições financeiras para efetuar as concessões. Desse modo, aumentaram as possibilidades de ocorrerem concessões a contratantes incapazes de arcarem com os pagamentos, dada essa ampliação significativa das emissões de cartões de crédito. Esse processo, combinado com a facilidade do uso do cartão de crédito para financiar o consumo, dado sua ampla aceitação em segmentos como o comércio varejista, se refletiu numa trajetória ascendente da inadimplência, mesmo num ciclo de expansão da atividade.

Não obstante, entre 2009 e 2012, a inadimplência do cartão de crédito mostra uma correlação totalmente oposta com os ciclos econômicos. Como visto na tabela 2, essa

correlação passa a ser intensa e negativa, o que pode ser interpretado como os efeitos que a contração da atividade ocasionada pela crise teve sobre a dinâmica das operações com cartão de crédito. Com as restrições de liquidez e aumentos das taxas de juros, por parte das instituições financeiras, houve paralelamente uma expansão da inadimplência do crédito como um todo, no país. O cartão de crédito não se mostrou exceção, refletindo os efeitos recessivos da crise com elevações sensíveis na inadimplência, paralelas à retração na atividade econômica, mesmo tendo ocorrido uma forte expansão dos fluxos desse tipo de crédito nos anos anteriores. Contudo, como mostra o gráfico 23, a inadimplência dessa linha vem se elevando desde o final de 2010, em conformidade com a desaceleração do crescimento acumulado em doze meses do PIB, sendo importante observar se essa tendência se manterá no próximo ciclo de expansão da atividade, conforme o comportamento registrado entre 2002 e 2008, ou se ela passará a se reduzir, continuando a mostrar uma correlação negativa com o ciclo econômico.

5 EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL

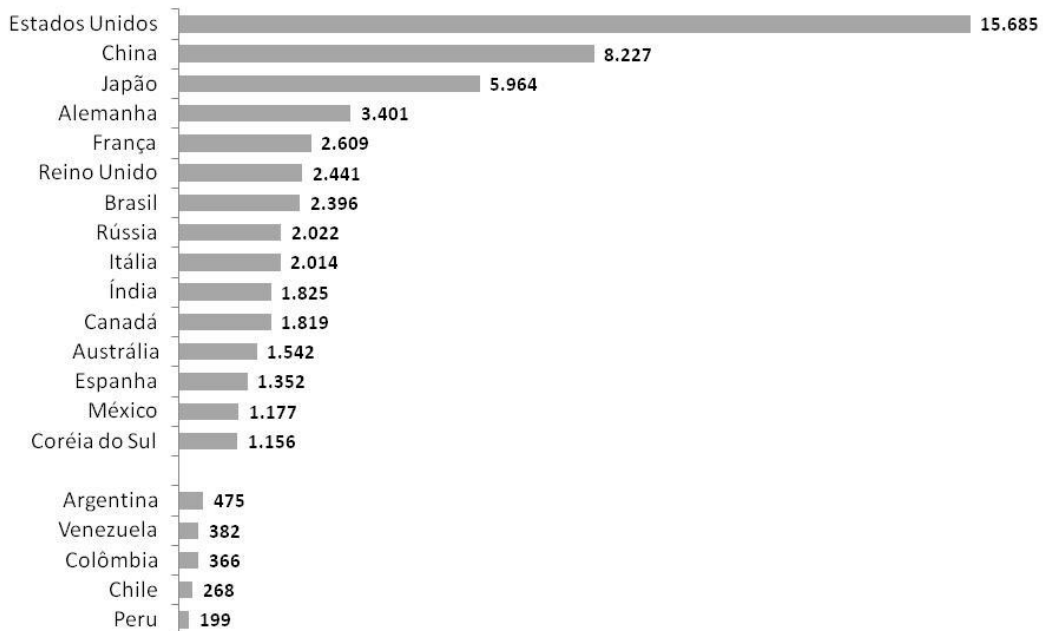
A expansão do crédito no Brasil se mostrou de grande importância para a dinâmica da economia, entre 2002 e 2012, sendo seu estudo de grande valia. Contudo, a análise da evolução temporal desse desenvolvimento nacional se mostra incompleta se não for realizado um comparativo entre a dinâmica creditícia interna do país e a experiência internacional. Desse modo, o estudo da evolução dos indicadores de crédito em outros países também tem uma importância fundamental para as conclusões sobre o tema. Essa abordagem permite observar se a expansão do crédito no caso brasileiro registra similaridades com a de outros países, e ajuda a apontar as diferenças entre o desenvolvimento desse mercado em cada nação. Algumas das conclusões que devem ser retiradas desse capítulo abrangem se a ampliação do crédito no Brasil se deu de modo mais acelerado, ou num ritmo inferior, que a de outros países; e se, pela experiência internacional, pode-se assumir que o mercado de crédito tem espaço para se expandir ainda mais no território nacional, ou se esse crescimento já se mostra esgotado.

Vale ressaltar que a maioria dos indicadores utilizados nesse capítulo foi retirada da base de dados do World Bank (Banco Mundial), instituição internacional que objetiva estimular e financiar o desenvolvimento e a redução da pobreza dos países, principalmente daqueles em desenvolvimento. Essa base é composta por uma série de indicadores compilados pelo World Bank, que são levantados, majoritariamente, pela própria instituição, pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) e pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), empregando-se, também, a interação dos dados calculados por cada uma dessas instituições.

Esse método de análise contribui para uma padronização da origem dos indicadores estudados, diminuindo o impacto que diferenças metodológicas na estimativa de um mesmo indicador, para diferentes países, possam ter na eficácia das análises efetuadas. Não obstante, deve-se lembrar de que cada nação possui particularidades institucionais e econômicas únicas, de modo que a análise isolada de determinados indicadores não permite visualizar completamente a conjuntura específica a que cada país está submetido. Além disso, a maioria dos indicadores estudados é calculada com base em aproximações e estimativas, e são dependentes da disponibilidade de dados em cada um dos países em estudo. Desse modo, deve se considerar que as trajetórias descritas pelos indicadores, e seus níveis relativos aos de outros países, importam mais que os seus níveis absolutos observados isoladamente. Por fim,

vale destacar que alguns dos dados analisados não se encontram disponíveis para todo o período em estudo, com boa parte possuindo registros apenas até 2011.

Gráfico 24 - Países ordenados pelo PIB em 2012 (US\$ bilhões)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do FMI (2013).

Foram selecionados vinte países, para fins de comparação da evolução dos seus indicadores relacionados com o mercado de crédito, incluindo o Brasil. Quinze desses países foram definidos utilizando como critério o PIB de 2012, medido em US\$, escolhendo aqueles que apresentaram os maiores valores para esse indicador. O uso do PIB como critério destaca a evolução das economias com maior peso na dinâmica da atividade econômica mundial, sendo importantes casos a serem estudados no que tange à evolução do crédito. Contudo, foram reservados cinco lugares para países da América Latina, também definidos de acordo com o PIB em US\$, para 2012, pelo fato destes apresentarem sensíveis similaridades institucionais e históricas com o Brasil, sendo, portanto, importantes para fins de comparação. Os países escolhidos estão destacados no gráfico 24, que os apresenta de modo ordenado pelo PIB de 2012. Vale ressaltar que alguns dos indicadores utilizados a seguir não se encontram disponíveis para todos os países em estudo.

Tabela 3 - Crescimento Real (%) Anual do Consumo das Famílias, por País

Crescimento (%) Anual do Consumo das Famílias, por País											
País	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Média
Rússia	8,3	7,5	12,1	11,7	12,0	14,2	10,5	-5,1	5,2	6,7	8,2
China	6,6	6,5	7,4	6,1	8,8	10,4	8,1	9,4	8,3	9,4	8,1
Índia	2,9	5,9	5,2	8,6	8,5	9,4	7,2	7,4	8,6	8,0	7,1
Chile	2,4	3,6	5,9	7,1	6,1	6,2	4,2	-0,8	11,6	9,4	5,5
Peru	4,6	3,1	4,2	4,6	6,4	8,3	8,7	2,4	6,0	6,4	5,5
Venezuela	-7,1	-4,3	15,4	15,7	15,5	16,9	6,3	-2,9	-1,9	4,0	5,4
Colômbia	2,0	3,0	3,9	4,0	6,4	7,3	3,5	0,6	5,0	6,5	4,2
Brasil	1,9	-0,8	3,8	4,5	5,2	6,1	5,7	4,4	6,9	4,1	4,2
Austrália	2,9	4,0	5,0	4,4	2,9	4,4	4,7	0,1	2,5	3,1	3,4
Canadá	3,6	3,0	3,3	3,7	4,2	4,6	3,0	0,4	3,3	2,4	3,1
Coréia do Sul	8,9	-0,4	0,3	4,6	4,7	5,1	-1,3	-0,1	4,4	2,2	2,8
México	1,4	2,1	5,6	4,8	5,6	4,0	1,8	-7,2	5,0	4,5	2,7
Estados Unidos	2,6	2,8	3,3	3,4	2,8	2,3	-0,5	-1,9	1,8	2,5	1,9
Espanha	2,8	2,9	4,2	4,1	4,0	3,5	-0,6	-3,8	0,7	-1,0	1,6
França	2,0	1,7	1,7	2,5	2,2	2,4	0,2	0,3	1,5	0,3	1,5
Reino Unido	3,9	3,6	3,2	2,6	1,5	2,7	-1,6	-3,1	1,3	-1,0	1,3
Japão	1,2	0,5	1,2	1,5	1,1	0,9	-0,9	-0,7	2,6	0,1	0,8
Alemanha	-0,6	0,3	0,3	0,2	1,5	-0,2	0,8	0,1	0,9	1,7	0,5
Itália	0,1	0,9	0,8	1,2	1,4	1,1	-0,8	-1,6	1,2	0,1	0,4

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do World Bank (2013).

A tabela 3 apresenta a evolução do crescimento (%) anual do consumo das famílias, em termos reais, mensurada segundo esse componente da análise do PIB pela ótica de demanda, como feito anteriormente, para o caso brasileiro, no gráfico 3. Como pode ser observado, a Rússia, China e Índia lideram o crescimento anual médio do consumo, verificado entre 2002 e 2011, ressaltando que esse três países são componentes dos chamados BRICS, grupo de países emergentes, que é composto, também, pelo Brasil e pela África do Sul. Ainda observando os países no topo da tabela, nota-se que as cinco posições seguintes são ocupadas por países latino-americanos, com Chile, Peru e Venezuela registrando um crescimento médio próximo de 5,5% ao ano, e com esse valor caindo para patamares próximos de 4% ao ano, no caso da Colômbia e Brasil. A extremidade inferior da tabela, por sua vez, é nitidamente composta por países mais desenvolvidos, como é o caso da Itália, Alemanha, Japão, Reino Unido e França, que observaram crescimentos médios entre 0,4% e 1,5% ao ano, no período analisado.

Diante do exposto, vale lembrar que a expansão do consumo das famílias no Brasil foi um importante motor para a expansão do crédito, que, por sua vez, viabilizou este crescimento, servindo como financiamento da demanda agregada ascendente observada entre 2002 e 2012. Não obstante, essa elevação do consumo se mostrou menos acentuada que a

observada entre outros países emergentes e em alguns dos pares latino americanos, que também registraram expansões significativas desse indicador entre 2002 e 2011. Nesse sentido, fica claro que esse movimento de ampliação do consumo não foi inerente ao Brasil, mas também foi observado em outros países com características institucionais e econômicas similares, que em boa parte, inclusive, superaram o observado no país. Portanto, por mais que tenham sido registrados níveis elevados de consumo no Brasil, no intervalo em estudo, a comparação com pares internacionais abre margem para concluir que esse crescimento foi mais incipiente que o observado em outros países, havendo, ainda, espaço para esse indicador se expandir.

Tabela 4 - Evolução do Estoque de Crédito (em % do PIB), por País

Estoque de Crédito (% do PIB) destinado a Pessoas físicas, Instituições sem fins lucrativos, Empresas não financeiras, Governos estaduais e municipais e Fundos de seguridade social										
País	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Japão	236	237	228	230	225	216	211	221	214	216
Espanha	106	113	125	146	167	188	203	212	214	206
Estados Unidos	177	193	201	206	216	225	206	216	213	203
Itália	80	83	85	89	94	101	105	111	123	122
França	86	89	91	93	98	106	109	112	114	116
Alemanha	118	116	113	113	110	105	109	113	107	105
Chile	66	64	64	66	65	71	77	73	69	74
Brasil	32	30	30	32	41	49	54	55	57	63
Colômbia	29	28	30	31	35	40	40	43	47	48
Rússia	19	23	26	28	33	40	43	47	46	48
México	19	17	17	18	21	23	22	26	28	29

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do World Bank (2013).

A tabela 4 resume a evolução do estoque de crédito como percentual do PIB, por países, ordenados segundo o valor dessa razão no ano de 2011. É importante destacar que, segundo a metodologia utilizada, na estimativa do estoque de crédito se considera aquele destinado a pessoas físicas, instituições sem fins lucrativos, empresas não financeiras, governos estaduais e municipais e fundos de seguridade social. Conforme pode se observar, no Brasil, este indicador equivalia a 63% do PIB, em 2011, praticamente o dobro do observado em 2002 – assemelhando-se à trajetória de crescimento registrada no estoque de crédito, em relação ao PIB, medido pelo BCB e apresentado no gráfico 5, ainda que seus níveis absolutos mostrem diferenças. A tabela também mostra que, em 2011, este montante se

mostrava mais elevado que o de alguns países em desenvolvimento, como a Colômbia, Rússia e México, mas está bastante aquém do observado em países mais desenvolvidos, como o Japão, Espanha e Estados Unidos, nos quais essa relação ultrapassa 200% do PIB, e Itália França e Alemanha, nos quais ela se mostra entre 100% e 120% do PIB.

Não obstante, com exceção do Japão e da Alemanha, todos os países demonstraram uma elevação do estoque de crédito, em relação ao PIB, entre 2002 e 2011. Destes, boa parte mostra uma tendência crescente ao longo da maior parte do período, como é o caso do Brasil, Colômbia, Rússia, México, entre aqueles com menores níveis, e da Espanha, Itália e França, entre os com maiores volumes de crédito sobre o PIB. Contudo, o Japão e os Estados Unidos demonstram um pico dessa relação entre 2006 e 2007, passando a apresentar uma trajetória declinante a partir de 2008, o que se pode atribuir aos efeitos da crise financeira internacional de 2007-08 sobre a dinâmica do crédito e da atividade econômica, nesses países.

Diante do exposto, se nota que, mesmo tendo se expandido de modo significativo nos últimos anos, o estoque de crédito sobre PIB no Brasil ainda se mostra bastante inferior ao observado em países mais desenvolvidos, demonstrando que essa relação ainda tem potencial para se elevar. Ainda assim, esse valor supera aquele registrado na maioria dos outros países em desenvolvimento analisados, com a diferença entre países como a Colômbia e o México, inclusive, se elevando ao longo do intervalo, enquanto a diferença com o Chile diminuiu sensivelmente – considerando que este último se encontrava, em 2011, em patamares mais elevados que o Brasil.

Todavia, ao se comparar a evolução do estoque de crédito sobre o PIB, no país, com a dos países desenvolvidos, se nota que o hiato entre os indicadores permaneceu relativamente constante entre 2002 e 2011, com exceção do hiato com o Japão e a Alemanha, que diminuiu, em conformidade com o declínio da relação crédito/PIB nesses países, e do hiato com a Espanha, que se ampliou, paralelamente à substancial expansão do crédito nesse país. O hiato entre o estoque de crédito sobre o PIB entre o Brasil e os Estados Unidos, por exemplo, permaneceu em torno de 140 e 180 pontos percentuais ao longo do intervalo estudado, saindo de 140 p.p para 180 p.p entre 2002 e 2007, e voltando para 140 p.p entre 2008 e 2011, após os efeitos da crise financeira internacional de 2007-08. Ao realizar a comparação do Brasil com a França e Itália, a diferença entre os indicadores registra ainda mais estabilidade, oscilando entre 50 e 65 pontos percentuais, aproximadamente, ao longo de todo o período. Desse modo, pode se concluir que, ainda que o Brasil tenha observado uma sensível expansão do estoque de crédito, em relação ao PIB, nos últimos anos, essa expansão não se mostrou mais acelerada que a observada na maioria dos países desenvolvidos, mantendo a existência um hiato

sensível e corroborando a conclusão de que ainda há bastante potencial para o estoque de crédito crescer no país.

Figura 2 - Inadimplência por Países (% , saldo de créditos em atraso em relação ao total)

Inadimplência das Operações de Crédito (%)						
País	2002-03	2004-05	2006-07	2008-09	2010-11	Média
Itália	6,6	6,0	5,4	7,9	10,9	7,3
Rússia	5,3	3,2	2,5	6,7	7,4	5,0
Espanha	1,1	0,8	0,8	3,5	5,4	2,3
Estados Unidos	1,3	0,8	1,1	4,2	4,5	2,4
França	4,5	3,9	2,9	3,6	4,3	3,8
Reino Unido	2,6	1,5	0,9	2,6	4,0	2,3
Brasil	4,3	3,2	3,3	3,7	3,3	3,5
Alemanha	5,1	4,5	3,1	3,1	3,1	3,8
Peru	11,2	7,9	3,4	2,5	3,0	5,6
Colômbia	7,8	3,0	3,0	4,0	2,7	4,1
Chile	1,7	1,1	0,8	2,0	2,6	1,6
Japão	6,3	2,4	1,5	1,5	2,5	2,8
Índia	9,6	6,2	3,0	2,4	2,4	4,7
Venezuela	8,5	2,0	1,2	2,5	2,4	3,3
Austrália	0,4	0,2	0,6	1,7	2,1	1,0
México	3,5	2,2	2,1	2,9	2,1	2,5
Coréia do Sul	2,5	1,6	0,8	1,2	1,7	1,5
Argentina	17,9	8,0	3,1	2,9	1,5	6,7
China	23,2	10,9	6,7	2,0	1,1	8,8
Canadá	1,4	0,6	0,4	1,1	1,0	0,9
Média	6,2	3,5	2,3	3,1	3,4	3,7



Intensidade da Inadimplência em Relação à dos outros Países, naquele Biênio

Azul: países com inadimplência superior à do Brasil

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do World Bank (2013).

A comparação internacional da inadimplência nos diferentes mercados nacionais de crédito possui significativa importância para o estudo da qualidade do crédito no Brasil, contribuindo para examinar as consequências que esse indicador pode ter sobre a estabilidade do SFN brasileiro. A figura 2 apresenta a evolução da inadimplência para diferentes países, no período analisado, considerando para o cálculo a razão entre o estoque de créditos em atraso e o estoque total de crédito na economia. Os países estão ordenados, de modo decrescente, segundo a inadimplência média observada entre 2010 e 2011, o biênio mais recente que

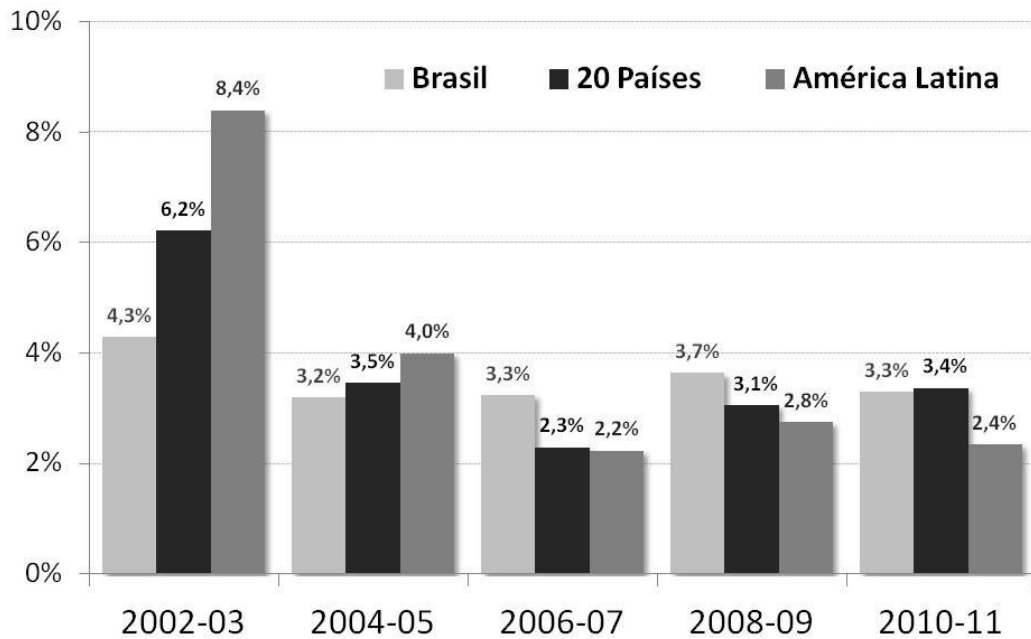
possui dados disponíveis. Além disso, os dados seguem um padrão de cores que destaca, para cada biênio, a intensidade das maiores inadimplências (preenchidas em tons de vermelho) e das menores (preenchidas em tons de verde). Os dados em azul, por sua vez, se referem aos países que apresentavam uma inadimplência maior que a do Brasil, naquele biênio. É importante destacar duas diferenças na metodologia deste indicador e do calculado pelo BCB: a primeira é que não é feita uma diferenciação entre os créditos livres e os direcionados, considerando que o BCB estima apenas a inadimplência dos créditos livres. A segunda é que são considerados créditos inadimplentes aqueles com qualquer nível de atraso, e não apenas aqueles com atraso acima de noventa dias, como considera o BCB, justamente pelo fato dos países terem critérios diferentes para a classificação de um crédito como inadimplente – alguns consideram aqueles em atraso acima de 30 dias, outros acima de 60, ou 90 dias, por exemplo.

Conforme pode se observar, a inadimplência no Brasil oscilou entre 3,2% e 4,3% no período, mostrando pouca volatilidade. Os patamares mais elevados, de 4,3%, são registrados em 2002-03, caindo para os menores níveis entre 2004 e 2007, mas voltando a se elevar em 2008-09, com os efeitos da crise financeira internacional de 2007-08. Entre 2010 e 2011, contudo, se observa uma nova redução. Comparando-se os níveis de inadimplência brasileiros com o resto do mundo, um dos principais pontos a se observar é que, entre 2002 e 2003, o país registrava o 12º maior valor entre os vinte países analisados, contudo, em 2010-11 ele subiu para a 7ª colocação, no mesmo tipo de comparação. Fica claro, portanto, que nesse intervalo de dez anos houve uma deterioração da posição da inadimplência brasileira, relativamente à de outros países, mesmo tendo a primeira sofrido pouca alteração no período, podendo se atribuir a mudança a uma diminuição da inadimplência observada no exterior.

De fato, considerando a inadimplência das onze nações que registravam os valores mais elevados em 2002-03, apenas a da Itália e da Rússia observaram crescimento, enquanto a da França permaneceu praticamente estável, ao longo período estudado. A China e a Argentina demonstram as reduções mais significativas, saindo de valores de 23% e 18%, respectivamente, para patamares próximos de 1% em 2010-11. Os outros seis países, que possuíam uma inadimplência média de 8%, tiveram uma queda para uma média em torno de 2,5%, com esse grupo sendo composto pelo Peru, Índia, Venezuela, Colômbia, Japão e Alemanha. Vale ressaltar que, em 2006-07, momento em que a inadimplência média, considerando os vinte países em estudo, alcançou seu menor valor, apenas a China, Itália e Peru registravam uma inadimplência maior que a brasileira, mostrando que essa última permaneceu elevada, mesmo num período em que tendência, internacionalmente, era de

redução. Contudo, a partir desse momento mais países passaram a registrar uma inadimplência superior à brasileira, impactados pelos efeitos do período de turbulência econômica, como foi o caso dos Estados Unidos, em 2008-09, e do Reino Unido, França e Espanha, em 2010-11.

Gráfico 25 - Inadimplência (%) Média do Brasil, 20 Países Analisados e América Latina



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do World Bank (2013).

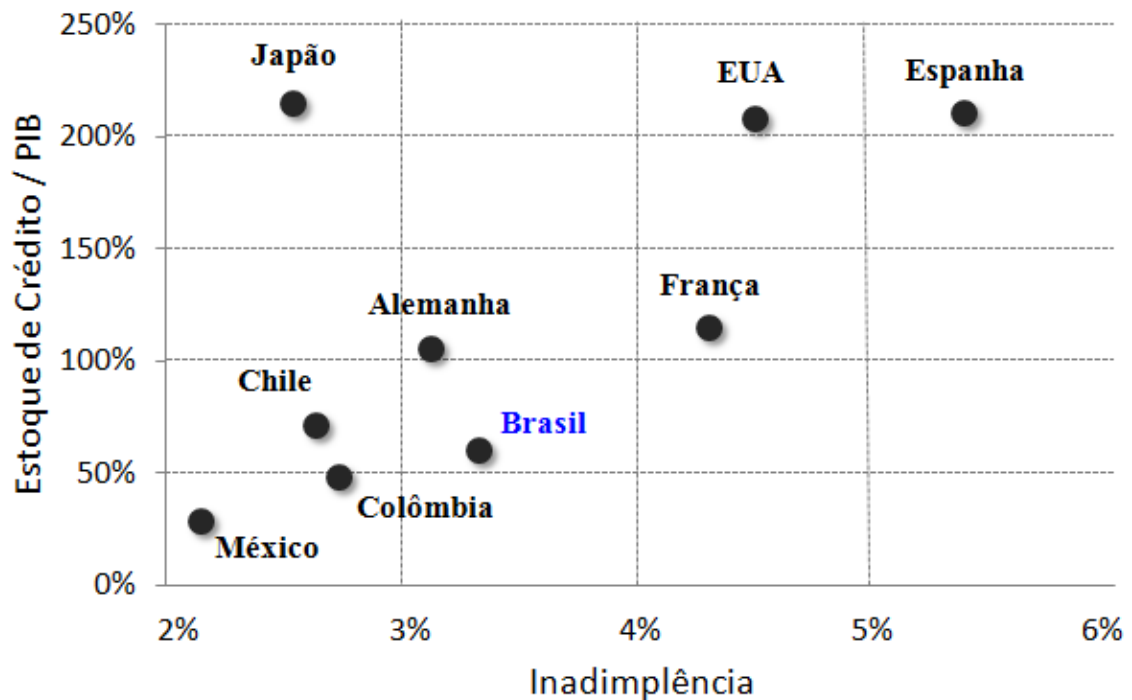
O gráfico 25 apresenta a evolução da inadimplência média dos vinte países analisados, e a média dos países selecionados da América Latina (Argentina, México, Venezuela, Chile, Colômbia e Peru), comparando-as com a dinâmica daquela observada no Brasil. Verifica-se que a inadimplência média dos vinte países caiu de 6,2% em 2002-03 (bastante acima da inadimplência brasileira, nessa observação) para um mínimo de 2,3% em 2006-07, elevando-se, em seguida, com os efeitos da crise financeira internacional de 2007-8, mas permanecendo abaixo da inadimplência brasileira. Com o impacto da crise soberana na Europa de 2011-12, a inadimplência média dos vinte países ainda cresceu para 3,4% em 2010-11, ficando num nível praticamente igual à inadimplência no Brasil. Fica claro, portanto, que na primeira metade do período em estudo houve um nítido processo de redução da inadimplência nos vinte países analisados, considerando que esta se encontrava em patamares bastante elevados e superiores à brasileira. Essa última, por sua vez, não acompanhou a redução observada nos demais países, de modo proporcional. A partir de 2008-09, com o processo de elevação da inadimplência na maioria dos países analisados, principalmente nas economias avançadas, o

indicador médio passa a se expandir, voltando para patamares mais próximos daqueles da economia brasileira, que, por sua vez, tem uma oscilação proporcionalmente menor.

A América Latina registrava uma inadimplência bastante superior à brasileira entre 2002 e 2003, com esse hiato se reduzindo nos anos posteriores, de modo que em 2006-07 a inadimplência brasileira passou a superar aquela observada entre os países selecionados da região. Em 2008-09 há uma elevação da inadimplência média da América Latina, ocasionada pelos efeitos da crise financeira internacional de 2007-08, e em conformidade com o crescimento da inadimplência observada entre praticamente todas as economias. Não obstante, o valor continuou inferior à brasileira, reduzindo-se em 2010-11, quando a inadimplência do Brasil passa a girar em cerca de 1 p.p. acima da média observada nos países selecionados da América Latina. Essa conjuntura delinea de modo mais sensível a dinâmica da inadimplência no país, que apresenta uma diferença sensível em relação aos seus pares latinos, ressaltando como a situação brasileira, nesse aspecto, se destaca negativamente na comparação internacional, principalmente quando esta última é feita com países de semelhanças institucionais e que possuem um processo histórico mais parecido com o brasileiro.

Em suma, cabe a conclusão de que a inadimplência no Brasil, relativamente à dos vinte países estudados, se encontra em níveis elevados, ainda que isso venha se atenuando nos últimos anos, com a elevação da inadimplência dos demais países. Quando se trata apenas da América Latina, contudo, nota-se que, nos últimos anos, a inadimplência brasileira supera a média de seus pares, mantendo um significativo hiato, de aproximadamente um ponto percentual, com esses países. Essa condição traz efeitos adversos para o mercado de crédito no país, impactando, por exemplo, a dinâmica dos juros cobrados pelas instituições financeiras, pressionando-os para cima devido ao maior risco de crédito, em relação ao observado nos outros países. Nesse contexto, é importante lembrar-se da predominância do cheque especial e do cartão de crédito como as principais linhas responsáveis pelos novos fluxos de crédito na economia, considerando, como dito anteriormente, que são linhas de fácil acesso, submetidas a maiores níveis de inadimplência. Essa exposição da economia a níveis relativamente elevados de inadimplência age de modo a limitar um crescimento sustentável do crédito e tem efeitos adversos para o SFN, ainda que deva se considerar a existência de outros fatores influenciando sua estabilidade.

Gráfico 26 - Cruzamento da Inadimplência (%) e Estoque de Crédito/PIB (%), por Países



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do World Bank (2013).

Uma perspectiva importante ao se comparar a situação atual dos mercados de crédito de diferentes países é apresentada pelo gráfico 26, que faz um cruzamento entre a inadimplência média observada no biênio 2010-11 (eixo horizontal) e o estoque de crédito, em relação ao PIB, desses países no mesmo período (eixo vertical). Como pode se observar, o Brasil se encontra no canto inferior esquerdo, numa posição próxima à de outros países latinos e da Alemanha, sendo um quadrante caracterizado por saldos relativamente baixos de crédito/PIB, mas uma inadimplência também reduzida. Contudo, nitidamente a inadimplência brasileira se mostra superior à dos países próximos, sendo o ponto mais à direita do quadrante, possuindo um estoque de crédito próximo ao do Chile e Colômbia, mas inferior ao da Alemanha. Esse posicionamento corrobora a conclusão de que, ainda que o país possua um estoque de crédito superior ao da Colômbia e México, e próximo ao do Chile, esse montante ainda se mostra incipiente em relação aos países desenvolvidos, tendo uma margem sensível para se expandir. Alternativamente, a inadimplência no país se mostra elevada, superior à dos países com estoques de crédito/PIB similares, reforçando como a situação do país se destaca negativamente, quando feita a comparação internacional da inadimplência nos diferentes mercados de crédito.

Analisando-se os demais países, nota-se que o Japão encontra-se numa situação bastante favorável, com um estoque de crédito, em relação ao PIB, elevado, paralelo a uma

inadimplência reduzida dos mutuários, fatores refletidos na sua posição no canto superior esquerdo do gráfico. Os Estados Unidos e Espanha, por sua vez, países bastante afetados pela crise financeira internacional de 2007-08 e pela crise soberana na Europa de 2011, respectivamente, registraram os níveis mais elevados de inadimplência, paralelamente a saldos significativos de crédito, em relação ao PIB. A França, por fim, está numa posição intermediária, com um saldo de crédito/PIB similar ao da Alemanha, mas apresentando uma maior inadimplência dos mutuários, o que pode ser interpretado pelos efeitos da crise soberana da Europa de 2011 terem se mostrando mais sensíveis neste país.

Tabela 5 - Taxa Média Nominal de Juros dos Empréstimos (% a.a.)

País	Taxa Média de Juros das Operações de Crédito (% a.a.)									
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Brasil	62,9	67,1	54,9	55,4	50,8	43,7	47,3	44,7	40,0	43,9
Peru	20,8	21,0	24,7	25,5	23,9	22,9	23,7	21,0	19,0	18,7
Venezuela	36,6	25,2	18,5	16,8	15,5	17,1	22,4	19,9	18,3	17,2
Argentina	51,7	19,1	6,8	6,2	8,6	11,1	19,5	15,7	10,6	14,1
Colômbia	16,3	15,2	15,1	14,6	12,9	15,4	17,2	13,0	9,4	11,2
Índia	11,9	11,5	10,9	10,8	11,2	13,0	13,3	12,2	8,3	10,2
Chile	7,8	6,2	5,1	6,7	8,0	8,7	13,3	7,3	4,8	9,0
Rússia	15,7	13,0	11,4	10,7	10,4	10,0	12,2	15,3	10,8	8,5
Austrália	8,2	8,4	8,9	9,1	9,4	8,2	8,9	6,0	7,3	7,7
China	5,3	5,3	5,6	5,6	6,1	7,5	5,3	5,3	5,8	6,6
Coréia do Sul	6,8	6,2	5,9	5,6	6,0	6,6	7,2	5,6	5,5	5,8
México	8,2	7,0	7,4	9,7	7,5	7,6	8,7	7,1	5,3	4,9
Itália	6,5	5,8	5,5	5,3	5,6	6,3	6,8	4,8	4,0	4,6
Estados Unidos	4,7	4,1	4,3	6,2	8,0	8,1	5,1	3,3	3,3	3,3
Canadá	4,2	4,7	4,0	4,4	5,8	6,1	4,7	2,4	2,6	3,0
Japão	1,9	1,8	1,8	1,7	1,7	1,9	1,9	1,7	1,6	1,5
Reino Unido	4,0	3,7	4,4	4,6	4,6	5,5	4,6	0,6	0,5	0,5

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do World Bank (2013).

A tabela 5 demonstra a evolução da taxa de juros média das operações de crédito realizadas em cada país, ordenadas em ordem decrescente, de acordo com as taxas cobradas em 2011. Vale ressaltar que os termos das condições atreladas a essas taxas, no momento das operações, podem se diferenciar entre os países. Nesse contexto, fica claro o significativo descolamento entre as taxas médias cobradas no Brasil e as em outros países, de modo que o segundo país com as maiores taxas, o Peru, apresenta uma diferença média em torno 25 a 30 pontos percentuais com o Brasil, ao longo do período. Entre os países com as maiores taxas, em 2011, nota-se uma predominância dos latino-americanos, com a presença também, da

Índia e da Rússia, membros dos BRICS. Entre os países com as menores taxas de juros, predominam as economias avançadas, como o Reino Unido, Japão, Canadá e Estados Unidos, sendo importante destacar que, com exceção do Japão, todos esses países observaram uma drástica redução das taxas de juro médias da economia, visando a estimular a recuperação dos efeitos recessivos das turbulências econômicas dos últimos anos.

Não obstante, a taxa média de juros brasileira das operações de crédito se encontra em patamares excessivamente elevados, comparando-se com a média internacional, sendo, inclusive, muito distante da média dos demais países analisados da América Latina, que girava em torno de 14% a.a. em 2011. Ainda que tenha sido demonstrada uma tendência declinante dessa taxa no Brasil, no intervalo em estudo, caindo de cerca de 63% a.a. em 2002 para 44% a.a. em 2011, essa queda se mostrou, proporcionalmente, menos acelerada que a de outros países latino americanos, como a da Venezuela que caiu de quase 37% a.a. para cerca de 17% a.a. e a da Argentina, que caiu de quase 52% a.a. para 14% a.a. Pode-se associar essa taxa de juros elevada à inadimplência também elevada no país, relativamente à média internacional, mas esse fator, isoladamente, não explica essa dinâmica única do caso brasileiro, que necessita de um estudo mais aprofundando sobre os determinantes da taxa de juros média das operações de crédito no Brasil, o que foge do escopo desse trabalho. Contudo, cabe a conclusão que esse descolamento representa um forte impedimento para a expansão do crédito no país, e que há um significativo espaço para uma convergência das taxas de juros médias brasileiras para o padrão internacional.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Estudar a evolução do mercado de crédito no Brasil entre 2002 e 2012 é uma tarefa bastante complexa, com um grande potencial de aprofundamentos dos pontos abordados, considerando a grande quantidade de fatores que determinam o comportamento desse mercado, e os diversos eventos pelos quais a economia brasileira passou no período. A expansão do crédito destinado à população em geral, a qual se consistiu no foco desse trabalho, desencadeia impactos sensíveis no funcionamento da economia como um todo, influenciando, por conseguinte, o comportamento do Sistema Financeiro Nacional, e afetando sua estabilidade. No entanto, deve sempre se considerar que um sistema amplo, como é o SFN de um país, é afetado por diversos fatores, sendo sua estabilidade determinada por uma conjunção de aspectos da economia, os quais incluem o crédito destinado a pessoas físicas. Desse modo, não se pode afirmar se esse fator específico poderia desencadear uma crise econômica sistêmica, ou tornaria o SFN instável no futuro. Contudo, pode-se analisar se o desenvolvimento do crédito à população em geral age de forma a contribuir para uma conjuntura negativa, tanto no que tange à estabilidade do SFN, quanto à economia como um todo, ou se ele vem se comportando de modo positivo, contribuindo, de modo sustentável, para o desenvolvimento econômico do Brasil.

Conforme foi sugerido neste trabalho, o período em estudo foi marcado por uma significativa expansão do consumo no país, impulsionado pelo crescimento da renda da população, em termos reais, e pelo declínio do desemprego. Essa conjuntura de elevação da demanda agregada contribuiu para a ampliação do crédito no país, que abriu espaço para financiar a aquisição de diversos bens demandados pela população, facilitando a efetivação da demanda crescente. Essa elevação no estoque de crédito contratado para a população se mostrou mais acelerada do que a própria elevação da atividade produtiva, refletindo em uma ampliação significativa da razão do estoque de crédito da economia em relação ao PIB. Nesse contexto, as características das operações de crédito se alteraram significativamente nos onze anos estudados, com um alongamento sensível dos prazos das operações, uma tendência declinante das taxas de juros cobradas pelas instituições financeiras e um fluxo ascendente de novos créditos sendo contratados na economia. Essa dinâmica teve impactos importantes para a vida da população, que passou a registrar níveis crescentes de endividamento e de comprometimento da renda mensal com o pagamento de dívidas, reflexo da maior exposição das famílias ao uso do crédito.

Aprofundando a análise do crédito à pessoa física, destaca-se a expansão significativa das operações com o cartão de crédito no país, sendo a linha de crédito cujas novas concessões mensais tiveram o maior crescimento no período, o que mostra que a população viu sua exposição a esse tipo de operação se elevar sensivelmente. Não obstante, os fluxos de créditos oriundos das outras linhas (o cheque especial, o crédito pessoal e a aquisição de veículos) também se ampliaram, sendo registradas, no final de 2012, novas concessões mensais dessas linhas muito superiores às aquelas verificadas no início dos onze anos em estudo. Os níveis de inadimplência dos mutuários pessoas físicas, por sua vez, mostraram um comportamento bastante cíclico, sendo sensivelmente afetados por oscilações na atividade da economia, medida pelo crescimento do PIB. Desde o final de 2010, a inadimplência vem apresentando uma tendência crescente, em conformidade com a desaceleração da atividade, contudo, demonstrou relativa estabilidade, e até mesmo um leve declínio, a partir de meados de 2012, podendo se considerar que uma recuperação da atividade econômica leve a um ciclo de retração da inadimplência das pessoas físicas nos próximos anos.

Não obstante, o estudo da inadimplência das linhas de crédito específicas mostra uma situação mais preocupante, com níveis significativamente elevados sendo observados nas operações de cheque especial e, principalmente, do cartão de crédito, as quais respondem pela maior parte dos fluxos de novos créditos na economia. Vale lembrar que, como dito ao longo do trabalho, esses créditos são caracterizados por fácil acesso, inexistência de garantias para a instituição financeira e incipiente verificação da capacidade de pagamento dos mutuários no momento da concessão, sendo créditos de baixa qualidade e que apresentam taxas de juros bastante elevadas. A exposição da população a essas linhas, principalmente ao cartão de crédito, contribui para um crescimento mais lento e menos sustentável dos mercados de crédito no país, considerando a elevada carga de juros que os mutuários arcam para contratar essas operações, o que restringe o potencial de consumo da população, que tem de destinar uma parte sensível da renda ao pagamento de juros à instituição financeira. Essa última, por sua vez, acaba operando com níveis elevados de inadimplência, a qual, no caso do cartão de crédito, chega a quase um terço das concessões realizadas. Essa inadimplência pode ser atribuída à concessão, muitas vezes, ser feita a mutuários incapazes de arcar com os pagamentos das dívidas, ou com uma educação financeira pouco desenvolvida, gerando irresponsabilidade no uso do crédito concedido pelo cartão, ou pelo cheque especial – o que é reflexo do acesso fácil a essas linhas. Essa conjuntura eleva o risco de crédito assumido pela instituição financeira, fazendo-a trabalhar com taxas de juros elevadas, aumentando as

provisões para créditos de liquidação duvidosa e as despesas decorrentes de renegociações com devedores inadimplentes.

A contribuição desse cenário de exposição da população ao cheque especial e ao cartão de crédito, para a estabilidade do SFN, é claramente negativa, pois ela se traduz em uma pressão para cima do comprometimento da renda e da inadimplência das pessoas físicas, o que, numa situação de instabilidade econômica, ou da ocorrência de um evento de grandes consequências para o funcionamento da economia, pode levar a perdas sensíveis de ativos pelas instituições financeiras. Contudo, como dito anteriormente, deve sempre se ressaltar que há diversos outros fatores que influenciam na estabilidade do SFN, não podendo se afirmar que a dinâmica do crédito a pessoas físicas, observada isoladamente, poderá gerar uma crise sistêmica. Não obstante, esse cenário se mostra pouco favorável para a sustentabilidade da expansão do crédito no Brasil, durante os próximos anos, restringindo o potencial que esse mercado tem para impulsionar o consumo, e contribuindo para a manutenção de taxas de juros elevadas no país. É importante se considerar os benefícios de uma convergência para o uso de operações de crédito de maior qualidade pela população, como o crédito pessoal, por exemplo, considerando que em muitas ocasiões o uso do cartão de crédito, pelos mutuários, poderia ser substituído pelo uso do crédito pessoal, para a aquisição do mesmo tipo de bem, ou serviço. Essa transição se relaciona com o desenvolvimento da educação financeira da população brasileira, mas também com iniciativas voltadas para estimular o uso desses créditos de melhor qualidade, tanto por parte do setor privado, quanto do setor público.

A comparação internacional mostrou que o estoque de crédito brasileiro, em relação ao PIB, ainda é incipiente, em relação aos países desenvolvidos, mas é um dos maiores, quando comparado com os pares da América Latina. Portanto, pode se afirmar que ainda há um significativo potencial para o crescimento do mercado de crédito no país, para níveis mais próximos daqueles observados nas economias avançadas, de modo que o saldo de crédito acumulado na economia brasileira não se encontra em patamares demasiadamente altos, havendo ainda espaço para uma continuidade da sua expansão, em níveis sustentáveis. Não obstante, essa comparação também demonstrou que as taxas médias de juros cobradas nas operações de crédito no Brasil excedem, em muito, a média internacional, representando uma restrição para o desenvolvimento do crédito no país.

Nesse sentido, podem-se relacionar as taxas de juros altas com os níveis de inadimplência dos mutuários, que se mostraram superiores aos de outros países com similaridades econômicas, institucionais e históricas. Todavia, a inadimplência do país, ainda que exerça pressão sobre as taxas de juros cobradas, não explica totalmente a diferença

significativa dessas taxas com as de outros países, dado que a própria inadimplência brasileira não mostra um descolamento da mesma magnitude, em relação à observada internacionalmente. Além disso, existem outros fatores que determinam a taxa de juros de um financiamento, como descrito anteriormente, de modo que não se pode atribuir exclusivamente à inadimplência o níveis elevados das taxas médias de juros cobradas no país. Há espaço, portanto, para iniciativas visando a uma convergência das taxas de juros das operações de crédito no Brasil, para a média internacional, considerando que esse cenário prejudica o desenvolvimento dos mercados de crédito e restringe o potencial que essas operações têm de financiar e estimular o consumo e as atividades produtivas no país.

Diante do exposto, o Brasil demonstra potencial para expandir o estoque de crédito da economia nos próximos anos, encontrando-se, ainda, em níveis sustentáveis, e havendo espaço para a manutenção do crescimento, desse mercado, observado entre 2002 e 2012. O cenário atual das operações de crédito destinadas a pessoas físicas não representa riscos severos para a estabilidade do SFN. Contudo, vale sempre lembrar que há outros fatores que influenciam o comportamento dessa estabilidade. Não obstante, a exposição significativa da população ao uso do cheque especial e, principalmente, do cartão de crédito, representa uma restrição importante para o desenvolvimento dos mercados de crédito no país. Essa exposição concentra os maiores riscos para a sustentabilidade desse processo e para a estabilidade do SFN, exercendo pressão para cima sobre a inadimplência dos mutuários e sobre as taxas de juros cobradas pelas instituições financeiras. Além disso, ela contribui para um maior comprometimento da renda da população e para pagamentos maiores de juros, do que os que poderiam ser obtidos com a contratação de outras linhas, como o crédito pessoal. Desse modo, seria positivo, para a economia brasileira, uma maior convergência das operações para aquelas de maior qualidade, e uma condição para que a expansão do crédito às pessoas físicas no país se mostre sustentável e compatível com a estabilidade do Sistema Financeiro Nacional.

REFERÊNCIAS

- BANCO CENTRAL DO BRASIL - BCB. **Relatório de Inflação**, Brasília, v. 11, n. 2, p. 1-162, jun. 2009. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2009/06/ri200906P.pdf>>. Acesso em: 10 abr. 2013.
- _____. **Relatório de Inflação**, Brasília, v. 12, n. 1, p. 1-157, mar. 2010a. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2010/03/ri201003P.pdf>>. Acesso em: 5 abr. 2013.
- _____. **Relatório de Inflação**, Brasília, v. 12, n. 2, p. 1-147, jun. 2010b. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2010/06/ri201006P.pdf>>. Acesso em: 2 abr. 2013.
- _____. **Relatório de Estabilidade Financeira**, Brasília, v. 10, n. 2, p. 1-60, set. 2011a. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2011_09/refP.pdf>. Acesso em: 5 abr. 2013.
- _____. **Cartilha sobre as novas regras de cartão de crédito**. 2011b. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/appron/apres/cartilha.pdf>>. Acesso em: 5 jun. 2013.
- _____. **SGS – Sistema Gerenciador de Séries Temporais**. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>>. Acesso em: 25 mar. 2013
- CORREA, Arnildo *et al.* Credit Default and Business Cycles: an empirical investigation of Brazilian retail loans. **Working Paper Series**, Brasília, n. 260, p. 1-41, Nov. 2011. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps260.pdf>>. Acesso em: 20 abr. 2013.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA – IBGE. **Sistema IBGE de Recuperação Automática - SIDRA**. Disponível em: <www.sidra.ibge.gov.br>. Acesso em: 25 mar. 2013
- INTERNATIONAL MONETARY FUND - IMF. Brazil: Technical Note on Consumer Credit Growth and Household Financial Stress. **IMF Country Report**, Washington, n. 13/149, p. 1-20, jun. 2013. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13149.pdf>>. Acesso em: 10 jun. 2013.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND – IMF. **World Economic Outlook Database**. 2013. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/weodata/index.aspx>>. Acesso em: 30 maio 2013.
- MARINS, Jaqueline; NEVES, Myrian. Inadimplência de crédito e ciclo econômico: um exame da relação no mercado brasileiro de crédito corporativo. **Working Paper Series**, Brasília, n. 304, p. 1-30, mar. 2013. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/TD304.pdf>>. Acesso em: 25 abr. 2013.

SILVA, Luiz; SALES, Adriana; GAGLIANONE, Wagner. Financial Stability in Brazil. **Working Paper Series**, Brasília, n. 289, p. 1-67, Aug. 2012. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps289.pdf>>. Acesso em: 15 fev. 2013.

THE WORLD BANK. **World DataBank**. 2013. Disponível em: <<http://databank.worldbank.org/data/home.aspx>>. Acesso em: 25 maio. 2013