

Pontifícia Universidade Católica do
Rio de Janeiro

Departamento de Economia

Monografia de Final de Curso

Nova Lei de Falências e Crédito Consignado:
Implicações na Política Monetária e no Mercado de
Crédito Brasileiro

Aluno: Ricardo Gonçalves Daniel
Nº da matrícula: 0210778

Orientador: Walter Novaes Filho

Coorientador: Illan Goldfajn

Rio de Janeiro, 17 de outubro de 2005.

Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

Departamento de Economia

Monografia de Final de Curso

Nova Lei de Falências e Crédito Consignado:
Implicações na Política Monetária e no Mercado de
Crédito Brasileiro

Aluno: Ricardo Gonçalves Daniel
Nº da matrícula: 0210778

Orientador: Walter Novaes Filho
Coorientador: Illan Goldfajn

Rio de Janeiro, 17 de outubro de 2005.

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.

Assinatura do aluno:

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”.

Sumário:

- 1) Introdução e motivação para realização do tema.....página 4
- 2) Análise da Nova Lei de Falências e suas implicações.....páginas 5 a 9
- 3) Avaliação da legislação referente ao crédito consignado e suas implicações no mercado de crédito e na política monetária.....páginas 10 a 14
- 4) Análise empírica das novas legislações no mercado de crédito e na política monetária.....páginas 15 a 27
- 5) Conclusão.....páginas 28 e 29
- 6) Bibliografia.....página 30

Introdução:

Presenciamos, nos últimos meses, mudanças no mercado de crédito brasileiro, com o aumento da relação crédito/PIB, além da redução de juros para os tomadores de empréstimos, principalmente pessoas físicas. Entre os fatores que podem ter contribuído para essa redução estão a diminuição do risco-país, através da percepção de que a economia não está tão vulnerável quanto antes, além do crescimento econômico e do controle da inflação.

Cabe avaliar também a influência de outras medidas na área microeconômica, principalmente na área de regulação, nas quais podem ajudar a explicar esse desenvolvimento ainda recente e em curso do mercado de crédito brasileiro. Entre elas estão as aprovações da nova lei de falências e da lei do crédito consignado, que tem como objetivo reduzir o risco das operações de empréstimos, reduzindo spread, além de diversificar as aplicações e investimentos dos bancos, esses baseados em títulos públicos.

Também será válido analisar o efeito da expansão do crédito na execução da política monetária. Alguns críticos das novas leis que entraram em vigor afirmaram que a expansão do crédito observada iria de encontro a uma política monetária restritiva que tentava combater a inflação no final do ano passado e início desse ano. Daí a necessidade de elevação da taxa básica de juros da economia para níveis mais altos por um bom período de tempo.

Portanto o objetivo desse trabalho será analisar as principais mudanças e inovações tanto na lei de falências quanto na lei do crédito consignado, bem como verificar suas conseqüências no mercado de crédito e na política monetária. Este trabalho se divide em: analisar a nova lei de falências e compará-la com a antiga legislação em relação ao desenvolvimento e ao aprimoramento do mercado de crédito no Brasil; avaliar a legislação referente ao crédito consignado e suas principais características e conseqüências na disponibilidade de recursos livres, além da utilização de dados e técnicas empíricas na tentativa de comprovar os efeitos da nova regulação sobre os empréstimos e sobre a expansão monetária.

Avaliação da nova lei de falências

Para o desenvolvimento econômico e sustentável do Brasil, além da estabilização macroeconômica, há a necessidade de um maior interesse por parte dos agentes financiadores privados em realizar operações de crédito. Com isso, surge em nosso país uma demanda forte por reformas microeconômicas, tendo como principal enfoque a questão da regulação. Daí vem a importância da reforma na lei de falências brasileira. Esta tem como objetivo diminuir as imperfeições no mercado de crédito causadas pela legislação antiga, através de uma maior proteção ao credor e da criação de um ambiente de negociação que incentive o diálogo entre as partes, favorecendo assim a ampliação dos empréstimos e a redução dos spreads bancários.

Para verificarmos as mudanças que a nova lei de falências poderá trazer ao mercado de crédito brasileiro, tomaremos como base os critérios relacionados à proteção do direito dos credores listados em La Porta, “Legal Determinants of External Finance” (1997) e “Law and Finance” (1998).

Segundo esses trabalhos, os direitos dos credores seriam avaliados segundo as seguintes prerrogativas:

- Se o procedimento de reorganização da empresa impõe congelamento dos ativos, tornando-os inacessíveis à execução de garantias por parte do credor.
- Se os credores reais (possuem garantias a receber), têm prioridade no recebimento de garantias.
- Se o procedimento de reorganização judicial da firma em dificuldade pode ser colocado em prática sem o consentimento dos credores.
- Se no processo de reorganização judicial, quem passa a administrar a empresa é um grupo formado por credores.

Vamos avaliar as mudanças na nova lei de falências segundo esses itens.

Uma das principais modificações da nova legislação é a substituição da concordata pelos processos de recuperação judicial e extrajudicial, no que se refere à tentativa de recuperação de empresas em dificuldade. A concordata consistia em uma medida de preservação judicial na qual desfavorecia o acordo entre devedores e credores. Sua adoção era concedida por um juiz, sem haver qualquer tipo de negociação com os financiadores das empresas em dificuldade. Além disso, qualquer firma teria direito à concordata, independentemente de sua possibilidade de recuperação.

Ainda, o processo antigo só previa moratória dos créditos quirográficos (sem garantias) por parte das empresas e por um prazo indefinido no processo, com limite de dois anos.

A nova legislação prevê que empresas em dificuldade entrem em um processo de recuperação judicial. Essa nova alternativa prevê o maior diálogo entre credores e devedores, pois agora, para ter direito a um período de reestruturação, a firma deve encaminhar um projeto no qual deve ser aprovado pela maioria dos credores.

Cabe ao empresário negociar com seus financiadores a melhor maneira de se recuperar a companhia, gerando assim diálogo e um papel bem mais ativo dos credores no processo de renegociação. O juiz no caso, intermediará esse diálogo, homologando suas decisões de acordo com a lei e o consenso de ambas as partes.

Caso o processo de recuperação judicial se mostre inviável, a empresa será declarada falida, dando plenos poderes aos credores na obtenção de suas garantias e direitos.

Com essa medida, a nova legislação restringe o número de empresas que podem entrar em recuperação judicial, tornando mais fácil e rápido a obtenção de garantias de empresas falidas por parte de bancos e financiadores. Isso resulta em um menor custo e menor risco das operações de empréstimos para essas instituições, gerando aumento do crédito e redução dos juros.

Com relação ao processo de recuperação judicial regulamentado na nova legislação há um período de 180 dias, prorrogáveis por mais 90, em que todas as ações contra os devedores são suspensas em prol da negociação com todos os tipos de credores. Pela legislação antiga havia proteção apenas contra os créditos quirográficos. No primeiro momento essa medida pareceu um retrocesso em relação aos tópicos citados, baseados nos texto de La porta, pois estabelecia restrições com relação à obtenção de garantias, através do congelamento de ativos e da suspensão de ações judiciais de credores em busca de seus direitos. No entanto, como o novo processo incentiva a negociação entre as partes, o resultado desta provavelmente será um plano de reestruturação no qual estará previsto o pagamento das dívidas com todos os credores. Portanto a impossibilidade inicial de obtenção de garantias não seria sinônimo de quebra de contrato por parte do empresário, uma vez que a negociação geraria uma alternativa de pagamento das dívidas. Além disso, caso o processo de reestruturação não fosse viável, haveria alienação automática dos bens da firma.

Uma importante mudança também verificada na nova legislação foi em relação a maior preferência dada ao pagamento de credores em caso de falência. De acordo com a lei antiga, os pagamentos eram ordenados da seguinte maneira, em ordem decrescente: credores trabalhistas, tributários, créditos com garantias reais e por último, créditos quirográficos. Com a legislação nova, os créditos com garantias reais passam a ter preferência sobre os créditos tributários. Além disso, há restrição na preferência de recebimento de créditos trabalhistas, podendo este chegar a no máximo 150 salários mínimos.

Via-se na legislação antiga um sério desestímulo à participação do credor com garantias reais no processo de recuperação judicial de uma empresa. Isso se deve pelo fato de que as garantias quase nunca chegavam a ser pagas aos credores. Estas eram totalmente liquidadas nos processos trabalhistas e no pagamento de tributos devidos, no caso de falência da empresa. Com isso a participação dos bancos nos financiamentos de projetos e investimentos tornava-se inviável.

A nova legislação prioriza mais os credores com garantias reais. Estes só ficam atrás dos créditos trabalhistas que valem menos de 150 salários-mínimos. Isso gera maior interesse dos financiadores nos processos de falência da firma, pois estes agora realmente têm chances de obter as garantias exigidas nos financiamentos.

Cabe mencionar também que a nova lei incentiva empréstimos e financiamentos para empresas que estão sob recuperação judicial. Esse incentivo se dá através da preferência de pagamento desses créditos sobre os demais credores, reduzindo o risco. Caso a empresa vá à falência, esses empréstimos terão prioridade absoluta sobre os demais credores em relação ao pagamento. Com isso, a recuperação das empresas torna-se mais viável, pois não há um término das operações de crédito e financiamento, possibilitando a continuação das atividades da firma e aumentando sua probabilidade de honrar compromissos.

Portanto, através da análise das mudanças da nova legislação, podemos tirar as seguintes conclusões: quanto ao processo de imobilização dos ativos, a nova lei abrange uma gama maior de tipos de credores, englobando na proteção à empresa os credores não – quirográficos, trabalhistas e tributários, o que se faz pensar que a nova legislação seria mais benevolente aos direitos dos empresários. No entanto ela também estabelece um prazo de vigência dessa proteção, que deverá ser executada enquanto o projeto de recuperação judicial estiver sendo elaborado. Além disso, esse processo tem a participação do credor, o que fará com que a imobilização das garantias não seja tão

prejudicial pois aprovando o projeto ou declarando falência da empresa o credor receberá suas garantias.

Quanto à prioridade no recebimento de garantias a nova lei de falências dá uma maior prioridade aos credores reais do que a legislação anterior. Isso faz com que o credor passe a ter um interesse maior em emprestar para a firma, pois agora ele tem chances reais de obter suas garantias caso a empresa decreta falência, diminuindo o risco da operação. Além disso, há um incentivo da nova lei para que as linhas de crédito continuem a ser empregadas nas atividades das empresas sob recuperação judicial. Para isso, fica determinado que os empréstimos concedidos à companhias nessa situação dispõe de maior prioridade de recebimento sobre qualquer tipo de garantia.

A nova legislação inviabiliza que as empresas em situação financeira ruim entrem em recuperação judicial sem o consentimento dos credores, pois estes precisam aprovar o projeto de reestruturação para que a recuperação possa ser realizada. Caso este não seja aplicável, será declarada falência da firma. Com isso há um progresso da nova legislação com relação à antiga, pois antes quem determinava a concordata era o juiz a pedido da empresa, deixando limitada a participação dos credores no processo de recuperação da firma.

Após a decretação da recuperação judicial a empresa ainda continua a administrar suas operações. No entanto estas são reguladas pelo projeto de reestruturação, elaborado em conjunto com os credores, o que faz com que a empresa não tenha independência total de suas atividades.

A legislação brasileira com relação à falências e recuperação de empresas está vivenciando importantes mudanças. Todas estas são baseadas principalmente no diálogo e nas negociações entre as partes, favorecendo uma recuperação mais rápida e menos custosa. A reorganização da firma é tarefa conjunta entre credores e devedores. Além disso, credores passarão a demonstrar maior interesse no processo a partir do momento em que as chances de terem cumpridas as suas garantias tornam-se reais.

Com isso a possibilidade de redução dos juros cobrados às empresas, bem como a expansão de recursos livres para o crédito privado é bastante forte, pois a nova lei apresenta progressos significativos em relação aos direitos dos credores (La Porta, 1997 1998), apresentado no início da sessão. Em consequência disso, haverá a maior intermediação financeira entre poupança brasileira, que por sinal ainda se encontra aquém do nível de poupança de outros países em desenvolvimento, e o setor privado nacional, pois bancos e financeiras passarão a emprestar mais a este último devido à

diminuição do risco desse tipo de operação, reduzindo sua concentração de aplicações em títulos públicos.

Portanto, a lei de falência, juntamente com o crédito consignado que falaremos a seguir, permitirão a maior e melhor execução das garantias das operações de crédito o que reduzirá os juros e o spread bancário, desenvolvendo esse mercado.

Crédito Consignado, Mercado de Crédito e Política Monetária:

Na tentativa de gerar maior segurança, além de ampliar a intermediação financeira e reduzir spreads, o governo aprovou em dezembro de 2003 a lei 10820, na qual autorizou o desconto em folha de pagamento das prestações dos empréstimos a trabalhadores regidos pela CLT.

O empréstimo consignado já é concedido desde 1990, no entanto, este só era permitido a funcionários públicos. Agora com a nova lei, trabalhadores da iniciativa privada também podem adquirir esse tipo de financiamento. Além destes, pensionistas do INSS também passaram a ter essa possibilidade de empréstimo a partir de maio de 2004.

Eis aqui algumas características da lei 10820:

Com relação aos termos do empréstimo, os descontos mensais são limitados a 30% da remuneração disponível, o financiamento deve ter prestações fixas ao longo do período de amortização e verbas rescisórias podem ser consignadas para amortização do saldo devedor.

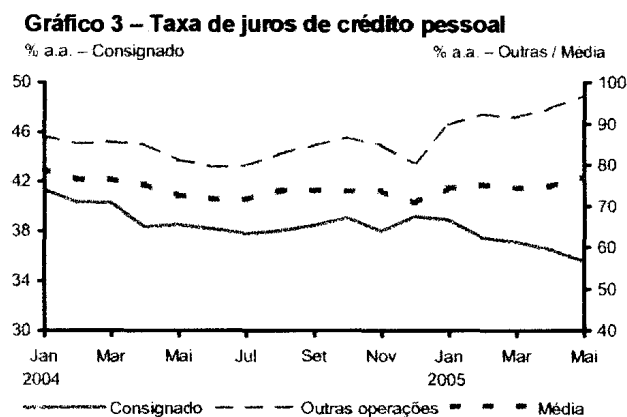
Com relação às obrigações do empregador, este fica obrigado a transmitir informações e valores à instituição financeira e aos empregados, com o intuito de diminuir a assimetria de informação nas operações.

A participação dos sindicatos em acordos que definem condições gerais para empréstimos passa a ser determinante para a execução das operações. Esta medida tem a intenção de aumentar o poder de barganha dos empregados, concentrando seu poder de negociação nos sindicatos. A nova lei ainda determina que acordos entre instituições financeiras e empregadores devem ter anuência da entidade sindical; os sindicatos podem celebrar acordos diretamente com instituições financeiras; empregados mantêm o direito de livre escolha de qualquer instituição financeira; nenhuma taxa pode ser cobrada pela celebração ou anuência do acordo.

Para o trabalhador poder tomar empréstimos com desconto em folha de pagamento ele deve: Estar no emprego por mais de seis meses; ter contrato de trabalho com duração remanescente superior ao prazo previsto para a liquidação do empréstimo; não deve estar respondendo a processo administrativo ou sindicância; o trabalhador não deve estar licenciado, afastado, sobre aviso prévio, exoneração ou demissão.

As novas regras, portanto deram maior segurança às financeiras e aos bancos com relação às operações na área de crédito pessoal, pois parcelas a serem pagas dos

financiamentos são descontadas diretamente do salário do trabalhador ou pensionista. Com isso houve uma forte diminuição da taxa de juros pagas nesse tipo de modalidade de empréstimos, comparado às demais alternativas de crédito pessoal.



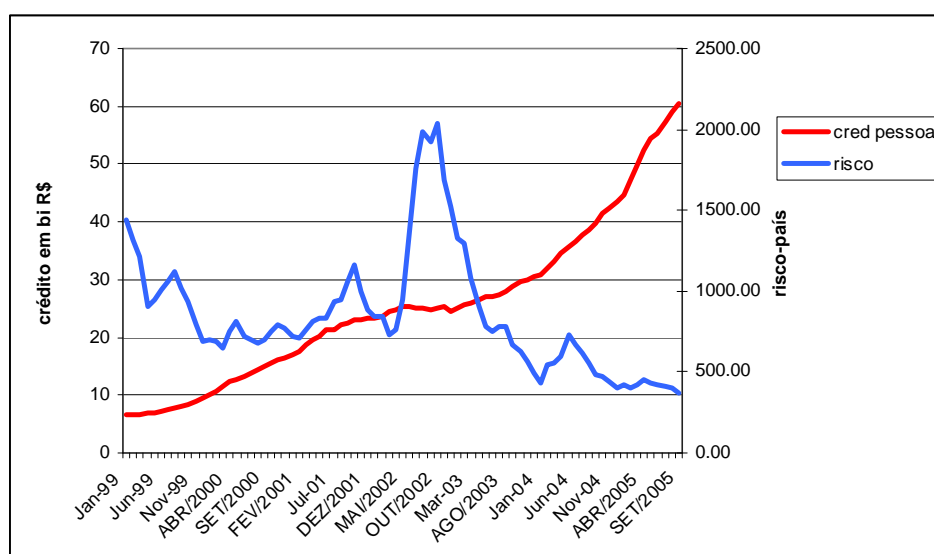
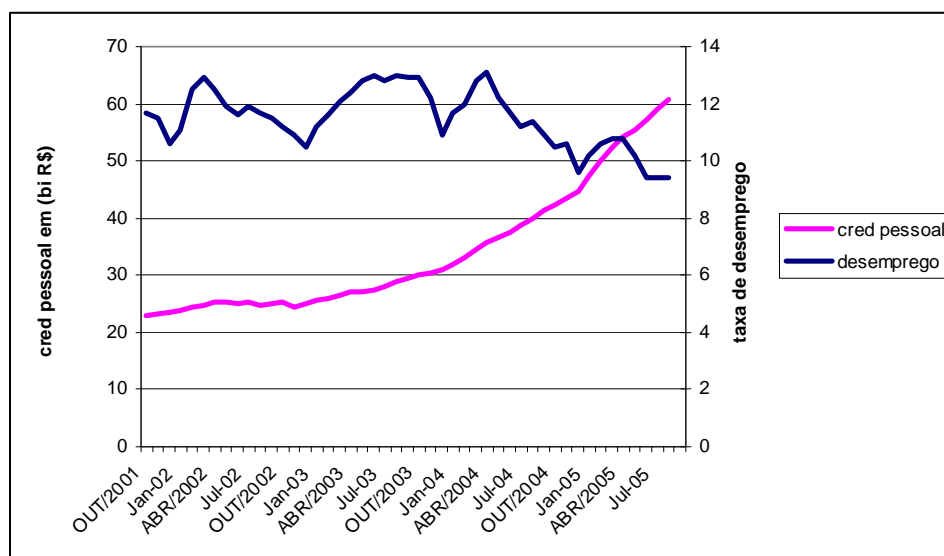
Com a expansão do mercado de crédito consignado para todos os trabalhadores regidos pela CLT e pensionistas, bancos e financeiras que antes já operavam esse tipo de financiamento para funcionários públicos passaram a operar com uma gama muito maior de clientes, ocasionando um crescimento dessas instituições, bem como o interesse dos grandes bancos de varejo nesse ramo. Com isso há um processo de associações e até mesmo de compra por parte dos bancos maiores dos bancos pequenos, pois estes últimos já têm experiência no mercado, além de já terem suas operações bastante difundidas no segmento.

Aquisições de carteira de crédito consignado:

Data	Comprador	Vendedor	Valor (em bilhões de R\$)
Dez04	Cetelem	BMG	6,0
Dez04	Itaú	BMG	1,5
Dez04	Bradesco	Banco BMC	2,0
Dez04	Bradesco	Panamericano	4,0
Dez04	Bradesco	Cruzeiro do Sul	Nd
Dez04	Caixa	BMG	0,3
Jan05	Caixa	BMG	0,2
Abr05	Caixa	BMG	2,4

Portanto, a partir da aprovação da lei 10820 vivenciamos uma expansão do mercado de crédito brasileiro, principalmente no ramo de crédito pessoal. Mas qual terá

sido a influência da lei do crédito consignado nesse processo? Essa indagação surge, pois ao mesmo tempo em que essa lei foi aprovada, houve uma melhora substancial da vulnerabilidade externa brasileira, além de uma expansão econômica acima da média dos últimos anos (crescimento de 5% em 2004), aumentando a demanda por crédito, e houve também uma maior confiabilidade dos investidores internacionais na política econômica brasileira. Todos esses fatores macroeconômicos contribuem para a diversificação das carteiras de crédito dos bancos, diminuindo a proporção das operações aplicadas em atividades de tesouraria (títulos públicos e cambiais) e com isso ampliando o crédito no país. Portanto nosso trabalho consiste em avaliar a importância da lei 10820 no mercado de crédito, controlando para as melhorias ocorridas na economia brasileira durante o período de vigência das novas regras.



Os gráficos acima nos mostram uma correlação negativa do desemprego e do risco em relação à evolução do crédito pessoal. Portanto nossa hipótese nula seria de

que o crédito consignado teria influência sobre esta modalidade de empréstimo e sobre a totalidade do crédito a pessoa física, independentemente da evolução do emprego e da melhora da percepção dos investidores com relação à condução da política econômica brasileira.

Uma outra questão que vale mencionar nesse trabalho é a eficiência da política monetária após a expansão do mercado de crédito consignado. O aumento do volume dessas operações fez com que, de acordo com a nossa hipótese, houvesse uma expansão da oferta monetária, pois com a diminuição do risco, o crédito com desconto em folha tornou os empréstimos pessoais mais competitivos, diminuindo as operações de tesouraria dos bancos. Essa expansão monetária, acompanhada das expectativas do mercado de uma inflação mais alta, podendo até ultrapassar a meta, fizeram com que o Banco Central elevasse a taxa básica de juros para níveis bem altos (19,75%a.a) e a mantivesse por um bom tempo durante o ano passado e início desse ano.

Uma outra consequência gerada pela lei 10820 é a troca de dívidas com juros maiores por dívidas consignadas com juros menores. A maior parte das pessoas que estão tomando esse tipo de crédito o estão fazendo em busca de menores custos de rolagem dessa dívida. Um menor gasto com juros faz com que haja um alívio na renda do tomador, o que gerará um maior consumo, pois a propensão a consumir das pessoas que realizam essas operações é bem alta devido ao baixo nível de renda. Esse aumento do consumo, em um cenário de expansão natural da economia poderia gerar inflação.



Fonte: Banco Cruzeiro do Sul (Valor Econômico), análise BDO Trevisan.

A idéia do crédito consignado, além de diversificar a intermediação financeira e expandir o mercado de crédito, tem como objetivo aumentar a eficiência da política

monetária no combate à inflação, ampliando os efeitos da taxa de juros. No curto prazo a viabilização das operações de crédito consignado gerará expansão monetária, além de expansão do consumo devido a maior oferta de crédito barato no mercado, o que acarretará em uma perda de eficiência da política monetária. No entanto, com o passar do tempo, as pessoas ficarão mais endividadas e, portanto mais sensíveis a variações na taxa de juros, pois uma maior parcela de suas rendas estarão comprometidas com o pagamento desses encargos. Com isso um aumento da taxa de juros, por exemplo, passará a ter um efeito muito maior sobre a renda da população e conseqüentemente sobre o consumo e sobre os preços. Portanto um aperto monetário terá seu efeito sobre a inflação reduzido logo após a aprovação do desconto em folha de pagamento, mas no médio prazo, terá seu efeito expandido devido a maior sensibilidade juros da renda da população.

Nosso trabalho visa estimar essa influência da lei 10820 sobre a política monetária no combate à inflação, tendo como hipótese a perda de eficiência da SELIC no curto prazo, mas seu ganho no médio e longo prazo, controlando para variáveis que podem também atrapalhar a política monetária, tais como risco país, percentual da dívida atrelada ao câmbio e relação dívida/PIB.

Análise Empírica (Apresentação das Variáveis):

Para poder estimar tanto a evolução do mercado de crédito quanto a eficácia da política monetária após a promulgação da lei de consignação de empréstimos, coletamos dados mensais referentes a esses dois temas, tendo como ponto de partida o mês de Janeiro de 1999. Escolhemos essa data para evitar tendenciosidade dos dados através de mudanças estruturais, visto que nesse mês o país passou a adotar os regimes de câmbio flutuante, metas de inflação e metas de superávit primário, o que podem influenciar drasticamente o comportamento das séries estudadas. Foram coletadas as seguintes variáveis:

Aqbens: saldo consolidado de operações de crédito para aquisição de bens para pessoa física (em mil R\$).

Cambio: média mensal da taxa de câmbio.

Capinst: Utilização da capacidade instalada (em percentual), mensal.

Cespecial: saldo consolidado das operações de crédito através de cheque especial (em mil R\$).

Consignado: Volume de crédito consignado concedido a partir de Janeiro de 2004 (em bilhões de R\$).

Consignado/PIB: Volume de crédito consignado/PIB (em %)

Crédito/PIB: Crédito total concedido na economia/PIB (em %)

Credpessoal: saldo consolidado das operações de crédito pessoal (em mil R\$)

Credpf: Volume total de crédito concedido à pessoa física (em mil R\$)

Credpj: Volume total de crédito concedido à pessoa jurídica (em mil R\$)

Desemprego: Taxa mensal de desemprego nas dez maiores regiões metropolitanas (em %)

Desemprsa11: Taxa de desemprego dessazonalizado (método X11).

Direcionado: Total de crédito direcionado, através de leis ou através de bancos estatais/PIB (em %).

Divpib: Relação dívida/PIB (em %).

IPCAM: IPCA mensal

Juroslivre: Taxa de juros cobrada em operações de crédito para recursos livres, média mensal (em %).

Jurospf: Taxa de juros cobrada em operações de crédito para pessoas físicas, média mensal, (em %).

Jurospj: Taxa de juros cobrada em operações de crédito para pessoas jurídicas, média mensal, (em %).

NFSP: Necessidade de financiamento do setor público (em percentual do PIB)

Reclivres: Volume total de crédito concedido em recursos livres (não direcionados, em mil R\$).

Reclivrespib: Volume total de crédito concedido em recursos livres/PIB

Risco: Média mensal do risco-país

Selicano: Taxa de juros básica SELIC mensal, anualizada.

Spreadlivre: Média dos spreads cobrados na concessão de recursos livres (em %).

Spreadpf: Média dos spreads cobrados na concessão de recursos para pessoas físicas (em %).

Spreadpj: Média dos spreads cobrados na concessão de recursos para pessoas jurídicas (em %).

Titcambio: Percentual da dívida pública indexada ao câmbio.

Varconsignado: Variação da razão volume de crédito consignado concedido

Varconsignadorl: Variação da razão volume de crédito consignado concedido/ total dos recursos livres. Com relação a esta variável, consideramos constante a relação (crédito consignado / total dos recursos livres) antes de 2004, tendo, portanto variação zero. Estudos mostram que a variação antes da lei 10820 nessa modalidade de crédito foi muito pequena, cabendo assim a aproximação.

Os dados foram coletados através dos sites do Banco Central, IPEADATA e Secretaria do Tesouro Nacional.

Análise Empírica: Hipótese da Evolução do Crédito

Estamos presenciando no Brasil uma significativa melhora dos indicadores de crédito, com expansão do volume de empréstimos concedidos, principalmente para pessoas físicas e diminuição dos spreads. Ao mesmo tempo, vivenciamos uma sensível melhora nas condições macroeconômicas, tanto brasileira quanto mundial, com crescimento global e brasileiro perto de 4% e 3% respectivamente, com controle da inflação, além de uma menor dependência externa do país, com superávits na conta corrente e aumento de reservas. Esses fatores fizeram com que o risco – país, não só brasileiro como de outros países emergentes, caísse a patamares nunca antes vistos, gerando uma oferta de capital para essas nações.

O aumento da liquidez internacional gerou condições propícias para o desenvolvimento do mercado de crédito no Brasil, pois com a diminuição do risco, bancos e financeiras puderam buscar novos projetos antes inviáveis. Além disso, o crescimento e as oportunidades de investimento geradas pela conjuntura favorável geram um aumento da demanda por empréstimos, o que auxilia no desenvolvimento desse mercado.

Ao mesmo tempo em que a conjuntura macroeconômica se torna propícia para a melhora do mercado de crédito brasileiro, presenciamos reformas microeconômicas que podem dinamizar os efeitos desse cenário favorável. É o exemplo da lei 10820 sancionada pelo presidente em dezembro de 2003, na qual permite a consignação dos empréstimos em folha de pagamento. Esta medida daria mais segurança aos credores, diminuindo juros e aumentando o crédito.

Esse trabalho consiste em estimar os efeitos da evolução do crédito consignado, independentemente dos efeitos favoráveis causados pela diminuição do risco-país e do desemprego na economia. Para isso tentaremos mostrar que a prática dessa nova modalidade de empréstimos tem efeito positivo sobre a evolução do crédito à pessoa física.

Para tentar demonstrar nossa teoria, realizamos o seguinte modelo OLS:

$$\Delta\%credpf = c + B_1selicano + B_2risco-país + B_3\Delta\text{desemprego} + B_4\Delta\text{crédconsign/reclivres} + u_t$$

onde a variação percentual do crédito à pessoa física é explicada em função da taxa básica de juros, do risco- país, da variação do desemprego e da variação do percentual dos recursos livres empregados como crédito consignado.

O emprego da variável selicano no modelo representa o custo de oportunidade do banco em realizar operações de empréstimos para pessoa física. Os credores poderiam estar aplicando seus recursos em títulos do governo, menos arriscados, ao invés de realizar essas operações. Portanto, esperamos que quanto maior a SELIC menores serão os recursos destinados a empréstimos.

Utilizamos a variável risco-país no modelo, pois esta representa a melhoria da confiança dos credores em relação ao ambiente macroeconômico para concessão de crédito. Uma economia menos vulnerável a choques externos favorece a concessão de empréstimos, pois há uma maior segurança para os credores quanto à política macroeconômica, além de gerar maior estabilidade, o que propicia empréstimos e prazos maiores.

Utilizamos a variável desemprego para representar o papel do aquecimento do mercado de trabalho sobre o crédito para pessoa física. Quanto maior o desemprego, menores as chances dos trabalhadores pagarem seus empréstimos, gerando retração do crédito concedido pelos bancos. A variável desemprego foi dessazonalizada através da utilização do método X11, sendo utilizada a sua variação, devido a sua não estacionariedade.

Por último, utilizamos a proporção dos recursos livres na economia (crédito que não é direcionado na economia para setores específicos através de bancos estatais ou leis sobre destinos dos depósitos) empregados no crédito consignado. Queremos testar a hipótese de que a expansão dessa proporção, evidenciada nos últimos meses, teve efeito significativo sobre o crédito à pessoa física, independentemente da influência do risco-país, do desemprego e da taxa de juros.

Na tabela abaixo estão representados os coeficientes do nosso modelo, assim como os seus respectivos p-valores:

Variável dependente: $\Delta\%$crédito pessoa física	
Constante	.020 (.013)
SELIC	.000 (.607)
Risco-país	-1.24E-05 (.000)
Δ desemprego	-.004 (.423)
$\Delta\%$ cred.consignado/reclivres	.032 (.026)
R2	.474
Durbin Watson	2.33
Nº de observações	45
Teste F	9.01 (.000)

O resultado nos mostra que o aumento de 100 pontos base do risco-país tem um efeito negativo e significativo sobre a variação do crédito para pessoa física de 0,12 pontos percentuais ($\Delta\%$ -level).

Além disso, um aumento de 1 ponto percentual no desemprego gera um efeito negativo sobre a variação percentual do crédito à pessoa física de 0,004 pontos percentuais. Porém, esse efeito é insignificante. Isso pode ser explicado pelo fato de que as instituições financeiras acreditam que a expansão da renda e do emprego seria

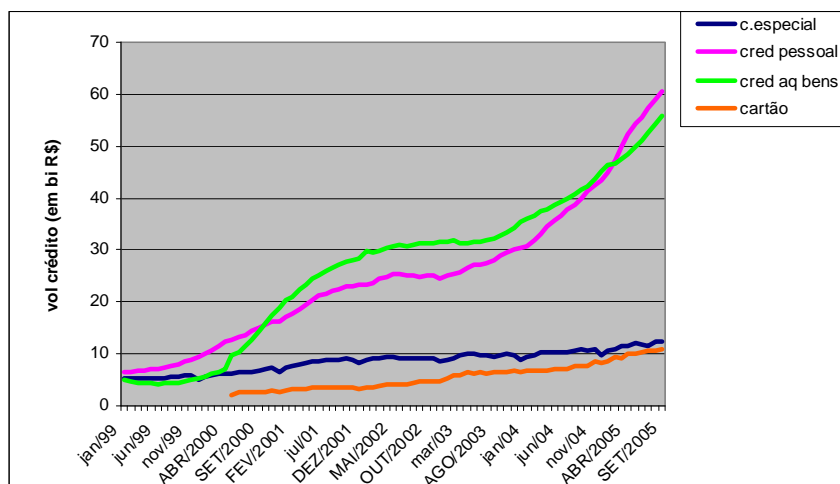
temporária, não sendo suficiente para aumentar a garantia de pagamento dos empréstimos. Por isso elas não emprestariam mais.

No nosso modelo, o efeito da selic, independentemente do aquecimento da economia, se mostrou insignificante. Uma das hipóteses para que isso esteja ocorrendo seria de que bancos não estão nem um pouco dispostos a trocar rendimentos de ativos seguros por operações de crédito à pessoa física. Os bancos aplicam fortemente em operações de tesouraria (aplicações em títulos públicos), independentemente da taxa de juros cobrada, buscando segurança. Portanto o custo de oportunidade de trocar rendimentos de títulos públicos e passar a conceder empréstimos à pessoa física é muito alto devido aos riscos da operação de crédito.

Finalmente, com relação à variação da proporção do crédito consignado/recursos livres, esta se mostrou positiva e significativa. Um aumento de 1 ponto percentual da proporção crédito consignado/recursos livres, aumenta em 0,032 pontos percentuais o crescimento do crédito a pessoa física no Brasil, independentemente do risco-país, da Selic e da variação do desemprego.

Portanto, um aumento da proporção de crédito concedida com desconto em folha de pagamento gera um aumento sobre o crédito total para as pessoas físicas, independentemente do emprego, do custo de oportunidade dos bancos e da confiança dos investidores na economia nacional.

Além disso, analisando minuciosamente a evolução do crédito a pessoa física, percebemos que houve expansão recente de basicamente duas modalidades: Crédito pessoal e crédito para aquisição de bens. O crédito pessoal, após a aprovação da lei 10820 teve uma expansão fortíssima já que o crédito consignado se enquadra nessa categoria de crédito. Também contribuiu para essa evolução a diminuição do risco-país a partir do compromisso da nova equipe econômica com a estabilidade. Com relação ao crédito à aquisição de bens, percebemos que essa modalidade possui influência maior dos juros se comparada ao crédito pessoal. Essa influência se mostrou significativa, evidenciando a característica da operação, que leva muito mais em consideração o custo do financiamento para o devedor. O crédito para aquisição de bens também se mostrou significativamente influenciável pelo risco – país, o que mostra a importância da conjuntura e dos meios de condução da economia brasileira.



Variável dependente: pessoal		$\Delta\%$ crédito	Variável dependente: aq.bens		$\Delta\%$ crédito
Constante	.025 (.028)		Constante	.045 (.000)	
SELIC	.000 (.567)		SELIC	-.001 (.034)	
Risco-país	-1.84E-05 (.000)		Risco-país	-1.22E-05 (.000)	
Δ desemprego	.005 (.469)		Δ desemprego	.002 (.516)	
$\Delta\%$ cred.consignado/reclivres	.060 (.000)		$\Delta\%$ cred.consignado/reclivres	.011 (.374)	
R2	.603		R2	.421	
Durbin Watson	1.943		Durbin Watson	1.937	
N° de observações	45		N° de observações	45	
Teste F	15.187 (.000)		Teste F	7.265 (.000)	

Eficiência da Política Monetária:

Trataremos nesse tópico a questão da influência da expansão do crédito consignado na eficácia da selic no combate a inflação. Para isso testaremos os efeitos do aumento dos empréstimos com desconto em folha de pagamento sobre a inflação, levando em consideração algumas variáveis que podem prejudicar a política monetária, tais como relação dívida/PIB, percentual da dívida atrelada ao câmbio e risco-país.

Para construir um modelo econométrico que tente explicar os efeitos da selic no combate à inflação, nos baseamos em uma curva de Phillips, na qual a inflação é explicada pela inflação esperada do mercado, pelo hiato do produto e pela variação cambial. Isso está representado pela seguinte equação:

$$\text{IPCA} = \text{IPCA}_{-1} + \alpha (u - u_n) + \Delta E, \text{ onde:}$$

IPCA= índice de preços

IPCA₋₁= índice de preços um mês anterior.

$u - u_n$ = Hiato do produto, representado aqui pela diferença entre o desemprego corrente e o desemprego natural da economia

ΔE = Variação cambial

Com essa equação, percebemos que a SELIC perderia sua explicação caso fosse incluída, já que é altamente correlacionada com o hiato do produto e com a variação cambial. Então substituímos essas duas variáveis pela selic e pelo risco-país, não perdendo assim poder explicativo do modelo.

Portanto nossa equação seria:

$$IPCA = c + B_1IPCA_{-1} + B_2SELIC + B_3risco + u_t$$

Para medir a eficácia da selic no combate a inflação, temos que levar em consideração algumas variáveis que podem ter influência nessa relação. Com isso resolvemos incluir na equação variáveis que representem características fiscais da economia. Essa idéia está fundamentada no conceito de dominância fiscal, no qual variáveis fiscais da economia podem se encontrar em uma situação tal que podem acabar interferindo na credibilidade do cumprimento de metas da política monetária, o que geraria fuga de capitais e maior inflação. Passamos a incluir então, duas novas variáveis no modelo: Relação dívida/PIB e percentual da dívida atrelada ao câmbio.

Com isso, desenvolvemos a seguinte equação:

$$IPCA = c + B_1IPCA_{-1} + B_2SELIC + B_3SELIC*risco + B_4SELIC*DIV/PIB + B_5SELIC*\%dívida \text{ atrelada ao câmbio} + u_t$$

Utilizamos a multiplicação de variáveis contínuas para mostrar o efeito das variáveis fiscais na eficácia da selic no combate a inflação. Colocando selic em evidência fica mais fácil a visualização desse efeito: $IPCA = c + B_1IPCA_{-1} + (B_2 + B_3risco + B_4div/PIB + B_5\% \text{ dívida atrelada a câmbio}) * SELIC + u_t$, onde o termo entre parênteses indica o efeito da selic no combate à inflação sendo dependente das variáveis fiscais da economia e do risco. Colocamos o risco-país multiplicando a selic, pois essa variável mostraria o efeito sobre a política monetária da probabilidade de default da dívida, independentemente da relação dívida/PIB e do percentual da dívida atrelada ao câmbio. Ou seja, seria puramente a percepção do investidor quanto à credibilidade dos formuladores da política econômica em relação à manutenção da estabilidade e do pagamento da dívida, independentemente das características dessa dívida.

Para representar a influência da expansão de crédito sobre a política monetária, adicionaremos a variação do crédito à pessoa física e a variação da relação crédito consignado/recursos livres, controlando também para a variação do crédito para aquisição de bens e para a expansão do crédito à pessoa jurídica. A idéia é que a expansão do crédito no primeiro momento causaria uma expansão monetária decorrente do aumento do número de operações de empréstimo dos bancos. Além disso, haveria uma troca de dívida das pessoas físicas, que passariam a adotar crédito consignado para pagar outras dívidas contraídas pelos métodos convencionais, já que o desconto em folha de pagamento terá juros muito menores devido a maior segurança. Essa troca de dívida fará com que a despesa de juros seja menor, o que gerará algum alívio sobre a renda dos devedores. Como esses geralmente possuem uma propensão marginal a poupar muito baixa devido à baixa renda, haverá mais consumo, dificultando uma redução dos preços gerada por uma política monetária mais restritiva. Portanto uma expansão do crédito, combinada com fatores que podem prejudicar a credibilidade com relação ao pagamento da dívida pública diminui a eficácia da selic no combate à inflação. Para demonstrar isso, chegamos ao nosso modelo final através de duas regressões:

$$\text{IPCA} = c + B_1\text{IPCA}_{-1} + B_2\text{SELIC} + B_3\text{SELIC}*\text{risco} + B_4\text{SELIC}*\text{DIV}/\text{PIB} + B_5\text{SELIC}*\Delta\%\text{dívida atrelada ao câmbio} + B_6\text{SELIC}*\Delta\%\text{credpf} + B_7\text{SELIC}*\Delta\%\text{credpj} + u_t, \text{ e também}$$

$$\text{IPCA} = c + B_1\text{IPCA}_{-1} + B_2\text{SELIC} + B_3\text{SELIC}*\text{risco} + B_4\text{SELIC}*\text{DIV}/\text{PIB} + B_5\text{SELIC}*\Delta\%\text{dívida atrelada ao câmbio} + B_6\text{SELIC}*\Delta\%\text{cred.consignado/reclivres} + B_7\text{SELIC}*\Delta\%\text{credpj} + B_8\text{SELIC}*\Delta\%\text{cred aq bens} + u_t$$

Também incluímos no modelo a variação do crédito à pessoa jurídica e a variação do crédito para aquisição de bens para pessoa física, com o intuito de controlar os outros fatores de expansão de crédito. Com isso, estaremos observando o efeito da expansão do crédito pessoal, no primeiro modelo, e o efeito da expansão do crédito consignado, no segundo modelo, independentemente de outros fatores que possam ter contribuído para o aumento dos empréstimos nos últimos meses.

Esperamos que haja uma correlação positiva entre o IPCA e o IPCA_{-1} representando assim os efeitos da inércia inflacionária. Além disso, esperamos um efeito negativo entre a taxa de juros selic e o IPCA, representando o efeito da política monetária sobre a demanda agregada e conseqüentemente sobre a inflação.

Ainda, esperamos um sinal positivo para B_3 , no qual representa as conseqüências do risco sobre o efeito da selic no combate a inflação, sem levar em consideração a relação dívida / PIB, o percentual da dívida atrelada ao câmbio e a expansão do crédito. Quanto maior a desconfiança do investidor em relação ao cumprimento das obrigações, maior seria a fuga de capitais e com isso menor seria o efeito do aumento dos juros no combate à inflação, pois não adiantaria nada aumentar juros se não tivéssemos a certeza de que o título público seria pago. O canal cambial da taxa de juros tornar-se-ia nulo em combater o aumento de preços.

Esperamos também que o sinal de B_4 seja positivo, representando que o tamanho da dívida se comparada ao PIB teria forte influência da eficácia da selic no combate à inflação. Quanto maior esta relação, maior a desconfiança do mercado quanto ao seu pagamento, podendo ocasionar até mesmo fuga de capitais quando a dívida se mostrar insustentável. Isso faria com que um aumento de juros se mostrasse ineficaz no combate ao aumento de preços, pois elevando-se a taxa geraria aumento ainda maior da dívida, agravando ainda mais a desconfiança do mercado com relação ao pagamento dos compromissos do governo. Isso seria ainda pior caso a dívida pública tivesse vencimentos curtos, como é o caso brasileiro.

Um outro fator que poderia contribuir para ineficiência da selic seria o percentual da dívida atrelada ao câmbio. Uma grande proporção atrelada à moeda estrangeira geraria muita instabilidade, pois a dívida estaria sujeita a choques e a variações cambiais. Além disso, em um momento de desconfiança do mercado ocorrendo fuga de capitais, uma proporção grande de títulos indexados ao câmbio faria com que a dívida aumentasse ainda mais com a desvalorização cambial, o que ocasionaria uma fuga ainda maior de capitais, agravando o problema.

Esperamos um B_6 de ambos os modelos positivo, indicando a expansão do crédito como um fator que prejudica a política monetária no combate a inflação. Uma expansão do crédito levaria a uma expansão da quantidade de moeda na economia, bem como a um aumento do consumo, devido à melhoria da renda dos consumidores graças à redução das taxas de juros cobradas pelo crédito consignado. Portanto, uma expansão monetária, combinada com um aumento do consumo faria com que o efeito da selic no combate à inflação fosse muito menor, o que ocasionaria um aumento ainda maior da taxa e por um período mais prolongado.

Finalmente, esperamos que os sinais dos coeficientes B_7 e B_8 sejam positivos, pois são operações de crédito que auxiliam na expansão monetária, bem como no

aumento da demanda agregada por parte das empresas e dos consumidores. Essas variáveis têm como objetivo controlar os efeitos da expansão do crédito sobre o crédito consignado. Cabe lembrar aqui que a variável *aqbens* foi incluída para controlar outros fatores que possam ter influenciado o crédito para pessoa física, pois esta possuiu forte evolução no período analisado.

Aqui estão os resultados:

Variável dependente: IPCA	
Constante	.473 (.011)
IPCA-1	.313 (.000)
Selic	-.110 (.000)
Selic*Div/PIB	.001 (.010)
Selic* Δ %dívida atrelada ao câmbio	.005 (.023)
Selic*risco-país	3.44E-05 (.000)
Selic* Δ % crédito pessoa física	.196 (.002)
Selic* Δ % crédito pessoa jurídica	-.023 (.858)
R2	.628
Durbin Watson	1.946
Nº de observações	78
Teste F	16.86 (.000)

Nesse primeiro modelo, percebemos que a inércia inflacionária, através da inflação passada, possui bastante influência sobre a inflação corrente. Se a inflação passada for de 1%, a inflação corrente já será de 0,31%, independente de qualquer outro fator que possa influenciar os preços.

Percebemos também que a *selic* possui efeito negativo e significativo sobre a inflação. Um aumento de 1 ponto percentual da taxa básica de juros diminui o IPCA em 0,11%.

Os resultados mostram também que a relação dívida / PIB prejudica a *selic* no combate a inflação. Um aumento de 1 ponto percentual nessa relação faz com que haja uma diminuição do efeito da taxa de juros sobre o IPCA de 0,001 pontos percentuais. Ou seja, quanto maior a dívida, maior a desconfiança quanto ao pagamento desta,

gerando assim fuga de capitais e, portanto diminuindo a eficácia da selic no combate à inflação via canal cambial.

O percentual da dívida pública atrelada ao câmbio também possui efeito significativo sobre a eficácia da taxa básica de juros sobre o IPCA. Um aumento de 1 ponto percentual da dívida atrelada à moeda estrangeira reduz o efeito da selic sobre o índice de preços em 0,005 pontos percentuais. Com isso, quanto mais vulnerável for a dívida pública, sujeita às variações cambiais, maiores serão os riscos de adquirir títulos dessa dívida, o que gerará maior aversão dos investidores, diminuindo o efeito cambial de um aumento de juros sobre a inflação.

O risco-país também se mostrou determinante em diminuir o efeito da selic no combate a inflação. Um aumento de 100 pontos da variável diminui o efeito dos juros sobre o IPCA em 0,003 pontos percentuais. Isso significa que o risco-país, independentemente da relação dívida / PIB e do percentual da dívida atrelada à moeda estrangeira, possui efeito reverso e significativo sobre a eficácia da taxa de juros. Ou seja, se o investidor não tiver confiança na condução da política econômica, independentemente do perfil da dívida pública, este irá reduzir suas aplicações no país, reduzindo o efeito cambial de um aumento das taxas de juros sobre os preços.

Com relação às variáveis de crédito, percebemos que o crédito à pessoa física possui um efeito importante sobre a eficácia da política monetária. Um aumento de 1% do total de crédito a pessoa física concedido na economia, independentemente do risco-país e da selic, diminuem a eficácia da taxa de juros no combate à inflação em 0,196 pontos percentuais. Ou seja, houve alguma mudança nas características do crédito à pessoa física, independentemente do risco e da selic, que fizeram com que sua influência fosse significativa no combate ao aumento de preços. Essa mudança significativa teria sido o crédito consignado.

Repare que o crédito a pessoa jurídica não teve influência sobre a eficácia da selic no combate à inflação apesar de ter havido uma forte expansão nos últimos meses. No entanto essa expansão foi fortemente correlacionada com a redução dos juros e a diminuição do risco presenciados em 2004 e 2005, o que faz com que a expansão do crédito a pessoa jurídica se mostre insignificante.

Para mostrarmos o efeito do crédito consignado sobre a política monetária, substituiremos a variável crédito à pessoa física por duas variáveis: $\Delta\%$ da relação crédito consignado / recursos livres e $\Delta\%$ crédito para aquisição de bens. Adotamos essas duas variáveis, pois estas se mostraram as maiores determinantes do aumento do

crédito à pessoa física verificado nos últimos meses. Com isso temos o seguinte resultado:

Variável dependente: IPCA	
Constante	.421 (.118)
IPCA-1	.256 (.002)
Selic	-.108 (.000)
Selic*Div/PIB	.001 (.013)
Selic* Δ %dívida atrelada ao câmbio	.004 (.072)
Selic*risco-país	4.06E-05 (.000)
Selic* Δ %cred. consignado/ rec livres	.047 (.016)
Selic* Δ % crédito pessoa jurídica	.076 (.476)
Selic* Δ % crédito aquisição de bens	.094 (.068)
R2	.612
Durbin Watson	1.946
Nº de observações	78
Teste F	13.622 (.000)

Nesse novo modelo, percebemos que o efeito da inflação do mês anterior sobre o atual diminuiu, mas ainda assim continuou significativo (de 0,31% passou a ser de 0,26%). A selic e as outras variáveis que representam o perfil da dívida se mantiveram praticamente com o mesmo efeito, com uma diminuição da importância do percentual da dívida indexada ao câmbio (coeficiente passou de 0,005 para 0,004 e agora a hipótese nula só é rejeitada a um nível de significância de 10%).

Com relação ao crédito a pessoa jurídica, seu efeito sobre a política monetária se mostrou insignificante, assim como no outro modelo. A expansão verificada nessa modalidade de empréstimo ocorreu graças à redução do risco-país e da redução da taxa de juros, tendo assim seu efeito captado por essas duas variáveis.

Verificamos também uma influência significativa (a um nível de significância de 10%) da variação percentual do crédito para aquisição de bens sobre a política monetária. Um aumento de 1% no crédito destinado à aquisição de bens diminuiu a eficácia da selic no combate à inflação em 0,094 pontos percentuais, independentemente

do risco-país, da taxa básica de juros e de fatores que representam as características da dívida pública.

A variação do percentual dos recursos livres empregados no crédito consignado se mostrou significativa (ao nível de 5%) em reduzir a eficácia da selic no combate à inflação. Um aumento de 1 ponto percentual da relação crédito consignado / recursos livres diminuiu os efeitos da selic sobre a inflação em 0,047%. Ou seja, a expansão do crédito consignado tem contribuído para a diminuição da eficiência da política monetária em controlar a inflação. Isso se deve tanto à expansão monetária ocorrida a partir de melhores condições de empréstimos para os trabalhadores, com operações mais seguras para os credores e menores juros, quanto ao aumento do consumo através do alívio da renda dos trabalhadores, antes comprometida com pagamento de juros das operações de crédito pessoal.

No entanto essa modalidade de crédito tem sido eficaz na expansão do mercado de empréstimos, além de gerar uma maior sensibilidade, ainda que no médio e longo prazo, da população em relação aos juros. Conforme as pessoas vão se endividando, mais vão ficando sujeitas a um aumento das taxas de juros. Com isso, uma maior parte de suas rendas será destinada à rolagem da dívida, sobrando menos para o consumo. Isso fará com que haja uma pressão menor sobre os preços, ampliando as consequências de uma política monetária restritiva. Portanto, no curto prazo, o crédito consignado tende a diminuir a eficácia da selic no combate à inflação, mas no médio prazo, conforme a população for se endividando, a taxa de juros terá seu efeito ampliado, graças ao maior comprometimento da renda da população com o pagamento de encargos de dívida.

Conclusão:

Este trabalho teve como objetivo mostrar as mudanças mais importantes ocorridas na regulação do mercado de crédito brasileiro. Vimos a evolução em alguns tópicos como por exemplo, uma maior proteção aos credores com relação ao cumprimento das garantias na nova lei de falências e na lei do crédito consignado. Esta última viabilizou o desenvolvimento do mercado de crédito para pessoa física, diminuindo os spreads e aumentando o volume de operações.

No entanto, vimos também que o desenvolvimento e ampliação do crédito têm um efeito colateral perverso na nossa economia: a diminuição da eficácia da selic no combate à inflação no curto prazo. Com a melhoria das leis que permitem uma melhor execução das garantias, bancos e financeiras aplicaram menos recursos em suas áreas de tesouraria (títulos públicos e câmbio) e passaram a conceder mais recursos para financiamento e empréstimos, principalmente para pessoas físicas. Isso gerou expansão monetária, em um momento em que a política do Banco Central era restritiva, ao adotar juro básico de 19,75% a.a. Além disso, com a diminuição dos juros cobrados pelas novas operações menos arriscadas, houve uma troca de dívida, principalmente no crédito para pessoa física. As pessoas passaram a pegar financiamento consignado com juros mais baratos para pagar empréstimos realizados anteriormente. Com isso há uma sobra de renda que antes era comprometida com o pagamento de juros. Essa sobra de renda, em sua maior parte, foi destinada para consumo, visto que os trabalhadores que se utilizaram desse empréstimo possuíam propensão marginal a consumir muito alta devido a sua baixa renda. Esse aumento do consumo, em um momento de pleno emprego, poderia causar pressão inflacionária.

Esse trabalho mostrou uma perda de eficiência da selic no combate ao aumento de preços, devido à expansão do crédito vivenciada em 2004 e 2005. Vimos também que esse aumento dos empréstimos, controlando os efeitos do risco-país e taxa de juros, foram causados pela criação da lei 10820, que permitiu a consignação dos salários dos trabalhadores.

Com relação à lei de falências, só classificamos suas principais mudanças e possíveis conseqüências no mercado de crédito, sem o desenvolvimento de nenhuma análise empírica, pois esta se mostrou muito recente, inviabilizando a manipulação de dados. No entanto, assim como a lei 10820 teve significativa importância no desenvolvimento do mercado de crédito à pessoa física, a nova lei de falências o terá

para o mercado de crédito para pessoa jurídica, pois ela dará maiores garantias aos credores e permitirá a participação destes no processo de falência.

Portanto não há dúvidas quanto à importância da regulação para a expansão do mercado de crédito brasileiro. O crédito consignado e a nova lei de falências são duas regras que viabilizaram (ou ainda vão permitir) a maior probabilidade de execução das garantias pelos credores, permitindo redução do risco das operações e conseqüentemente de suas taxas e o aumento do volume de empréstimos. No entanto, mesmo que no longo prazo essas medidas venham a aumentar a sensibilidade da economia com relação aos juros, estas devem ser implementadas em concordância com a política monetária vigente, para que não ocorra uma elevação tão alta da selic, ocasionando uma expansão da dívida pública.

Bibliografia:

- Fábio Ulchoa Coelho. Comentários à Nova Lei de Falências e de Recuperação de Empresas (lei nº 11.101, de 9-2-2005).
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny 1997: “Legal Determinants of External Finance”, *Journal of Finance* 52: 1131-1150
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny 1998: “Law and Finance”, *Journal of Political Economy* 106: 1113-1155
- Economia Bancária e Crédito: Avaliação de 5 Anos do Projeto Juros e Spread Bancário.
- Economia Bancária e Crédito: Avaliação de 4 Anos do Projeto Juros e Spread Bancário.
- Aloísio Araújo. As Leis de Falência: Uma Abordagem Econômica – Texto para Discussão do Banco Central
- Relatório de Inflação do Banco Central de Junho de 2005
- Relatório de Inflação do Banco Central de Junho de 2004
- BDO Trevisan. Expansão do Crédito Consignado no Brasil. Seminário de Varejo Financeiro.
- Aluísio Araújo e Eduardo Lundberg. A Nova Lei de Falências – Uma Avaliação.
- Boletim de Conjuntura IPEA setembro de 2005.
- *Introductory Econometrics A Modern Approach*, Jeffrey Wooldridge. Capítulos 3 e 4.
- *Fiscal Dominance and Inflation Targeting. Lessons from Brazil* – Olivier Blanchard
- *Dominância Fiscal e Desgaste do Instrumento Único de Política Monetária no Brasil* – Dionísio Dias Carneiro e Thomas Yen Hon Wu
- *Policy Mix, Public Debt Management and Fiscal Rules: Lessons from de 2002 Brazilian Crisis* – Santiago Herrera
- *Mecanismos não-lineares de repasse cambial para o IPCA* – Dionísio Dias Carneiro, André M.D Monteiro e Thomas Yen Hon Wu
- *BIS Working Papers nº174: How does fiscal policy affect monetary policy in emerging market countries? By Edda Zoli*

