



LC/BRS/R.215
Novembro de 2009
Original: português

CEPAL
COMISSÃO ECONÔMICA PARA A AMÉRICA LATINA E O CARIBE
Escritório no Brasil

**Financiamento externo das empresas com ações negociadas
na bolsa em tempos de crise**

Documento elaborado no âmbito do Convênio CEPAL/IPEA. As opiniões aqui expressas são de inteira responsabilidade do autor, não refletindo, necessariamente, a posição das instituições envolvidas.

Financiamento externo das empresas com ações negociadas na bolsa em tempos de crise

Ricardo P. C. Leal, André L. Carvalho da Silva e Cesar Thomé Neto

1. Introdução

O Relatório de Estabilidade Financeira do Banco Central do Brasil de maio de 2009 afirma que a crise das *subprime* deflagrada em 2007 nos Estados Unidos se alastrou pelo mundo e indica que, apesar das melhorias constatadas durante 2009 em relação ao funcionamento dos mercados, os desdobramentos da crise ainda são incertos. Esta opinião é compartilhada por muitos outros, como, por exemplo, Roubini (2009), que acredita que o pior ainda está por vir. Este estudo visa discutir o impacto desta crise sobre o financiamento das empresas brasileiras de capital aberto com ações negociadas no mercado de bolsa da BM&FBovespa (Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros). Serão revistas as principais alterações no cenário creditício internacional e nacional e como elas afetaram o financiamento das empresas. Os resultados obtidos por Leal e Carvalho da Silva (2007a) antes da crise serão comparados com os dados disponíveis no final de 2008. Finalmente, será feita uma breve resenha das medidas de política relevantes para o tema tomadas desde a análise anterior e sugeridas algumas recomendações de política.

2. A Crise Mundial

Não se pretende discutir os detalhes da crise financeira neste estudo uma vez que ela já foi amplamente coberta por muitos trabalhos que procuraram oferecer uma agenda de políticas, além de rever suas causas e as medidas paliativas tomadas. Entre eles encontram-se, por exemplo, a ampla cobertura feita por Acharya e Richardson (2009) e pela Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE, 2009), a coletânea de Eichengreen e Baldwin (2008), entre várias outras no exterior, e Bacha e Goldfajn (2009) e Barros e Giambiagi (2009) no Brasil. Contudo, nesta seção, será apresentado um enfoque financeiro para a crise bancária, com ênfase particularmente no preço dos ativos dados como lastro em operações compromissadas (o *overnight*) e a falta de liquidez decorrente da queda dos preços destes ativos. O mercado de operações compromissadas nos Estados Unidos da América (EUA) monta a vários trilhões de dólares. Esta discussão servirá como um antecedente à resenha sobre o efeito da crise sobre as empresas, com especial atenção para aquelas que podem ser consideradas sujeitas a restrição de crédito, como deve ser o caso da imensa maioria das empresas brasileiras, mesmo as maiores, que têm suas ações negociadas na bolsa e que serão o objeto do exercício empírico apresentado.

Gorton (2009) e Gorton e Metrick (2009a) acreditam que a atual crise financeira é fruto da perda de confiança no sistema financeiro dos EUA. Quando isso acontece, a liquidez desaparece. Uma abordagem interessante, e diferente, sobre a falta de liquidez no sistema bancário mundial é a que a atribui à falta de confiança generalizada nos bancos à perda de valor de alguns dos ativos empregados como lastro em operações compromissadas. Embora a perda tenha sido localizada em alguns destes ativos que serviam como lastro, como a identificação de quais ativos eram problemáticos e de que bancos os tinham era difícil, ocorreu uma corrida aos bancos. Nesse contexto, uma corrida bancária no mercado de operações

compromissadas (o *overnight*) teria paralisado o mercado de crédito, reduzindo significativamente a capacidade das empresas de se financiarem.

Os bancos usam parte dos depósitos que captam à vista e a prazo para comprar títulos. A maior parte destes títulos é segura e livre de risco, como os títulos públicos federais dos países onde os bancos operam. Entre estes títulos se encontravam os lastreados em hipotecas muito seguros e os que não eram tão seguros, como depois se veria. Segundo Gorton e Metrick (2009b), os títulos seguros são aqueles que não dependem de informação e que não oferecem seleção adversa. Ativos cujo valor não depende da obtenção e da correta interpretação de informações são considerados insensíveis à informação. Estes ativos são muito líquidos e os negócios ocorrem sem que seja necessário produzir informação privada sobre eles e sem perdas para os *insiders*. Gorton e Metrick (2009b) definem liquidez como a capacidade de negociar algo de forma rápida, sem alterar seu preço e sem o risco de seleção adversa para as partes envolvidas. Contudo, o que acontece quando ativos insensíveis à informação tornam-se sensíveis?

De acordo com Gorton e Metrick (2009b), um único evento suficientemente ruim é capaz de gerar seleção adversa. Neste cenário, ativos considerados imunes a informações adversas e que supostamente seriam livres de risco perdem essa segurança. Passa a ser muito relevante tornar-se a parte informada nas transações com estes títulos. Quando isso ocorre, a incerteza reduz o volume de negócios e a liquidez do mercado. Para Ivashina e Scharfstein (2009), alguns bancos foram mais afetados, apesar da crise ter proporções globais e afetar todos os que atuam no mercado financeiro. Para os clientes, porém, era impossível saber que contrapartes não honrariam suas dívidas e, por isso, até títulos considerados muito seguros perderam valor. Embora os clientes pudessem acreditar que nem todas as instituições se tornariam insolventes, era impossível saber quais seriam as mais afetadas e, por isso, houve uma corrida aos bancos. Os clientes buscaram recuperar seus depósitos antes que fosse tarde demais, reduzindo as reservas bancárias e, conseqüentemente, a capacidade de emprestar do sistema financeiro. As empresas com operações compromissadas garantidas por títulos que perdiam valor se viam em situação preocupante uma vez que estes títulos, agora inseguros, não ofereciam mais a certeza de que o depósito seria integralmente restituído.

No intuito de contornar esse problema, Gorton e Metrick (2009b) sugerem a criação de novos ativos com base nos melhores títulos do ativo original e, dessa forma, recriar ativos imunes a informações. Apesar de recuperar parte da liquidez do ativo, o risco de encontrar uma contraparte mais informada passa a ser intrínseco ao processo de negociação e por isso não pode ser mitigado.

Gorton e Metrick (2009b) definem o *haircut* como o desconto sobre o preço de títulos dados como lastro em operações compromissadas. Se para um depósito de \$99 fosse oferecida a garantia de recompra de um título avaliado em \$100, então o *haircut* era de 1%. Os autores lembram que o *haircut* era nulo antes da crise do *subprime* porque os agentes do mercado de operações compromissadas apreçavam os títulos com base na premissa de que eles eram imunes a informações. Após a crise, os autores alegam que os títulos mais sensíveis aos riscos do mercado imobiliário, tais como aqueles lastreados em hipotecas, mesmo que de alta qualidade, passaram a sofrer descontos (*haircuts*). Segundo Acharya, Gale e Yorulmazer (2009), o montante financeiro que um título é capaz de proporcionar quando utilizado como colateral

depende diretamente de como as informações de sua qualidade são reveladas. No final de 2008, o *haircut* de muitos títulos atingiu 100%, indicando que determinados ativos não seriam aceitos como lastro. A conjunção de uma corrida bancária com a redução do crédito disponível para as empresas, graças ao aumento do *haircut*, criou uma situação de dificuldade de financiamento para os bancos (GORTON E METRICK, 2009b).

Para lastrear operações compromissadas, os bancos tiveram que empregar títulos cujo valor nominal total era cada vez maior do que os depósitos que eles garantiam. Por outro lado, como os títulos, que foram adquiridos com os depósitos à vista e a prazo, perdiam valor, passa a haver dúvida sobre a própria fungibilidade destes depósitos. Brunnermeier (2009) e Gorton (2009) afirmam que, durante a crise, os bancos tiveram dificuldade de rolar suas dívidas de curto prazo por causa da preocupação dos clientes quanto à solvência do sistema bancário. Os bancos também sofreram com o corte inesperado de suas linhas de crédito (IVASHINA E SHARFSTEIN, 2009). Diante de falta de crédito e da necessidade de reduzir a alavancagem, vários bancos foram forçados a vender os títulos que tinham em carteira, derrubando ainda mais seus preços e reduzindo mais a liquidez do sistema. Os títulos na carteira dos bancos, assim, se tornaram sensíveis a informações, culminando na redução da liquidez do mercado (GORTON E METRICK, 2009b).

Gorton (2009) afirma que o maior problema na crise do *subprime* residiu no fato de que ninguém imaginava que o risco estava presente e tão próximo. Dooley e Hutchison (2009) julgam que uma das características mais impressionantes desta crise foi a ausência de indicativos de que a economia dos EUA estava à beira de um desastre. Eles argumentam que os dados da atividade industrial, exportações e vendas no varejo, entre outros, não pioraram até o colapso do banco Lehman Brothers.

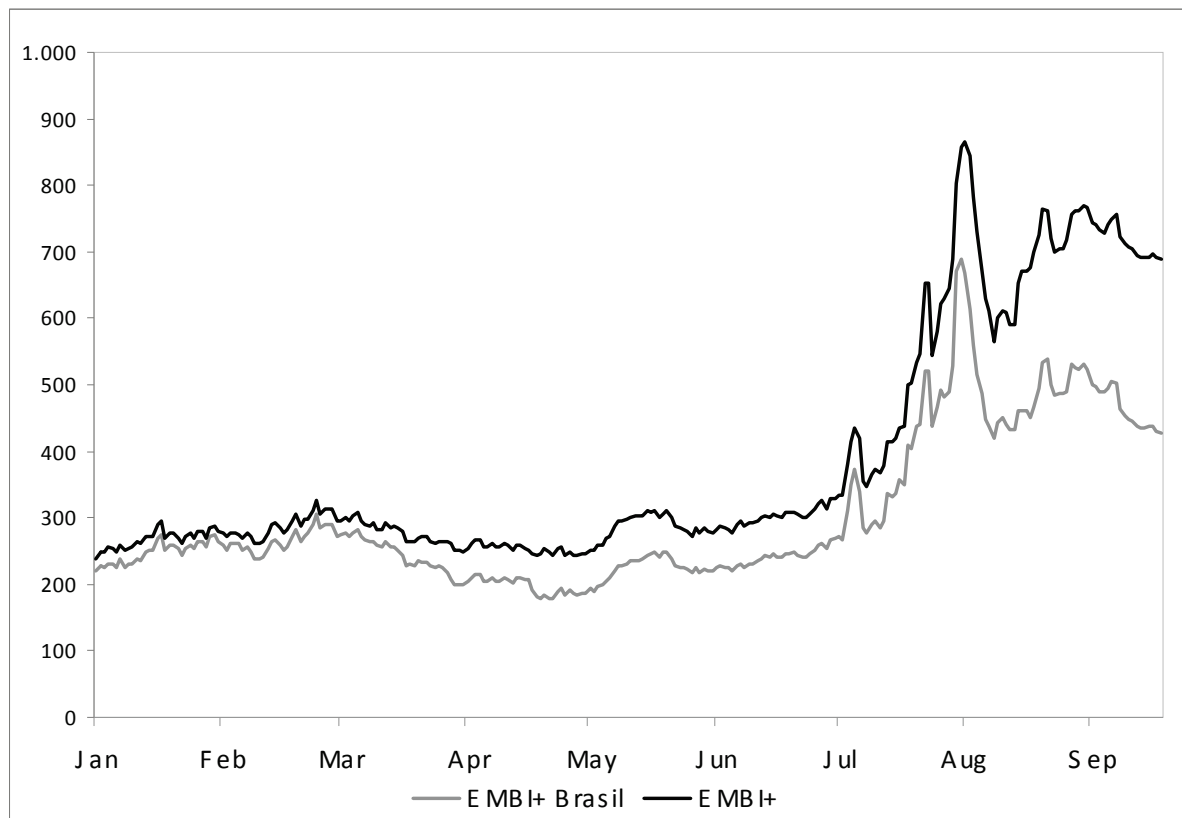
3. A Crise e os Mercados Emergentes

Para Dooley e Hutchison (2009) a corrida aos bancos nos EUA em outubro de 2008 foi determinante para causar a paralisação do mercado de crédito naquele país. Os reflexos deste evento atingiram diretamente os mercados de crédito de outros países desenvolvidos, cujos bancos também passaram a ter títulos sensíveis a informações em seu ativo, e os mercados emergentes, que sofreram com a escassez de crédito e a queda na atividade econômica. Dooley e Hutchison (2009) afirmam que muitos países tiveram reduções de, aproximadamente, 30% em suas importações e exportações entre setembro de 2008 e janeiro de 2009 e que, mesmo países com pouco vínculo com os EUA, foram afetados. Os impactos no mercado de CDS (*Credit Default Swaps*), por exemplo, foram percebidos nos países emergentes. Os autores destacam que a falência do banco Lehman Brothers foi capaz de influenciar todos os países de maneira similar, elevando o *spread* dos CDS. A crença de que os mercados emergentes estariam a salvo da crise estadunidense acabou com o colapso do Lehman Brothers.

Dooley e Hutchison (2009) defendem que os países emergentes estavam desvinculados dos EUA antes do início e mesmo durante os primeiros meses da crise do *subprime*, mas que passou a haver um vínculo intenso a partir de agosto de 2008. Eles afirmam que a crise foi inicialmente subestimada nestes países. Roubini (2009) acredita que o mundo inteiro sofrerá ainda mais com o encolhimento da economia dos EUA e que nem mesmo os países emergentes estarão livres das consequências.

Azevedo e Terra (2009), contudo, defendem que adoção do regime de câmbio flutuante e as melhorias nas políticas econômicas farão com que os impactos desta crise financeira na economia real brasileira serão mais brandos do que os das crises dos anos 90. Os autores concordam com Enderwick (2009) ao afirmarem que o Brasil, assim como outros países emergentes, será menos afetado do que os países desenvolvidos. Os países emergentes sofreram com a crise das *subprime*, pelo menos no que se refere ao preço de seus títulos e quanto ao seu rendimento. No entanto, fica claro que os impactos da crise foram menos expressivos para os títulos brasileiros (Banco Central do Brasil, 2009; Roubini, 2009). O gráfico 1 retrata os *spreads* soberanos do índice EMBI+ (*Emerging Markets Bond Index*) calculado pela JPMorgan para vários mercados emergentes e para o Brasil. O índice EMBI+ inclui títulos públicos e privados.

Gráfico 1 – Evolução do Spread dos Índices EMBI+ e EMBI+ Brasil em 2008
(Risco país, medido pelo *Emerging Markets Bond Index Plus* (EMBI+), do Brasil e dos Demais Países Emergentes em 2008)



4. A Crise e as Empresas

As empresas foram afetadas pela falta de liquidez do sistema financeiro e pela menor atividade econômica. O efeito entre eles, naturalmente, não é uniforme. Gorton e Metrick (2009b) relacionam diversos estudos que concluem que o retorno de títulos de dívida de empresas com grau de investimento se comporta de forma semelhante ao de títulos públicos, sendo sensíveis somente a informações sobre os juros, mas não sobre as empresas. Já o valor dos títulos de dívida de empresas classificadas como especulativas reage à variação do valor das ações uma vez que dependem das informações disponíveis sobre a empresa. Acharya e outros (2009) sugerem que há uma mudança nas expectativas dos investidores em momentos de crise porque em vez de as boas notícias serem consideradas a norma e as más notícias eventos esporádicos, o contrário é observado. Neste cenário, é provável que as notícias boas para as empresas ocorram com frequência menor do que a necessidade de rolagem de suas dívidas, reduzindo o valor dos ativos da empresa para garantias, mesmo que seu valor intrínseco não se altere.

O gráfico 2 mostra o volume de crédito bancário total e de créditos provenientes de repasses do exterior concedidos para empresas brasileiras. É notável a queda acentuada dos empréstimos na modalidade de repasses externos a partir do pico de R\$ 30,6 bilhões em novembro de 2008. Em agosto de 2009 este valor foi R\$ 15,2 bilhões. O volume total de créditos bancários concedidos, contudo, manteve em um patamar acima dos R\$ 380 bilhões, com um volume crescente e expressivo de empréstimos na modalidade de capital de giro, embora a modalidade de empréstimos para aquisição de bens, cujo prazo é mais longo, tenha apresentado volumes bem menores, sem crescimento. O gráfico 3 mostra a evolução das taxas de juros durante um período recente. A partir do início de 2008 o *spread* bancário sai de um patamar inferior a 12% ao ano e passa a oscilar em torno de 18% ao ano.

Gráfico 2 – Volume de Operações de Crédito

(Volume de operações de crédito de junho de 2000 a 2008. Em bilhões de reais. Repasses externos pela escala à esquerda e volume total à direita. Fonte: Banco Central do Brasil)

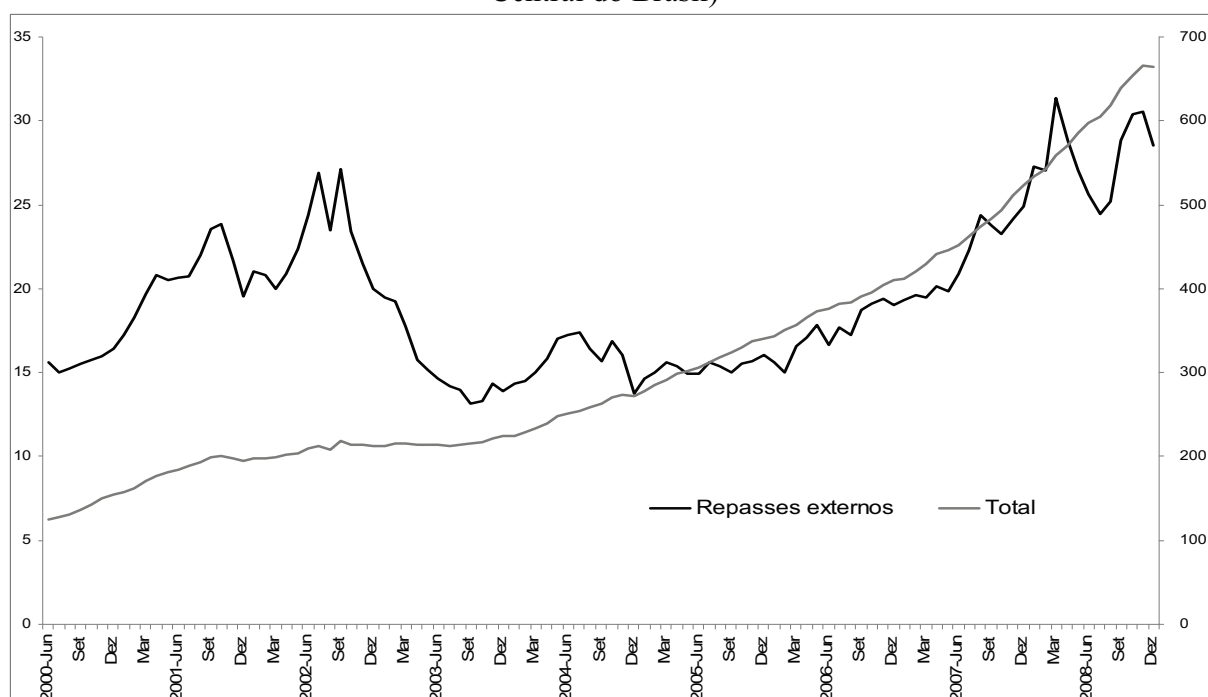
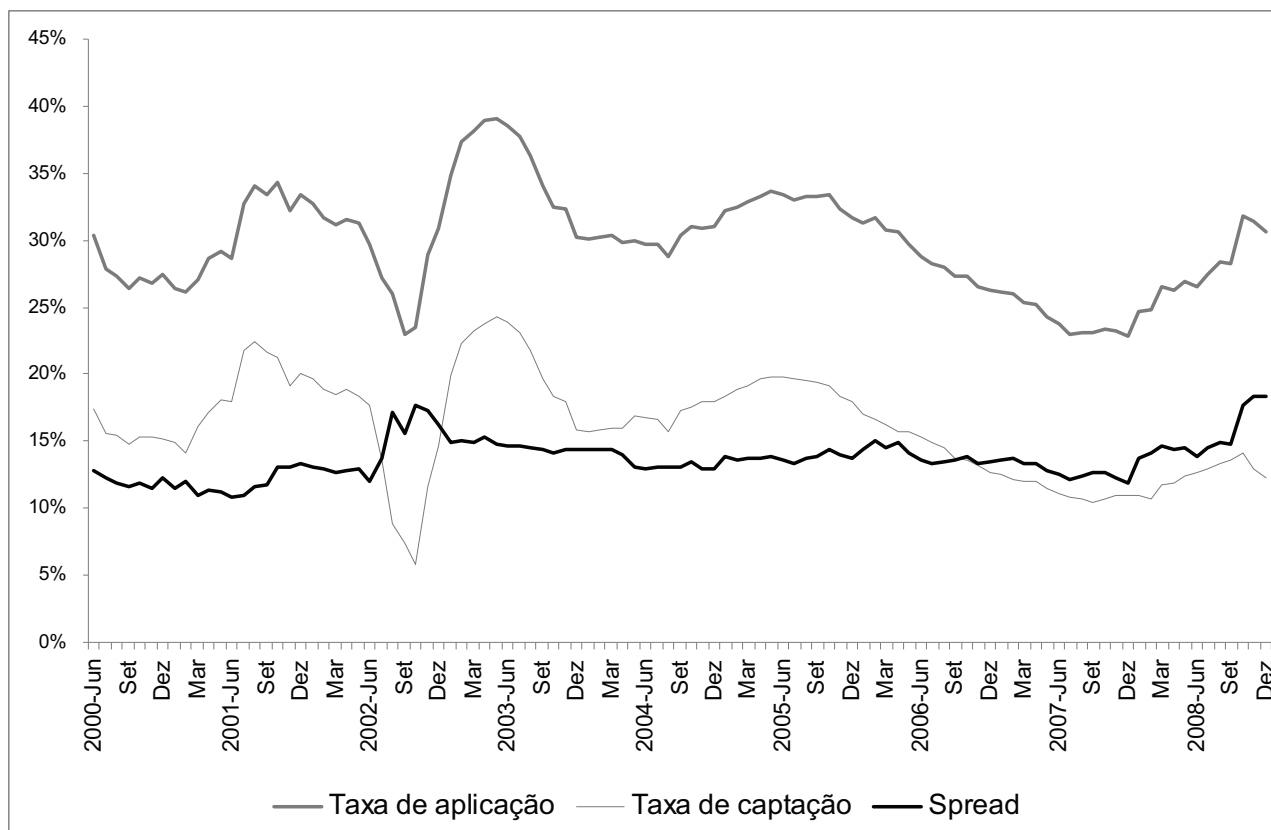


Gráfico 3 – Taxas de Aplicação, Captação e *Spread*
 (Evolução das taxas de aplicação, captação e *spread* pessoa jurídica de 2000 a 2008.
 Fonte: Banco Central do Brasil)



Uma análise rápida da queda do volume de empréstimos pode levar a conclusões precipitadas. Ivashina e Schaferstein (2009) classificam os empréstimos em dois tipos: os empréstimos de reestruturação, cujo objetivo é a aquisição de ações de outras empresas ou a recompra de ações da própria empresa, e os empréstimos para investimento real. Eles postulam que o número de empresas buscando aquisições é menor em períodos de crise e incerteza do que em momentos de crescimento da economia mundial. Sendo assim, parte da queda do volume de empréstimos poderia ser justificada pela redução na demanda e não só pela restrição de crédito. Campello, Graham e Harvey (2009) ressaltam que esse comportamento independe de a empresa sofrer ou não restrição de crédito. Contudo, no caso brasileiro e no período de análise, os empréstimos bancários domésticos para efeito de operações de reestruturação societária ou aquisições deviam ser raros e a queda no volume de empréstimos pode estar quase que totalmente relacionada à redução da atividade econômica e ao aumento do custo do dinheiro em função da liquidez menor.

Campello, Graham e Harvey (2009) realizaram um trabalho oportuno a respeito do impacto da crise financeira sobre empresas sujeitas a restrições de crédito nos EUA, Europa e Ásia. Em vez das medidas usuais de restrição de crédito (tamanho da firma, classificação de risco de crédito, etc), eles empregam uma declaração da empresa obtida por meio de um questionário respondido por centenas delas. Enquanto as medidas de restrição de crédito empregadas nos trabalhos de pesquisa seminais

apresentavam dificuldades para discriminar as características das empresas que sofrem deste problema, Campello *e outros* (2009) afirmam que sua métrica apresenta melhores resultados e consegue estabelecer diferenças entre as empresas sujeitas ou não a restrições de crédito. Eles concluem que as empresas que se declaram sujeitas a restrições de crédito realizam cortes mais profundos em seus investimentos em pesquisa e desenvolvimento, no seu pessoal, em seus investimentos de capital e no pagamento de dividendos.

Campello *e outros* (2009) apontam que a grande maioria das empresas sujeitas a restrições de crédito venderam ativos para financiar as operações no ano de 2008, enquanto que nas empresas sem esta restrição não se percebeu este comportamento. Os autores acrescentam que firmas sujeitas à restrição de crédito não são capazes de seguir plenamente seus planos de investimento uma vez que ou devem pagar mais pelo capital por serem mais arriscadas do que as empresas sem restrições ou simplesmente não obtêm crédito no volume necessário. Estas empresas são mais propensas a usarem o capital gerado internamente do que as empresas não sujeitas a restrição de crédito. Ivashina e Schafferstein (2009) destacam que a relação entre a firma e o banco é importante. Firms que são clientes de bancos que estão com problemas de liquidez podem ter dificuldades para obter empréstimos em outros bancos com os quais não mantém relacionamento comercial, mesmo que este banco tenha recursos para emprestar.

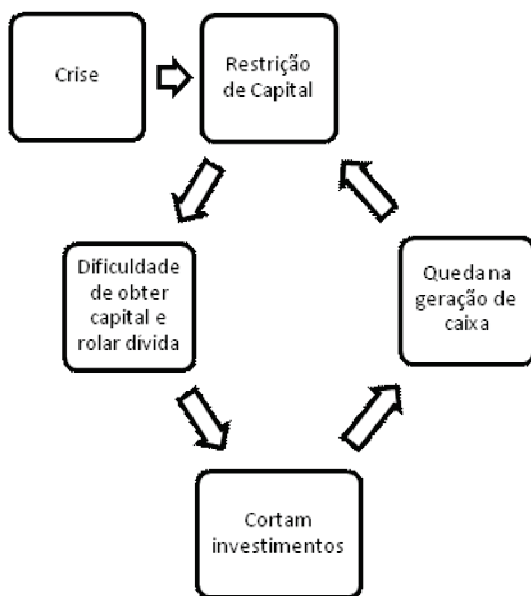
As empresas que se consideram sujeitas à restrição de crédito tendem a ter uma classificação de risco de crédito pior, a serem menos lucrativas, a crescerem menos e a terem experimentado com mais frequência restrições de acesso a linhas de crédito, seja por conta do custo ou do volume de que necessitavam. Surpreendentemente, as empresas com e sem restrição de crédito não se distinguem pelo seu tamanho, que é uma variável usualmente empregada na literatura para representar a restrição de crédito.

No intuito de garantir sua liquidez e sobrevivência, as empresas sujeitas à restrição de crédito mantêm um percentual maior do seu ativo de forma líquida do que as empresas que não apresentam restrições (CAMPELLO *e outros*, 2009) e aceleraram as retiradas de suas linhas de crédito no período da crise para se manterem líquidas. As empresas sujeitas a restrições de crédito podem usar mais suas linhas de crédito de forma preventiva, mantendo mais capital de terceiros em seu poder, a título de reserva, para se protegerem de uma possível dificuldade de renovar suas linhas de crédito. Este comportamento não foi observado entre as empresas que não estão sujeitas a restrições de crédito. Com a crise, o volume desta reserva nas empresas que sofrem de restrição de crédito caiu sensivelmente, uma vez que elas as usaram para financiar seus investimentos e operações. As reservas das empresas que não sofrem restrição de crédito se mantiveram estáveis. Mais da metade das empresas estudadas afirmaram que optariam por utilizar seus fluxos de caixa para desenvolver projetos que fossem atrativos no caso de terem dificuldade de obter financiamento, enquanto que quarenta por cento consumiriam suas reservas.

Campello *e outros* (2009) afirmam que as empresas com restrições a financiamento adotam estratégias mais rígidas de redução de gastos e investimentos em períodos de crise do que as empresas com maior acesso a financiamento. Metade das empresas que declararam estarem sujeitas a restrições de financiamento afirmaram que deixaram de realizar investimentos atrativos. Entre as empresas sem

restrição, uma em cada cinco adota esse comportamento. Os autores ressaltam que abandonar investimentos com valor presente líquido positivo reduz a velocidade de recuperação da economia. A Figura 1 ilustra o círculo vicioso a que se sujeitam as empresas com restrição de crédito em uma crise.

Figura 1: Ciclo vivenciado pelas empresas com restrição de crédito diante de uma crise de liquidez do mercado financeiro. Fonte: elaboração própria.



5. Acesso a Crédito e Medidas de Política Recentes

5.1 Antecedentes e Condicionantes Institucionais do Acesso ao Crédito

Esta seção analisa brevemente alguns dos principais fatores que influenciam o acesso ao crédito por parte das empresas brasileiras. O relatório World Bank (2004) apresentou uma análise detalhada sobre o acesso a serviços financeiros no Brasil, com um foco na exclusão financeira da qual é vítima grande parte da população e das empresas pequenas. Este relatório, entretanto, também resenha alguns elementos relevantes para as empresas maiores, sem falar no fato de que alguns dos fatores macro são comuns a todos os tipos de devedores.

Obviamente, do ponto de vista macro, o nível das taxas de juros sempre foi um dos principais condicionantes do acesso ao crédito no país. As altas taxas de juros e os elevados *spreads* bancários representam uma grande barreira para muitos tomadores. Nos últimos anos, o nível de crédito bancário privado como percentual do PIB ultrapassou a barreira de 40% do PIB (Banco Central do Brasil, 2009), mas o tamanho do mercado ainda é considerado baixo quando comparado a outros mercados emergentes e é indicador do grau de baixo desenvolvimento da intermediação bancária como fonte de recursos para o crédito privado. A baixa das taxas de juros, a introdução do crédito consignado e ampliação do crédito habitacional e da oferta de crédito pelos bancos oficiais responde em parte por este aumento.

Um dos fatores limitadores do crédito, possivelmente, era o deslocamento dos tomadores privados causado pelo governo ao colocar seus títulos junto às instituições bancárias para financiar suas necessidades crescentes. A dívida interna brasileira não pára de crescer a muito tempo e atingiu mais de 1,5 trilhão de reais em agosto de 2009, segundo dados do Tesouro Nacional. Uma discussão sobre o assunto, que transcende os objetivos deste artigo, pode ser encontrada em Carvalhal da Silva e Leal (2008), que citam vários artigos nacionais ao discutir a possível influência do deslocamento sobre o mercado doméstico de debêntures. Não se pode obter, contudo, uma relação segura de causa e efeito quando se examina somente o Brasil. Por outro lado, estudos que examinaram o deslocamento usando amostras de muitos países não encontraram evidências para sustentá-lo. O fato de não haver sustentação em uma amostra seccional de países, porém, não exclui a possibilidade de haver o deslocamento em alguns dos países da amostra. O efeito do deslocamento, se ele existia no Brasil, deve ter se reduzido muito com a baixa dos juros.

Arida, Bacha e Resende (2005) discutiram três hipóteses comumente listadas por diversos comentaristas para as altas taxas de juros que eram praticadas no Brasil antes de introduzir sua argumentação sobre a incerteza de jurisdição. A primeira seria a do mau equilíbrio, alegando que os juros reais eram muito altos porque o Banco Central seria excessivamente conservador e preocupado com sua reputação de quase-independência. A outra era o deslocamento causado pelos títulos federais, já comentada, e a terceira a vulnerabilidade da economia brasileira a choques externos. Muitos comentaristas já citados argumentam que a vulnerabilidade do Brasil diminuiu muito, como teria demonstrado a crise de 2008. A discussão destes autores, a partir daí, concentra-se no judiciário. Vários autores também relatam diversos problemas com o judiciário, como o relatório World Bank (2004), onde trabalhos de autores nacionais são comentados, além dos importantes trabalhos de Pinheiro (2000) e Pinheiro e Cabral (1998).

Sem estender muito esta discussão, sabe-se que o judiciário brasileiro pode ser moroso, oferecer inúmeras oportunidades de recursos e atrasos, é formalista, podendo até mesmo ter um viés pró devedor, o que reduz muito o grau de proteção legal oferecido ao credor. Além do judiciário propriamente dito, outros elementos que aumentam o risco de jurisdição no Brasil são a natureza potencialmente intervencionista do Estado brasileiro e a não convertibilidade plena do real. Arida e outros (2005) argumentam que esta incerteza é o resultado de um processo histórico e que não pode ser alterada rapidamente. Passos graduais que podem levar a uma redução da incerteza de jurisdição seriam o término das poupanças compulsórias, que sustentam vários tipos de financiamento a taxas fora do mercado; a plena convertibilidade do real; a substituição de impostos que não incidem sobre a renda, como a CPMF, que acabou sendo extinto posteriormente, e o aumento da integração do Brasil com economias com menor risco de jurisdição, o que também vem acontecendo gradualmente, mas que poderia ser visto hoje em dia como um fator de risco, conforme o trabalho de Dooley e Hutchison (2009) já comentado anteriormente.

O Banco Central do Brasil (2007) identificou os principais componentes do *spread* bancário. Entre os eles estavam as despesas administrativas do banco, o *spread* para inadimplência e, em escala menor, impostos, cuja participação no *spread* vinha se elevando, e os depósitos compulsórios, com trajetória descendente. Uma vez mais, fatores macro limitam o crédito, direta ou indiretamente, por meio de sua influência sobre a taxa de juros. Por exemplo, o *spread* sobre a inadimplência

corresponderia aos altos custos de recuperação judicial do crédito. Por outro lado, os custos administrativos no Brasil parecem ser mais altos do que em outros países latino-americanos. Por isso, várias iniciativas vêm sendo implementadas, para tentar reduzir os custos administrativos e de inadimplência no Brasil., como a ampliação, implantação e promoção do Sistema de Informações de Crédito (SCR) do Banco Central, a portabilidade e maior acesso a informações sobre o histórico de crédito dos devedores e das operações crédito, a maior transparência com a obrigatoriedade de informação ao cliente sobre o custo efetivo total (CET) das operações de crédito, a ação permanente do Banco Central no sentido de racionalizar suas exigências burocráticas, a regulamentação das operações com derivativos de risco de crédito e a introdução da validação jurídica de contratos criados por meio eletrônico. A proposta de construção e uso compartilhado de um banco de dados de informações positivas de crédito infelizmente foi arquivada depois de tramitar na Câmara dos Deputados.

Iniciativas foram propostas no âmbito do judiciário, como a maior educação dos juízes em relação a questões financeiras, na tentativa de reduzir um possível viés anti-credor, a simplificação do processo de recuperação judicial da dívida, com medidas já implantadas, como a súmula vinculante e a fusão das ações de conhecimento e de execução visando acelerar o processo, além de várias propostas em trâmite no Congresso Nacional, tendo como possível consequência a redução do tempo que leva a ação judicial, a criação de mais varas específicas para o direito societário e a proposta de desvinculação do principal da dívida em ações que questionam o juro, ficando o principal devido fora da ação, ainda em estudo. Medidas como estas, e várias outras, relacionadas em Banco Central (2007), visam reduzir o risco de crédito representado pelo uso do judiciário para postergar o pagamento de dívidas, por exemplo.

Outras iniciativas, como uma redução do compulsório, ajudam muito. Maiores reduções dos depósitos compulsórios poderão ser ainda mais benéficas. Os impostos sobre certos tipos de créditos foram reduzidos, como o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) sobre empréstimos pessoais, mas tornaram a subir depois da extinção da CPMF em 1/1/2008. Outra medida importante é a securitização de créditos bancários. O emprego promissor dos Certificados de Cédula de Crédito Bancário (CCCB), como título executivo judicial, cujo processo de recuperação na justiça é mais rápido e que é securitizável, pode trazer mais liquidez ao sistema. A extensão da alienação fiduciária para o crédito imobiliário e outros tipos de crédito sobre bens fungíveis também foi promovida, o que acelera o processo de evacuação do imóvel no caso de inadimplência. O esclarecimento, por meio de medida provisória, que o uso de juros compostos não se aplicaria ao Sistema Financeiro Nacional (SFN) também ajudou muito. A flexibilização das regras de direcionamento do crédito para os bancos também pode ajudar na redução do *spread* bancário (Banco Central, 2007, p. 15). Entre as grandes medidas já implantadas, o crédito consignado representou uma inovação que trouxe um grande número de novos tomadores pessoa física para o mercado. O novo Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB) e a nova Lei de Falências também devem ser lembrados.

5.2 Medidas Recentes

A crise apareceu no Brasil na forma de falta de liquidez sem graves problemas de insolvência. Os canais mais importantes de contágio foram a falta de crédito, a desvalorização do câmbio e as expectativas, por meio de uma crise de confiança por

parte de empresas e consumidores (Gutierrez, 2009). As medidas adotadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e pelo Banco Central do Brasil (BCB) aumentaram a liquidez do SFN e sustentaram o crédito. Entre estas medidas estão os incentivos à aquisição de ativos dos bancos de pequeno porte pelos de médio e grande porte, a redução dos recolhimentos a título de depósitos compulsórios e o aumento do seguro oferecido pelo Fundo Garantidor de Crédito (FGC) para depósitos de até R\$ 20 milhões, para aliviar principalmente os bancos pequenos e médios. A inadimplência nas operações de crédito manteve-se em patamares similares aos períodos anteriores à crise.

Gutierrez (2009) enumera várias medidas tomadas pelo governo em 2008 e 2009. Em resumo, o arsenal de medidas incluiu lidar com o câmbio, novos mecanismos de redesconto, redução da meta da Taxa Selic, redução de recolhimentos compulsórios, redução de impostos e a atuação dos bancos públicos para reativar o crédito. O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), por exemplo, teve um aumento de R\$ 100 bilhões no seu orçamento para 2009 e 2010. Em termos de políticas ligadas ao câmbio, além das vendas de dólares no mercado à vista, o BCB ofereceu mais liquidez em dólares de diversas formas, à vista e no futuro, e usou as reservas nacionais para financiar os bancos que financiassem as exportações e as empresas com dívidas no exterior. O BNDES ofereceu novos créditos pré-embarque. O IOF foi zerado para entrada de capital estrangeiro para investimento direto.

A Caixa Econômica Federal (CEF) ofereceu uma nova linha de crédito de capital de giro com recursos do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) para as construtoras com problemas de continuidade em suas obras. Uma medida provisória permitiu que a CEF e o Banco do Brasil (BB) adquirissem participações societárias em empresas de construção civil. O BB ampliou o crédito para a agricultura, para os bancos de montadoras de automóveis e para o capital de giro de pequenas e médias empresas. Houve ampliação das linhas de crédito da CEF para o consumo das pessoas físicas, para aquisição de material de construção e de imóveis. O BNDES também aumentou expressivamente diversas linhas de crédito com aportes do Tesouro Nacional, com especial atenção para as pequenas e médias empresas e a aquisição de bens de capital.

Os grandes bancos têm uma fonte mais estável de depósitos devido a sua grande rede de agências. Os bancos públicos, além disso, têm os depósitos judiciais como fonte adicional de depósitos estáveis. Os bancos pequenos e médios não têm estas fontes e contam com depósitos menos estáveis e de prazo mais curto de investidores institucionais. Estes bancos foram os que mais sofreram com a crise internacional de 2008 (veja J. C. Tourinho em Bacha e Goldfajn, p. 87, 2009). O CMN flexibilizou as normas do FGC, permitindo o empréstimo de recursos a bancos menores. O BB e a CEF compraram carteiras de crédito de vários bancos pequenos e médios com problemas de liquidez.

Em termos de política fiscal, a meta de superávit primário foi reduzida, alíquotas adicionais do Imposto de Renda Pessoa Física levaram a uma renúncia fiscal, foi reduzido o IOF incidente sobre para o crédito direto ao consumidor e sobre o cheque especial e o Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) para automóveis, que retornará aos níveis anteriores à crise de forma gradual até janeiro de 2010, dependendo do modelo de automóvel. Houve isenção de IPI para caminhões até

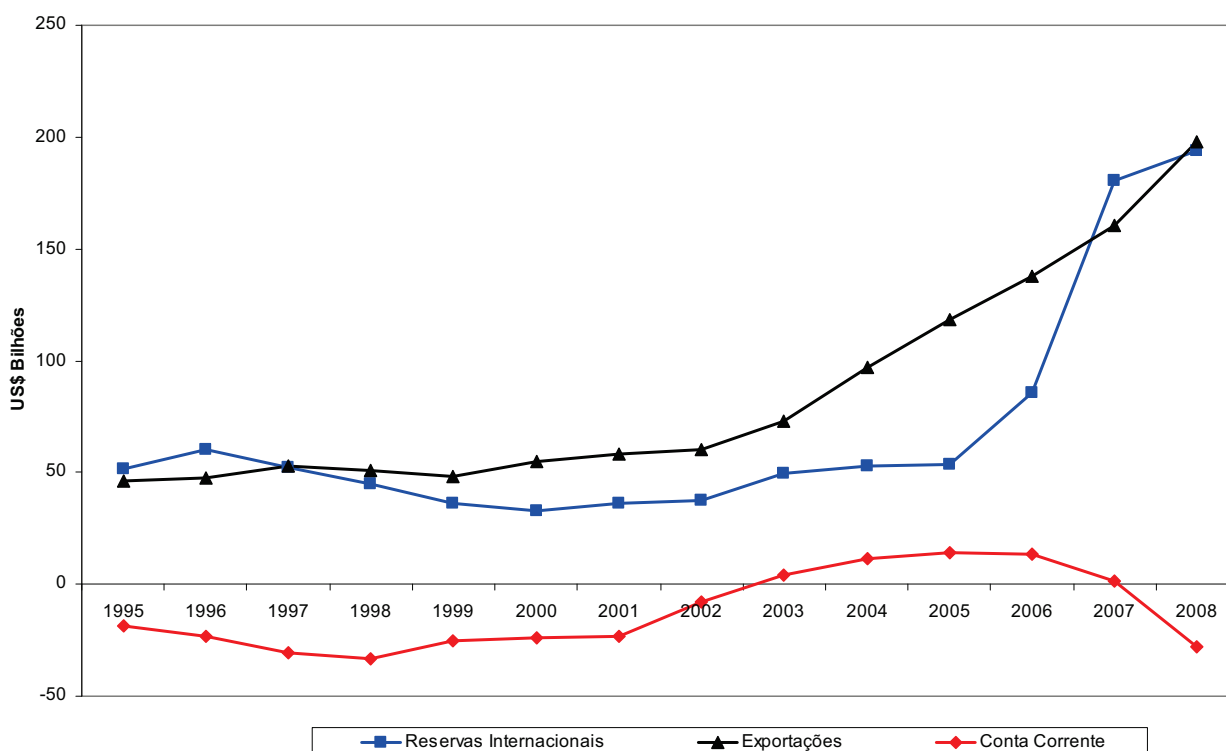
março de 2009, redução ou isenção temporária do IPI para diversos materiais de construção, itens da linha branca e bens de capital, além de redução da Cofins (Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social) para a aquisição de motocicletas. O governo concedeu extensão para o pagamento de impostos federais para dar mais folga de caixa às empresas e aumentou os recursos destinados ao Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) e ao crédito habitacional por meio do programa "Minha Casa Minha Vida", ampliando as operações do Fundo de Arrendamento Residencial (FAR) e aumentando o limite do valor dos imóveis que podem ser financiados via o Sistema Financeiro da Habitação (SFH), permitindo o uso do FGTS para a aquisição. O governo de São Paulo, por exemplo, concedeu uma linha de empréstimos por meio da Nossa Caixa para facilitar o pagamento do ICMS (Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços) do estado.

6. Análise Comparativa Antes e Durante a Crise

6.1 Análise das Contas Externas do Brasil e de Outras Economias Emergentes

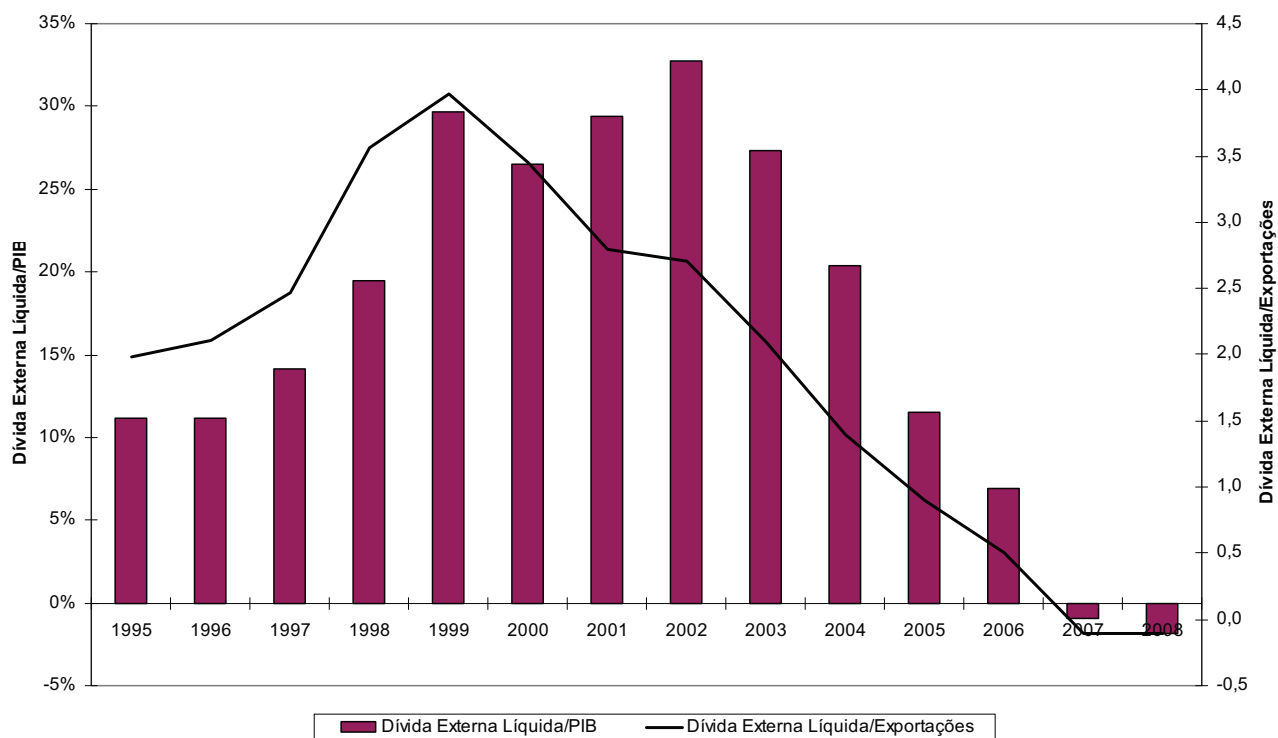
O gráfico 4 mostra uma análise histórica das reservas internacionais, exportações e saldo em conta corrente do Brasil. A crise afetou o desempenho das contas externas da economia brasileira. Analisamos o período imediatamente antes da crise (2006) e durante a crise (2008). Embora as exportações tenham aumentado substancialmente (US\$ 198 bilhões em 2008 contra US\$ 138 bilhões em 2006), o saldo em conta corrente diminuiu drasticamente, passando de superávit de US\$ 14 bilhões em 2006 para déficit de US\$ 28 bilhões em 2008. As reservas internacionais atingiram níveis recordes, tendo alcançado US\$ 194 bilhões no final de 2008.

Gráfico 4 – Indicadores das Contas Externas da Economia Brasileira
(Reservas internacionais, exportações e saldo em conta corrente. Fonte: Banco Central do Brasil)



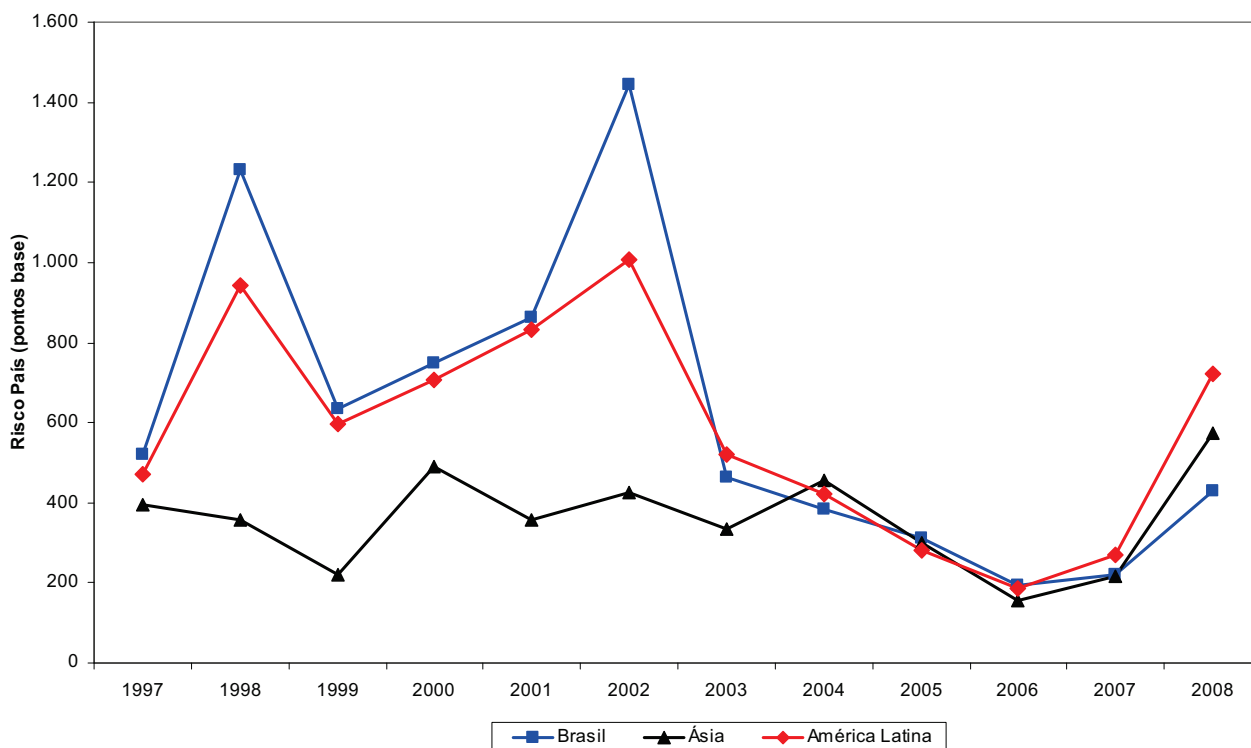
O gráfico 5 mostra a evolução da dívida externa líquida. A estratégia de redução da dívida externa nos últimos anos vem mostrando resultados positivos, em especial no momento da crise. Nesse período, o Brasil se tornou credor líquido no mercado externo. A razão dívida externa líquida/exportações caiu de 0,5 em 2006 para -0,1 em 2008. Enquanto isso, a razão dívida externa líquida/PIB caiu de níveis em torno de 7% para -1,8%.

Gráfico 5 – Dívida Externa Líquida do Brasil
(Dívida externa líquida/exportações e dívida externa líquida/PIB. Fonte: Banco Central do Brasil)



A melhoria das contas externas junto com a estratégia de redução da dívida externa contribuiu para aumentar o grau de confiabilidade da economia brasileira. O gráfico 6 mostra a evolução histórica do risco país do Brasil e de outras economias emergentes da América Latina e Ásia. Embora tenha aumentado em virtude da crise, o risco país do Brasil em 2008 (428 pontos) era inferior à média dos países latino-americanos e asiáticos (722 e 574 pontos, respectivamente).

Gráfico 6 – Risco País do Brasil, América Latina e Ásia
(Risco país, medido pelo *Emerging Markets Bond Index Plus (EMBI+)*, do Brasil, América Latina e Ásia. Fonte: Bloomberg)

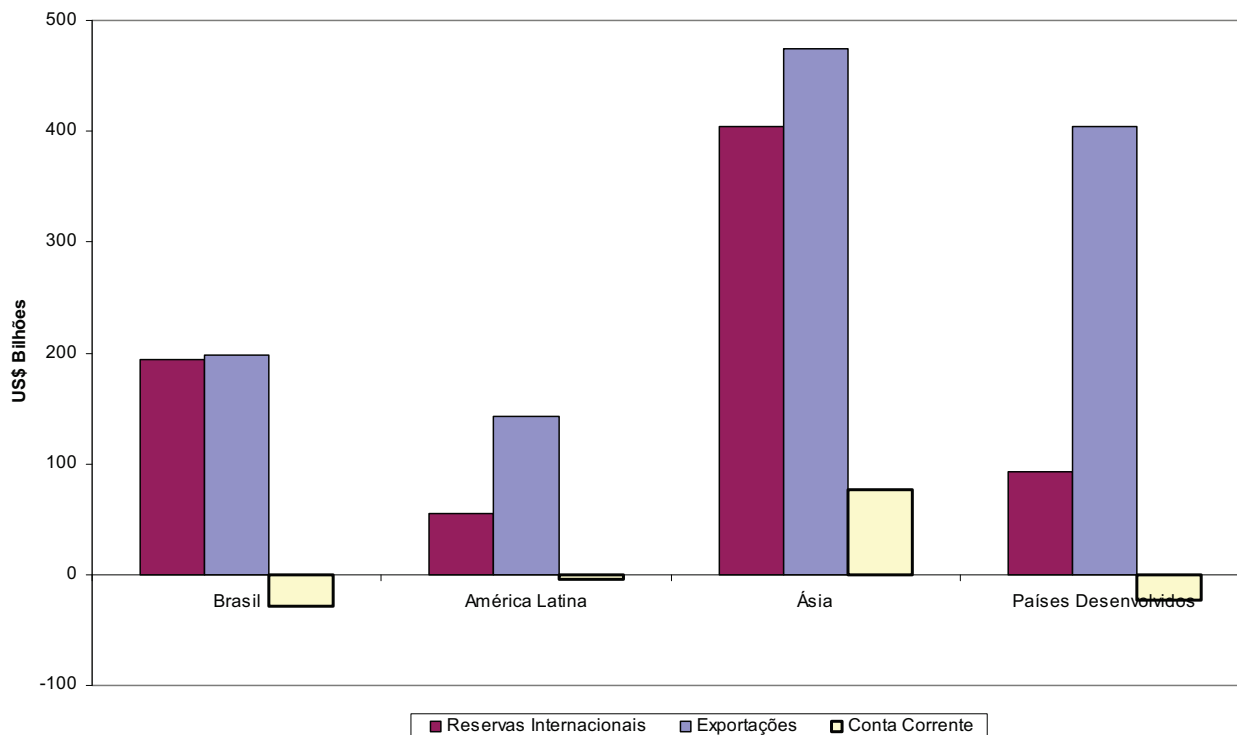


Deve-se ressaltar que o risco país das economias asiáticas é inferior ao dos países da América Latina em virtude do melhor desempenho das contas externas da região. O gráfico 7 ilustra os indicadores das contas externas do Brasil, América Latina e Ásia em 2008. A média das reservas internacionais na Ásia era US\$ 404 bilhões, bem superiores à do Brasil (US\$ 194 bilhões) e demais países latino-americanos (US\$ 55 bilhões). Além disso, a média das exportações na Ásia atingiu US\$ 474 bilhões, enquanto o Brasil e demais países latino-americanos exportaram US\$ 198 bilhões e US\$ 143 bilhões, respectivamente. O saldo médio em conta corrente da Ásia era US\$ 77 bilhões, superior à do Brasil (US\$ 28 bilhões negativos) e demais países latino-americanos (US\$ 4 bilhões negativos).

Talvez por conta da grande melhora nas reservas internacionais, das exportações e do saldo em conta corrente, a avaliação inicial feita pelo governo e por outros analistas foi muito otimista, suspeitando que o impacto da crise sobre o Brasil seria pequeno (“hipótese da marolinha”). De fato, o impacto demorou a chegar ao Brasil e parece que o País é um dos primeiros a superá-los, em situação melhor que muitos mercados emergentes, como sugerem os gráficos 6 e 7. A deterioração da conta corrente no gráfico 4, porém, denuncia que houve impacto significativo porém menos acentuado do que o que afetou os países desenvolvidos e alguns países emergentes demorou. Como observaram Dooley e Hutchison (2009), o vínculo com a crise foi mais pronunciado após agosto de 2008.

Gráfico 7 – Indicadores das Contas Externas do Brasil, América Latina e Ásia em 2008

(Reservas internacionais, exportações e saldo em conta corrente do Brasil, América Latina e Ásia em 2008. As informações da América Latina excluem o Brasil. Fonte: Fundo Monetário Internacional e *Bank for International Settlements*)



6.2 O Mercado de Eurobônus no Brasil, Países Emergentes e Desenvolvidos

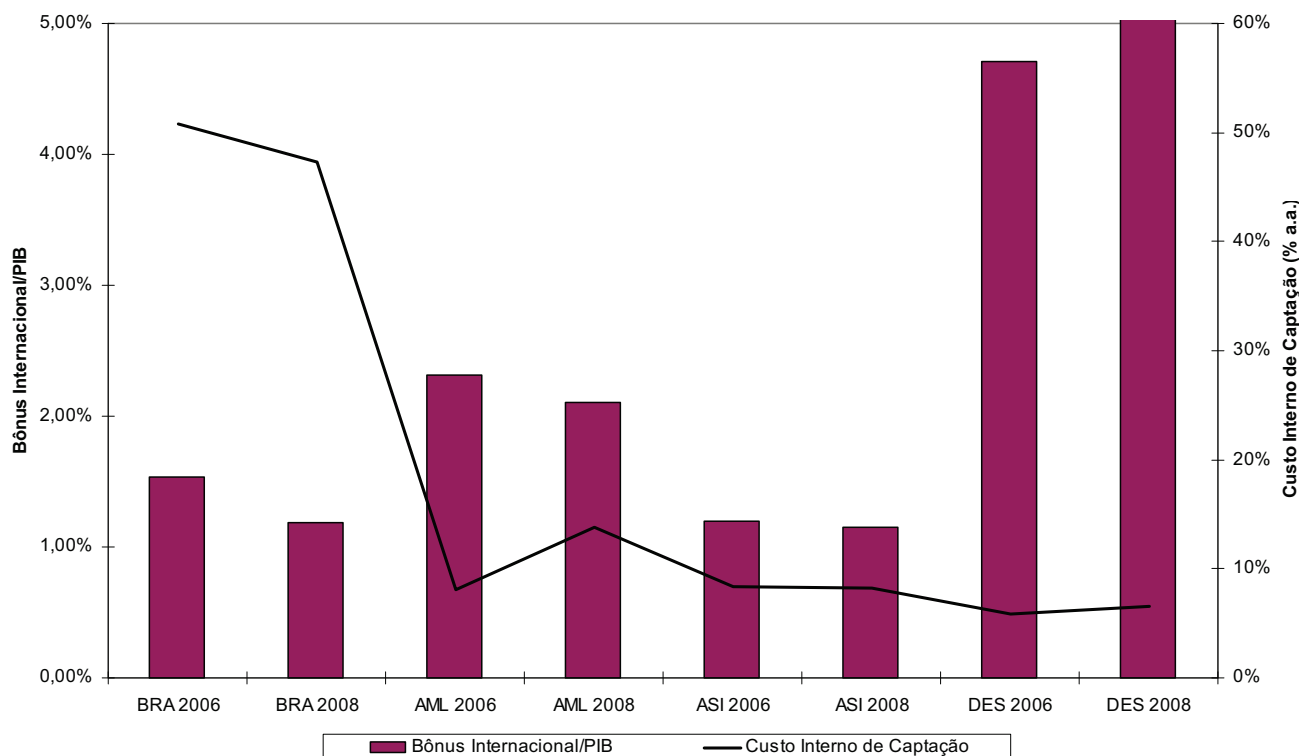
O gráfico 8 mostra o tamanho do mercado de eurobônus emitido por empresas no Brasil, América Latina, Ásia e países desenvolvidos antes da crise (2006) e durante a crise (2008). Pode-se ver o custo interno de captação em cada região no mesmo período também.

A crise internacional afetou diretamente o mercado internacional de bônus corporativo, que encolheu no período. No Brasil, esse mercado ainda é pequeno (1% do PIB) quando comparado com outras economias da América Latina (2% do PIB) e com os países desenvolvidos (6% do PIB), especialmente quando se considera que o custo interno de captação no Brasil (taxa de empréstimos de 47% a.a. em 2008) é um dos mais altos do mundo. Por exemplo, o mercado internacional de bônus corporativo no Chile atingiu 5% do PIB enquanto o custo interno de captação era da ordem de 13% a.a. em 2008. Um fato importante é que o mercado internacional de bônus corporativo no Brasil apresenta níveis semelhantes aos dos países asiáticos.

O gráfico 9 mostra o aumento da liquidez internacional¹ e das reservas dos países emergentes da América Latina e Ásia. Como reflexo da crise, a liquidez internacional diminuiu significativamente, caindo de US\$ 8,5 trilhões em 2006 (US\$ 10 trilhões em 2007) para US\$ 6,5 trilhões em 2008. Por outro lado, as reservas internacionais dos países emergentes cresceram significativamente, de US\$ 2 trilhões em 2006 para US\$ 3 trilhões em 2008. A narrativa da seção 2 sobre o encolhimento do crédito bancário em função da piora na percepção da qualidade de crédito dos títulos que constituíam a carteira dos bancos e a consequente redução do mercado de operações compromissadas é consistente com o retratado nos gráficos 8 e 9.

Gráfico 8 – Mercado de Bônus Internacional e Custo Interno de Captação do Brasil, América Latina, Ásia e Países Desenvolvidos em 2006 e 2008

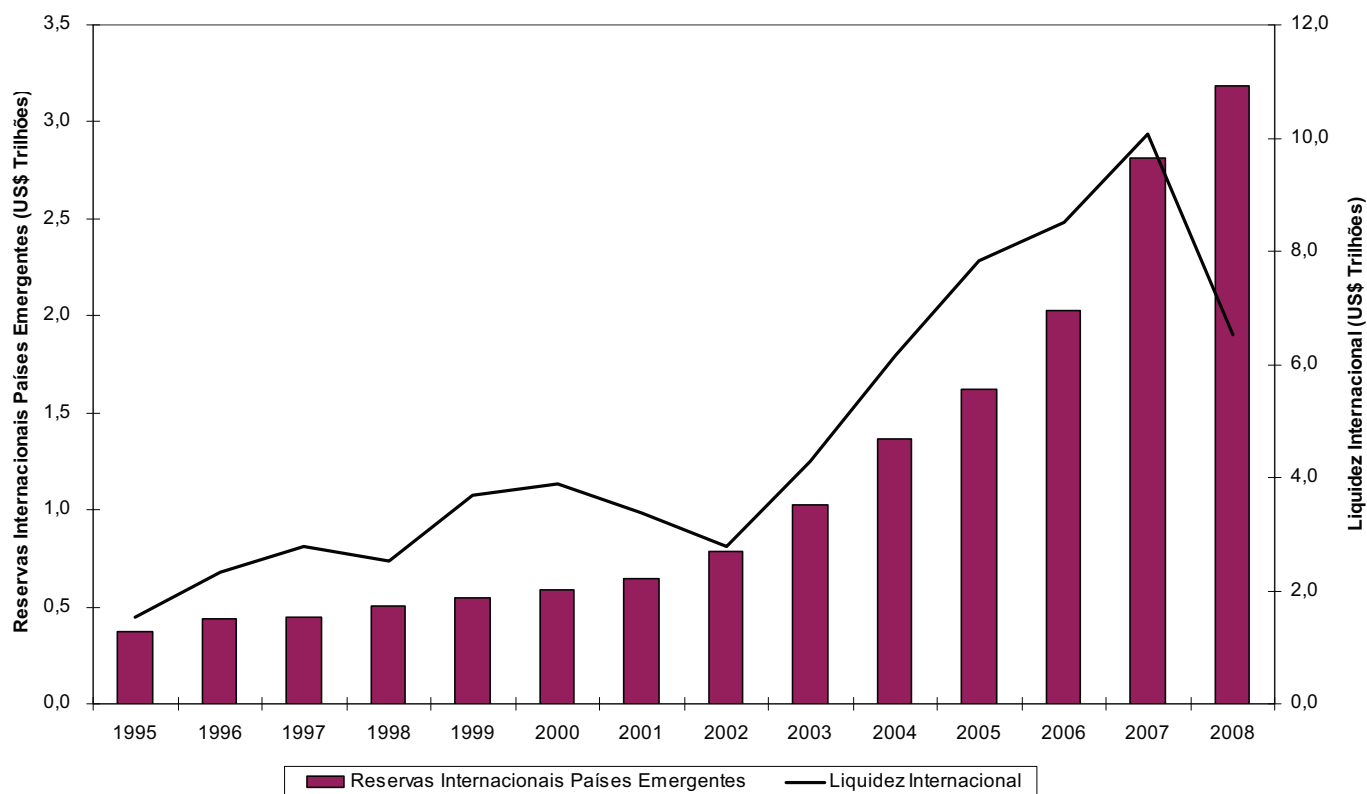
(Bônus internacional emitido por empresas, excluindo bancos, empresas de leasing e demais instituições financeiras. Custo interno de captação é representado pela taxa de empréstimo (“lending rate”). Dados para Brasil (BRA), América Latina (AML), Ásia (ASI) e países desenvolvidos (DES) são reportados em 2006 e 2008. As informações da América Latina excluem o Brasil. Fonte: Fundo Monetário Internacional e *Bank for International Settlements*)



¹ De forma semelhante a Leal e Carvalhal da Silva (2007), nossa *proxy* para liquidez internacional corresponde à soma dos valores tomados em módulo das seguintes rubricas do balanço de pagamentos dos países desenvolvidos: investimentos de carteira, derivativos financeiros e outros investimentos.

Gráfico 9 – Liquidez Internacional e Reservas Internacionais dos Países Emergentes

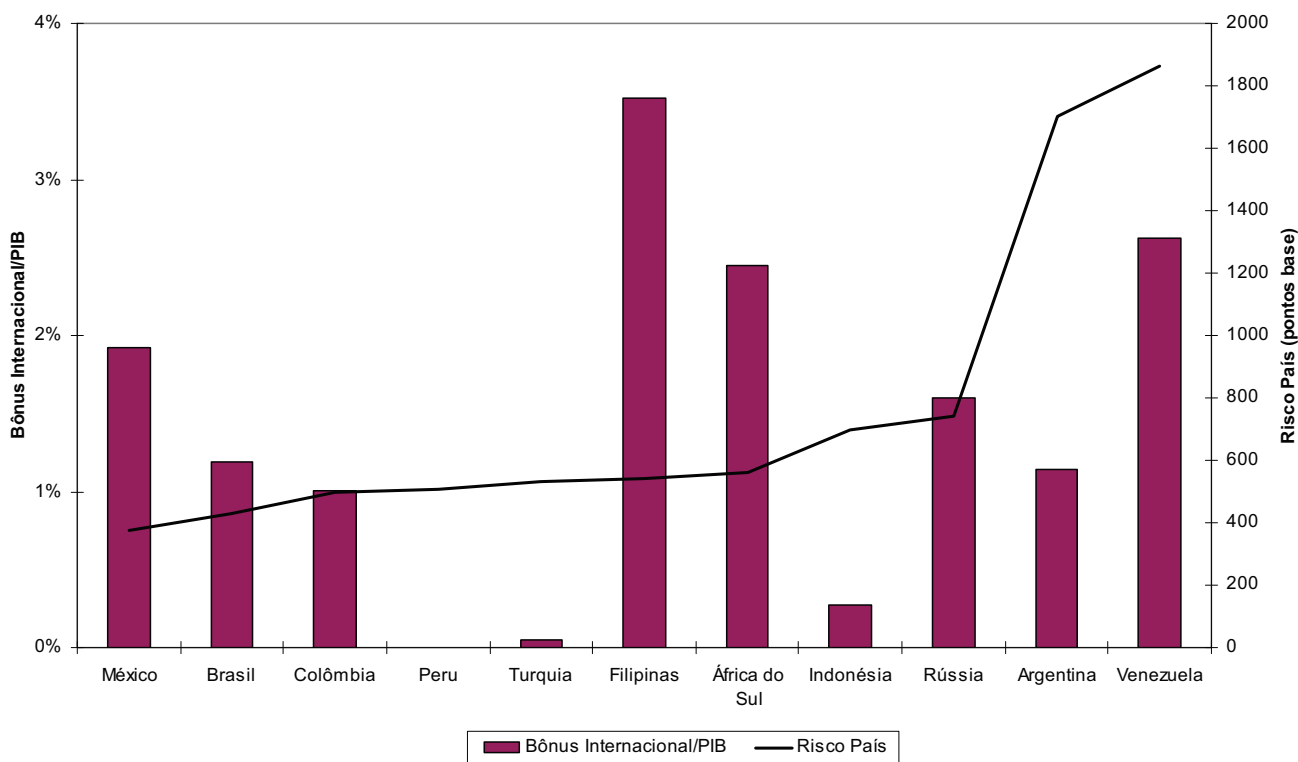
(A liquidez internacional corresponde à soma dos valores tomados em módulo das seguintes rubricas do balanço de pagamentos dos países desenvolvidos: investimentos de carteira, derivativos financeiros e outros investimentos. As reservas internacionais dos países emergentes incluem os países da América Latina e Ásia. Fonte: Fundo Monetário Internacional)



O gráfico 10 faz uma análise comparativa do volume emitido no mercado internacional de bônus corporativo por empresas no Brasil e em outras economias emergentes com risco comparável em 2008. O tamanho do mercado de eurobônus brasileiros (1,2% do PIB) é similar à média dos 11 países analisados (1,4% do PIB), mas é superior ao de muitas economias com risco semelhante: Colômbia (1,0% do PIB), Peru (0,0% do PIB) e Turquia (0,1% do PIB). No entanto, ainda é bem inferior ao de muitos países com maior risco: Filipinas (3,5% do PIB), África do Sul (2,4% do PIB) e Rússia (1,6% do PIB).

Gráfico 10 – Bônus Internacional em Países Emergentes com Risco Comparável ao Brasil em 2008

(Bônus internacional emitido por empresas, excluindo bancos, empresas de leasing e demais instituições financeiras, de países emergentes com risco comparável em 2008. O risco país é medido pelo *Emerging Markets Bond Index Plus* (EMBI+). Fonte: Bloomberg e *Bank for International Settlements*)



6.3 Risco Cambial e Captação Externa

Uma hipótese que deve ser analisada é a relação entre a percepção de risco cambial e o volume de captação externa por parte das empresas brasileiras. A crise pressionou a taxa de câmbio para o alto. Será que a percepção de risco cambial desestimulou a captação externa por parte das empresas? Existem mecanismos de hedge cambial no mercado?

A oferta de *hedge* cambial varia com a volatilidade da taxa de câmbio nominal. Em períodos de alta volatilidade (2002 e 2008), o BCB aumentou consideravelmente o *hedge* cambial. O gráfico 11 mostra o estoque de *hedge* cambial ofertado pelo BCB, dado pela soma do estoque de títulos indexados em dólar em poder do mercado e da oferta líquida de *swaps* cambiais. O estoque de *hedge* cambial ofertado pelo BCB subiu drasticamente em 2008, período em que houve uma desvalorização forte da taxa de câmbio.

No período recente, os *swaps* cambiais e os *Non-Deliverable Forwards* (NDF) foram os contratos de *hedge* cambial mais usados por empresas brasileiras. O gráfico 12 mostra o estoque de *swaps* cambiais e NDF registrados na Central de Liquidação e Custódia (CETIP) de 2001 a 2008. O estoque consolidado dos dois contratos revela que, conforme o esperado, o volume de operações financeiras de proteção contra desvalorização no câmbio aumentou significativamente durante a crise: *swaps* (R\$

107 bilhões em 2006 e R\$ 116 bilhões em 2008) e NDF (R\$ 32 bilhões em 2006 e R\$ 99 bilhões em 2008).

Gráfico 11 – “Hedge” Cambial Ofertado pelo Banco Central

(Taxa de câmbio e “hedge” cambial, medido pela soma do estoque de NBC-E e NTN-D em poder do mercado e da oferta líquida de swaps cambiais. Fonte: Banco Central do Brasil)

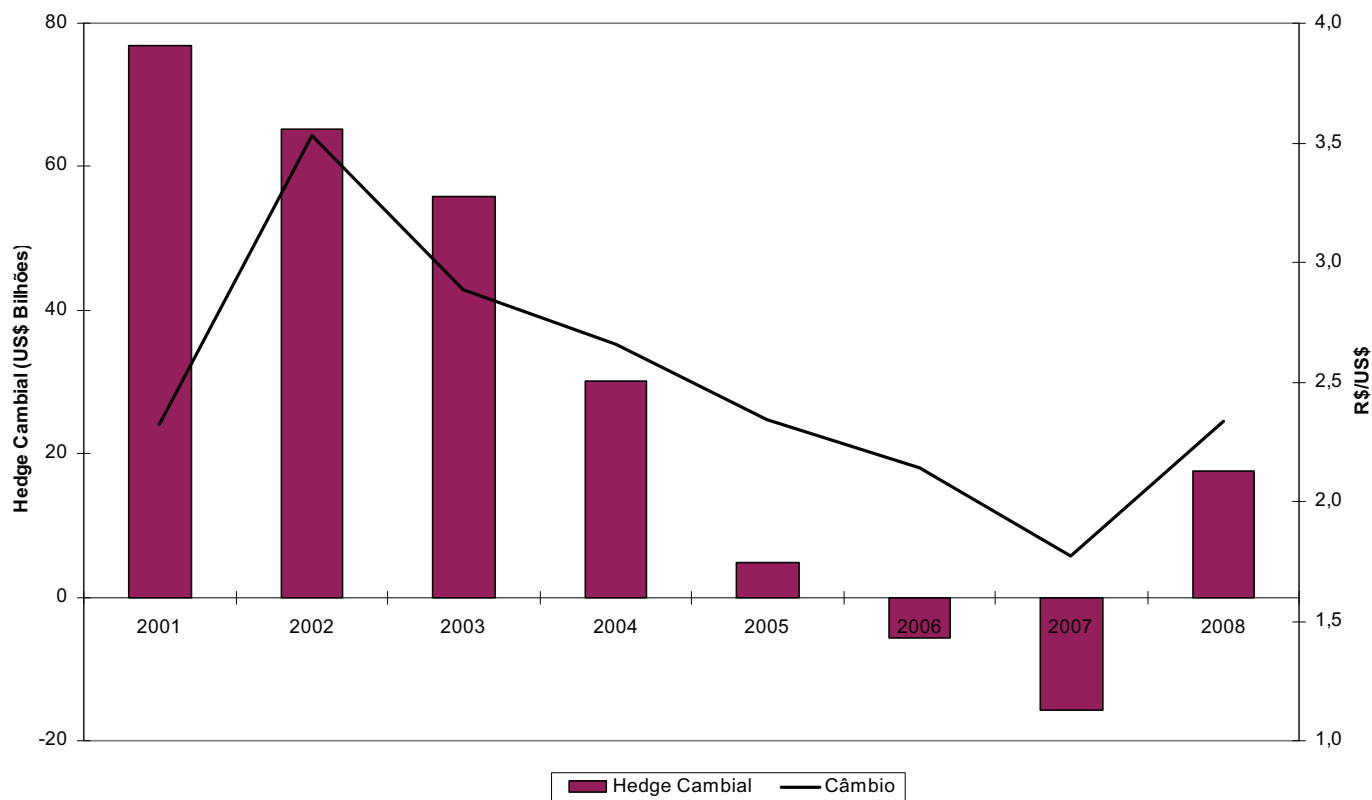
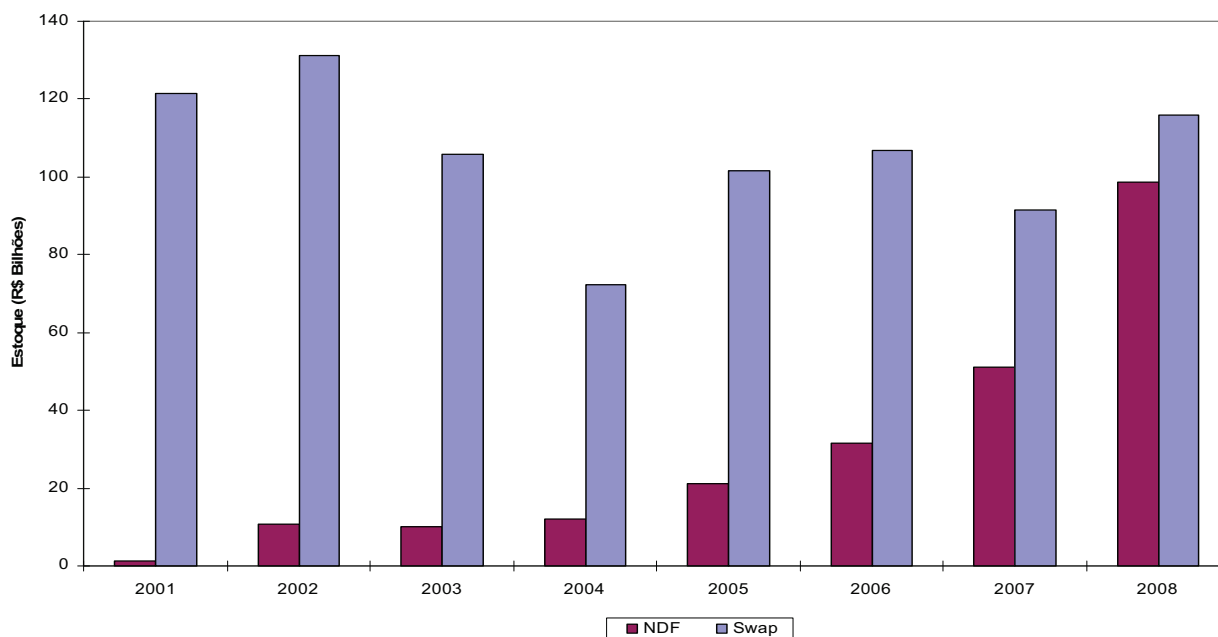


Gráfico 12 – Estoque de Swaps Cambiais e NDFs no CETIP

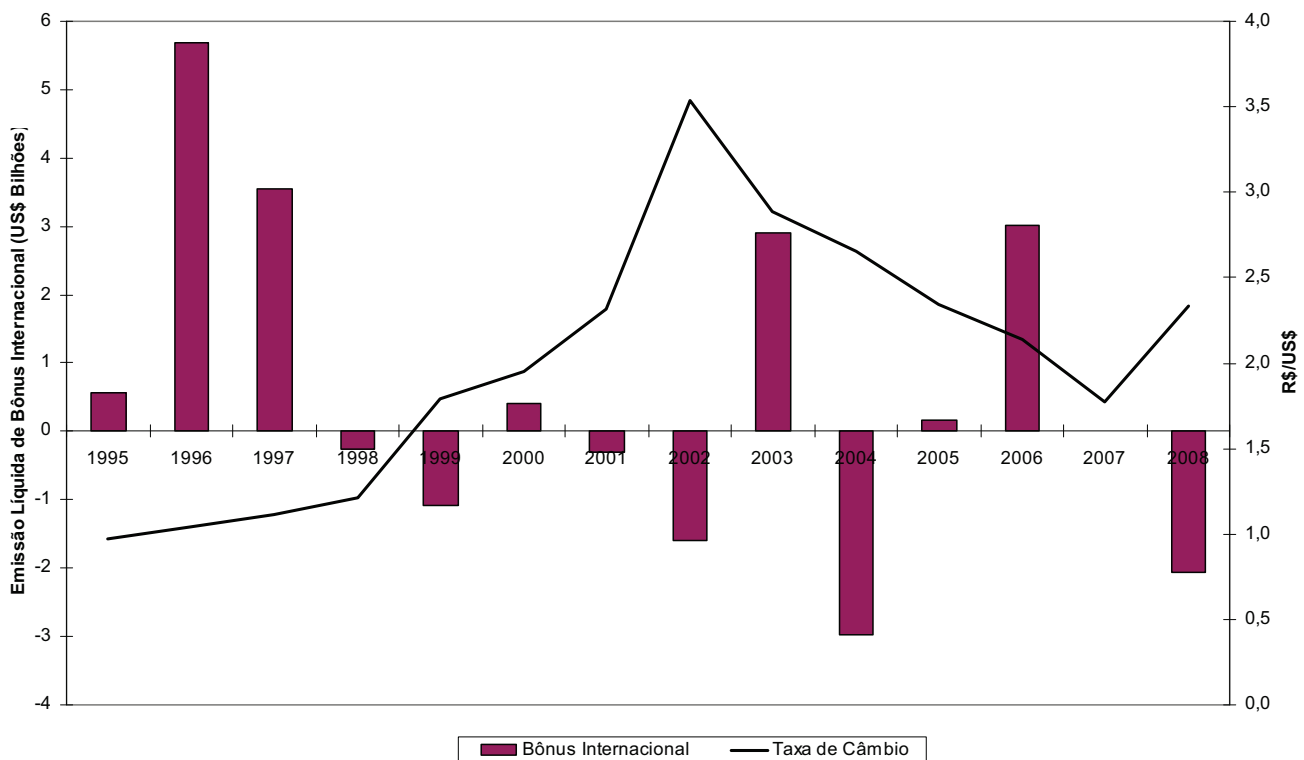
(Estoque de swaps cambiais e NDFs registrados no CETIP. Fonte: CETIP)



O gráfico 13 mostra a relação entre a percepção de risco cambial e as emissões líquidas de eurobônus pelas empresas brasileiras. Em períodos de valorização da moeda local e baixa volatilidade da taxa de câmbio, as empresas tendem a emitir títulos no exterior. Por outro lado, quando a moeda local se desvaloriza e a volatilidade aumenta, as empresas tendem a não renovar os títulos, gerando emissões líquidas negativas. A correlação entre a taxa de câmbio e as emissões líquidas de eurobônus é $-0,46$, estatisticamente significativa a 1%.

Gráfico 13 – Taxa de Câmbio e Emissão de Bônus Internacionais

(Taxa de câmbio e emissões de bônus internacionais por empresas não financeiras brasileiras. Fonte: Fundo Monetário Internacional e *Bank for International Settlements*)



6.4 Determinantes dos Financiamentos Internacionais pelas Empresas Brasileiras

Nessa seção, identificam-se quais os tipos de empresas que tendem a captar mais no mercado internacional (bancos, eurobônus e ADR, *American Depositary Receipts*). Estimou-se um modelo de regressão para todas as empresas listadas na BM&FBovespa em 2004 e 2008. Escolhemos o ano de 2004 para capturar a estrutura de financiamento antes da crise e comparar com os resultados obtidos por Leal e Carvalho da Silva (2007a).

As seguintes variáveis explicativas foram utilizadas: Ativo Fixo (razão entre ativo fixo e ativo total), Tamanho (logaritmo do ativo total), ROA (razão entre lucro operacional e ativo total), Volatilidade (desvio padrão dos retornos diários no ano), Q de Tobin (razão entre o valor de mercado e o valor contábil dos ativos), CGI (índice de governança corporativa criado e descrito em Leal e Carvalho da Silva (2007b)),

Exportação (*dummy* que indica se a empresa é exportadora) e Acionista Estrangeiro (*dummy* que indica a presença de acionista estrangeiro).

A tabela 1 mostra os indicadores de estrutura de capital, tipos de financiamentos e custos financeiros das companhias listadas antes da crise (2004) e durante a crise (2008). Em geral, a estrutura de capital se manteve estável, com o passivo exigível representando em torno de 59% do ativo total. O financiamento de curto prazo diminuiu de 12,86% para 9,44% do ativo total, enquanto o financiamento de longo prazo aumentou de 15,32% para 17,67% do ativo total.

Em termos de tipos de financiamentos, houve uma diminuição da participação dos bancos (tanto nacionais como internacionais) e um aumento do volume de títulos (debêntures e eurobônus). Esses resultados parecem indicar que, durante a crise, os financiamentos bancários, possivelmente mais caros e escassos, foram parcialmente supridos pela emissão de títulos corporativos. No que se refere a financiamentos internacionais, houve uma diminuição da participação dos bancos internacionais e um leve aumento da frequência de empresas que emitiram eurobônus e ADR. Uma vez mais, este resultado é consistente com o cenário descrito na seção 2.

Conforme o esperado, as empresas apresentam despesas financeiras maiores durante a crise. O efeito da crise também pode ser visto na queda da lucratividade (ROA) e do valor (Q de Tobin) das empresas de 2004 para 2008. Além disso, a governança das empresas melhorou no período e a concentração do capital na mão dos controladores diminuiu.

A tabela 2 mostra os indicadores de estrutura de capital, tipos de financiamentos e custos financeiros das companhias que recorreram ao mercado internacional (bancos internacionais, eurobônus e ADR) em 2008. Conforme o esperado, as companhias maiores são aquelas que possuem acesso ao mercado internacional. Além disso, as companhias que têm alternativas de captar no exterior são mais alavancadas e os financiamentos tendem a se concentrar no longo prazo. Esses resultados são semelhantes aos obtidos por Leal e Carvalho da Silva (2007a) antes da crise e são consistentes com as constatações de Campello e outros (2009) de que empresas sem restrições de crédito, como possivelmente poderiam ser consideradas estas grandes empresas, não foram significativamente afetadas no seu financiamento.

Tabela 1
Estrutura de Capital e Indicadores Financeiros das Companhias Brasileiras
Listadas Antes e Durante a Crise

Indicadores	2004	2008
Ativo total (AT em R\$ bilhão)	1,24	1,72
<i>Estrutura de Capital</i>		
Passivo exigível / AT (%)	58,14	59,48
Financiamento / AT (%)	28,18	27,11
Financiamento curto prazo / AT (%)	12,86	9,44
Financiamento longo prazo / AT (%)	15,32	17,67
<i>Tipos de Financiamentos</i>		
Bancos nacionais / AT (%)	16,62	14,92
Debêntures / AT (%)	2,44	5,43
Bancos internacionais / AT (%)	7,83	5,23
Eurobônus / AT (%)	1,29	1,53
<i>Frequência de Financiamentos Internacionais</i>		
Frequência de empresas com bancos internacionais (%)	70,83	50,81
Frequência de empresas com eurobônus (%)	19,27	19,51
Frequência de empresas com ADRs (%)	28,65	30,08
<i>Custos Financeiros</i>		
Despesas financeiras / Financiamento (%)	30,46	31,79
<i>Outros</i>		
Retorno sobre o ativo ROA (%)	7,06	3,62
Q de Tobin	2,97	1,06
Ativo Fixo / AT (%)	46,07	33,56
Capital Votante do Acionista Controlador (%)	63,64	54,32
Capital Total do Acionista Controlador (%)	47,57	45,84
Índice de governança corporativa	7,53	12,88
Volatilidade anual (%)	67,44	61,52
Frequência de empresas exportadoras (%)	52,05	48,78
Frequência de acionistas estrangeiros (%)	42,71	67,41
# Cias	192	246

Fonte: Economática e Comissão de Valores Mobiliários

Tabela 2
Estrutura de Capital, Tipos de Financiamentos e Custos Financeiros das
Companhias Brasileiras Listadas com Fontes Internacionais de Financiamento
na Crise

Indicadores	S/Bco Intl	Com Banco Intl	Sem Eurobônus	Com Eurobônus	Sem ADRs	Com ADRs
Ativo total (AT em R\$ bilhão)	0,96	3,04***	1,17	8,57***	1,00	6,16***
<i>Estrutura de Capital</i>						
Passivo exigível / AT (%)	53,15	65,61***	57,52	67,55***	59,33	59,81
Financiamento / AT (%)	19,31	34,66***	25,66	33,07***	27,07	27,20
Financiamento curto prazo / AT (%)	7,63	11,19***	9,71	8,35*	10,41	7,19***
Financiamento longo prazo / AT (%)	11,68	23,47***	15,96	24,73***	16,66	20,02**
<i>Tipos de Financiamentos</i>						
Bancos nacionais / AT (%)	13,30	16,48**	15,77	11,37***	15,98	12,43**
Debêntures / AT (%)	4,84	6,01	5,08	6,89*	5,17	6,06
Bancos internacionais / AT (%)	0,00	10,29***	4,63	7,69**	0,87	3,05***
Eurobônus / AT (%)	0,63	2,39***	0,00	7,82***	5,09	5,57
<i>Custos Financeiros</i>						
Despesas financeiras / Financiamentos (%)	33,45	30,31	29,38	31,31	31,77	31,84
<i>Outros</i>						
Retorno sobre o ativo ROA (%)	4,46	2,80**	4,15	1,42**	3,68	3,46
Q de Tobin	1,00	1,11***	1,04	1,12*	1,05	1,08
Ativo Fixo / AT (%)	27,76	39,18***	32,21	39,15**	32,19	36,75*
Capital Votante do Acionista Controlador (%)	51,41	57,09*	53,99	55,65	55,51	51,66
Capital Total do Acionista Controlador (%)	44,80	46,82	46,41	43,55	48,01	40,97***
Índice de governança corporativa	13,44	12,34**	12,65	13,85**	11,88	15,22***
Volatilidade anual (%)	64,16	59,20**	61,65	61,07	60,66	63,07
Frequência de empresas exportadoras (%)	34,34	62,26***	48,75	48,89	52,94	40,58**
Frequência de acionistas estrangeiros (%)	73,33	62,18**	61,93	87,50***	51,33	100,00***
# Cias	121	125	198	48	172	74

*, **, e *** indicam diferenças estatisticamente significativas a 1%, 5% e 10%, respectivamente. Fonte: Economática e Comissão de Valores Mobiliários.

As firmas que possuem empréstimos bancários no exterior são mais alavancadas, têm menores custos financeiros e possuem mais financiamentos no longo prazo quando comparadas com as empresas que não possuem empréstimos bancários no exterior. Em geral, as firmas que possuem empréstimos bancários no exterior são empresas grandes e com acesso a outras fontes de financiamento (inclusive debêntures e eurobônus).

As firmas que emitem eurobônus também tendem a emitir debêntures no mercado doméstico e a captar empréstimos bancários no exterior, lançando mão de toda a variedade de fontes de financiamento que lhes estão disponíveis. O capital de terceiros financia 67,55% das operações das empresas que emitem eurobônus, mas apenas 57,52% das empresas que não emitem eurobônus. Mais de 87% das empresas com eurobônus possuem acionistas estrangeiros em sua base acionária. Além disso, as práticas de governança são melhores nas empresas que emitem eurobônus. É possível que as empresas que não emitem eurobônus se encontrem entre aquelas que sofrem mais restrição de crédito.

As firmas com ADR têm mais financiamentos de longo prazo, usam menos empréstimos bancários nacionais e mais empréstimos bancários internacionais. Vale notar que as empresas com ADR possuem mais acionistas estrangeiros, adotam melhores práticas de governança corporativa e possuem ativo fixo maior.

A tabela 3 mostra os setores que possuem mais companhias com acesso ao mercado internacional. Conforme o esperado, os setores mais representativos são aqueles em que as empresas são maiores, tais como, telecomunicações, energia elétrica, alimentos, bebidas, siderurgia, metalurgia e têxtil.

Tabela 3
Número de Companhias Brasileiras Listadas com Acesso ao Mercado Internacional por Setor

Setor	Banco Intl	Eurobônus	ADRs
Agro e Pesca	3	0	0
Alimentos e Bebidas	10	7	4
Comércio	1	0	2
Construção	3	2	10
Eletroeletrônicos	1	0	0
Energia Elétrica	20	10	12
Máquinas Industriais	3	0	0
Mineração	2	1	1
Minerais não Metálicos	0	0	0
Outros	16	5	14
Papel e Celulose	4	2	3
Petróleo e Gás	3	1	1
Química	8	3	2
Seguros	0	1	0
Siderur e Metalurgia	15	4	5
Telecomunicações	10	8	10
Têxtil	11	1	2
Transporte Serviços	6	3	6
Veículos e Peças	9	0	2
# Cias	125	48	74

Fonte: Economática e Comissão de Valores Mobiliários.

A tabela 4 mostra os resultados dos modelos de regressão. Em geral, os resultados de 2004 são semelhantes aos de 2008. Empresas com mais ativo fixo tendem a utilizar mais empréstimos bancários internacionais. Esse resultado é coerente, uma vez que ativos fixos podem ser dados como garantia aos credores.

O tipo de financiamento também é bastante influenciado pelo tamanho da empresa. Existe uma relação positiva e significativa entre tamanho e todas as formas de financiamento internacional (bancos, eurobônus e ADR), ou seja, empresas maiores possuem acesso aos mercados internacionais de dívidas e ações. Segundo Campello e outros (2009), o tamanho da empresa é uma *proxy* comum para a restrição ao crédito e os resultados brasileiros sugerem que as empresas maiores sofrem pouca ou nenhuma restrição de crédito.

Tabela 4
Determinantes dos Financiamentos Internacionais das Companhias Brasileiras

Variável	2004			2008		
	Bancos	Eurobônus	ADR	Bancos	Eurobônus	ADR
Ativo Fixo	0,01* (0,06)	-0,01** (0,02)	0,01* (0,10)	0,01** (0,05)	0,01 (0,76)	0,00 (0,55)
Tamanho	0,04** (0,02)	0,08** (0,04)	0,03** (0,03)	0,05*** (0,00)	0,03** (0,04)	0,04*** (0,00)
ROA	0,00 (0,85)	-0,01** (0,04)	-0,01 (0,66)	-0,01* (0,08)	-0,02*** (0,00)	-0,01 (0,19)
Volatilidade	-0,01 (0,56)	0,00 (0,12)	-0,01*** (0,00)	-0,01* (0,10)	0,00 (0,30)	-0,01* (0,06)
Q de Tobin	0,04 (0,29)	-0,11 (0,11)	0,08 (0,27)	0,18 (0,14)	0,02 (0,90)	-0,11 (0,35)
CGI	0,00 (0,96)	0,60** (0,03)	0,09** (0,02)	-0,03*** (0,00)	0,80*** (0,00)	0,04** (0,04)
Exportação	0,15* (0,10)	0,04 (0,81)	-0,10 (0,52)	0,33*** (0,00)	0,02 (0,76)	-0,08 (0,31)
Acionista Estrangeiro	0,11 (0,25)	0,04* (0,07)	0,01 (0,92)	-0,02 (0,83)	0,22*** (0,01)	0,43*** (0,00)
R ²	0,09	0,12	0,29	0,29	0,14	0,21

*, **, *** indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente. Valor-p em parênteses. Fonte: Economática e Comissão de Valores Mobiliários.

Empresas mais rentáveis tendem a utilizar menos empréstimos bancários e eurobônus. Esse resultado é coerente com a idéia de que empresas rentáveis podem reter parte dos lucros para financiar suas operações, em especial quando os custos das linhas de financiamento são elevados. Campello e outros (2009) afirmam que as empresas com mais restrição de crédito empregam mais capital próprio interno e tentam permanecer mais líquidas, reduzindo, contudo, sua liquidez e o pagamento de dividendos durante períodos de maior escassez de crédito para tentar manter seu nível de investimentos.

A volatilidade está inversamente ligada com a emissão de ADRs, ou seja, empresas com ADRs apresentam menor risco. A qualidade das práticas de governança corporativa é positivamente relacionada com eurobônus e ADRs, sugerindo que o acesso ao mercado internacional de capitais pressupõe melhor tratamento aos *stakeholders* (acionistas e credores) por parte da companhia.

Existe uma associação positiva entre exportações e financiamento via empréstimos bancários. Curiosamente, não existe relação entre exportações e financiamento via eurobônus e ADR. Uma possível explicação é que empresas exportadoras geralmente contam com linhas bancárias de custo relativamente baixo em que o próprio fluxo de exportação é dado como garantia. Finalmente, a presença de acionistas estrangeiros na companhia é positivamente relacionada com a emissão de eurobônus e ADR, principalmente no momento de crise.

7. Conclusões e Recomendações de Política

Dooley e Hutchison (2009) concluem que as políticas e medidas tomadas por governos de países emergentes no intuito de desvincular suas economias das dos países desenvolvidos foram insuficientes para fazer frente a uma crise global. Para Stiglitz (2008), será necessário construir uma nova ordem para a economia global e isso inclui uma nova agência reguladora global. Goddard, Molyneux e Wilson (2009)

acreditam que os bancos que superaram, ou superarão, a crise atual serão melhores no futuro porque aprenderam uma lição com os eventos ocorridos desde 2007. Os autores julgam que, de agora em diante, as instituições financeiras serão mais fortemente capitalizadas, manterão um nível de alavancagem menor e o setor será mais regulado do que no passado. Estes autores favorecem a visão de um mercado de crédito mais regulado, seguro e conservador no futuro, o que pode restringir o crédito no mundo nas próximas décadas em relação aos níveis de crédito anteriores à crise.

O presidente do Banco Central Europeu, Jean-Claude Trichet (2008), também acredita que a crise servirá de aprendizado e fonte de informação para melhorar o sistema financeiro e define três elementos fundamentais. Em primeiro lugar, critica a preferência por retornos de curto prazo e acredita que esse tipo de investimento pode ocasionar erros na avaliação do risco. Ele sugere que sejam desenvolvidos mecanismos para incentivar os participantes do mercado a reduzir este tipo de investimento. Em segundo lugar, Trichet (2008) demanda um aumento na transparência dos instrumentos financeiros e das instituições. Por último, ele julga que é necessário minimizar a política pró-cíclica no mercado financeiro. Trichet acredita que essas ações serão capazes de aumentar a disciplina do sistema financeiro se desenvolvidas simultaneamente.

A despeito de diversas visões positivas sobre a recuperação da economia mundial, Roubini (2009) acredita que a crise ainda está nos estágios iniciais, que ainda existem muitas bolhas para estourar e que os ativos provavelmente continuarão a perder valor mesmo estando desvalorizados em relação ao seu valor em 2007. Shiller (2009) prevê que a economia mundial não irá se recuperar no curto prazo.

Das preocupações elencadas acima, emergem o papel da transparência e das boas práticas de governança corporativa. Há duas grandes vertentes de ações relacionadas à transparência: as práticas de remuneração de altos executivos e a clareza no uso dos derivativos de crédito, que foram considerados elementos que ampliaram os efeitos da crise das hipotecas *subprime*. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) está para introduzir uma nova instrução que revê as exigências para o registro de companhia para negociações de seus valores mobiliários em bolsa de valores ou no mercado de balcão e que inclui a maior transparência ao se reportar a remuneração dos administradores e das transações com partes relacionadas.

As organizações devem ter um procedimento formal e transparente de aprovação de suas políticas de remuneração e benefícios, incluindo os eventuais incentivos de longo prazo pagos em ações ou nelas referenciados. Segundo o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), a remuneração dos administradores deve ser divulgada individualmente ou, pelo menos, separando-se os conselheiros da diretoria executiva. Caso não haja divulgação dos valores individuais, o IBGC recomenda que a organização justifique sua opção de maneira ampla, completa e transparente. Deve-se ainda destacar, pelo menos, a média dos valores pagos, além do menor e do maior valor com as respectivas justificativas para essa disparidade, se houver. A divulgação deve incluir todo tipo de remuneração recebida pelos administradores, como, por exemplo: salários; bônus; todos os benefícios baseados em valores mobiliários, em especial os baseados em ações; gratificações de incentivo; pagamentos projetados em benefícios pós-emprego, em programas de aposentadoria e de afastamento; e outros benefícios diretos e indiretos, de curto, médio e longo prazo. Para as instituições

financeiras, o BCB pode tornar obrigatória a divulgação de informações individualizadas sobre a remuneração dos administradores, segundo a recomendação do IBGC. Para as empresas, a CVM desistiu de obrigar a divulgação dos salários dos administradores, adotando regras similares às sugeridas pelo IBGC neste caso, contudo, há empresas que voluntariamente passaram a divulgar informações individualizadas sobre seus conselheiros e diretores executivos. A meta de divulgar informações individualizadas pode não ter sido atingida agora, mas deve ser perseguida.

O surgimento dos descontos nos títulos que lastreavam operações compromissadas destacados por Gorton e Metrick (2009a) deve ser uma preocupação. Os títulos empregados nestas operações no Brasil devem, o tanto quanto possível, ser insensíveis à informação. Permitir o lastro de operações compromissadas dos bancos com títulos sujeitos à seleção adversa pode levar a uma crise de liquidez. Embora isto não tenha acontecido no Brasil, o BCB deve se assegurar de que esta é a prática corrente no País.

É necessário que o desempenho do mercado acionário continue favorável para que o custo de capital baixe, o preço de venda das ações suba e a emissão primária se torne uma alternativa interessante de forma permanente e não oportunista. Isto estava acontecendo a partir de 2004, sofreu uma interrupção depois de outubro de 2008, mas já se vê uma retomada. O grande fluxo de recursos de investidores estrangeiros para a bolsa nos últimos anos, bem como o grau de investimento, fizeram bem às ações brasileiras. Modificações institucionais privadas, como a introdução do Novo Mercado, ajudaram as empresas interessadas a obter recursos no mercado nacional a um custo de capital mais baixo. Todavia, o custo de capital no País pode cair mais e somente o maior crescimento econômico, a taxas baixas de inflação, e a persistente e constante melhora institucional fará com o que o mercado de capitais nacional mantenha o círculo virtuoso de volumes crescentes de emissão no mercado primário a um custo de capital cada vez menor. Os sinais recentes são promissores, mas muito ainda há que acontecer. Emitir ações no exterior, desde que o impacto sobre o preço deste anúncio seja positivo, como em geral parece ser, ajuda a reduzir o custo de capital da empresa. Há também efeitos indiretos, como a maior visibilidade, mais escrutínio por parte de analistas e a melhora nas práticas de governança corporativa que podem colaborar com esta redução.

Enquanto isso, diante de tremendas pressões competitivas internacionais, algumas empresas brasileiras decidiram baixar seu custo de capital afastando-se do Brasil. Estar em jurisdição mais favorável e diversificar as operações internacionalmente desvinculam a empresa do Brasil, podendo ter efeitos importantes sobre a diversidade das fontes de recursos disponíveis bem como na redução de seu custo de capital. Algumas empresas brasileiras também vêm se tornando multinacionais e adquirindo empresas em outros países. É fundamental que o processo de estabilização econômica com crescimento e de melhora institucional seja aprofundado para que não haja o incentivo de mais empresas deixarem o País em busca de uma solução mais rápida para baixar seu custo de capital e ganhar mais produtividade.

A situação corrente no Brasil indica um grande potencial de crescimento do mercado de dívida das empresas, seja via o mercado de crédito, via redução de juros e a melhora das condições institucionais para reduzir o custo de inadimplência, seja via

o mercado de dívida nos mercados de capitais doméstico ou internacional. O grau de investimento e o reconhecimento do Brasil como participante sério do cenário econômico e financeiro internacional permite que as empresas brasileiras tenham acesso crescente a recursos externos com mais facilidade. As empresas brasileiras encaram limitações no mercado internacional que são semelhantes àquelas enfrentadas pelas empresas de outros países de risco país similar.

Aparentemente, as medidas que vem sendo adotadas vem surtindo efeitos. A simplificação da estrutura tributária e a redução da carga tributária sobre operações financeiras, especificamente, induziram mais crescimento para o mercado de crédito. A redução da taxa de juros, entretanto, pode não se manter. Os receios da taxas de inflação acima da meta e da rigidez maior no orçamento decorrente da política fiscal expansionista são reais. Se o cenário mais imediato é de interrupção da trajetória descendente do juro, admitindo-se como provável sua elevação, então as políticas que aprofundem a desoneração do crédito, particularmente naquilo que se refira aos impostos indiretos sobre operações financeiras, aumentem a liquidez do SFN, ampliem sua transparência, a portabilidade do crédito e reduzam a insegurança e o custo de recuperação do crédito devem receber prioridade. Os incentivos fiscais e os gastos públicos não devem, por si só, sustentar o aumento do crédito disponível.

No mercado de debêntures interno pode ser que a integração com mercados internacionais aumente à medida que as regras de prudência favoreçam os títulos privados e que o processo de simplificação de emissão e das escrituras de debêntures se instale, particularmente com mais provisão de liquidez ao mercado secundário. Esta tem sido uma barreira de difícil transposição. A escritura padronizada de debêntures não foi bem aceita pelo mercado e o BNDES desistiu de atuar como formador de mercado no mercado secundário de debêntures.

Como o maior uso do financiamento interno parece estar associado ao maior uso do financiamento externo, assim como o maior uso do mercado de capitais doméstico também parece estar associado ao maior uso do mercado de crédito bancário por parte das empresas menores, todas as alternativas de intermediação financeira tendem a ser mais usadas concomitantemente, com as empresas maiores, que usam o mercado internacional, abrindo espaço no mercado doméstico para empresas que antes não tinham boas oportunidades de financiamento.

Desonerar o crédito externo e de longo prazo obtido pelos bancos e pelas empresas, particularmente em momentos de crise, pode facilitar a recuperação econômica. Isto poderia ser feito com a redução ou isenção de impostos pagos sobre estas operações, tanto pelos bancos quanto por aqueles que investirem nos títulos emitidos. Está em estudo no mercado a criação de uma "debênture" bancária com isenção de compulsórios e do FGC que permitirá o financiamento de prazo médio e longo destas instituições. Este novo título pode trazer mais ânimo para o mercado secundário de títulos de dívida, uma vez que os grandes emissores já eram os grandes conglomerados financeiros, por meio de suas empresas de arrendamento mercantil. Esta via foi onerada pelo governo com a exigência de compulsório e de contribuição para o FGC.

O aprofundamento das medidas que levem a uma menor morosidade e a uma maior eficiência do judiciário são essenciais. Ações que reduzam a corrupção no país, embora aparentemente desconectadas do problema do crédito, podem tornar o

judiciário e outros agentes de crédito mais confiáveis, reduzindo o risco em geral. Tudo parece indicar que, continuadas as iniciativas em curso, as empresas brasileiras terão cada vez mais alternativas para se financiarem a custo baixo e prazo mais longo, estendendo o atual ciclo virtuoso na economia brasileira. Com uma mirada macro, Pedro Malan (em Bacha e Goldfajn, p. 11-17, 2009) sustenta que as grandes reformas da previdência, trabalhista e tributária devem ser conduzidas pela via infraconstitucional e gradual, por se mostrarem mais politicamente viáveis e expeditas. As reformas que importam são aquelas que diminuem a regulação, sem reduzir sua eficiência, favorecem o investimento, a clareza das regras do jogo, a segurança jurídica e o espírito empreendedor do brasileiro.

Referências

- Acharya, V.; Richardson, M. (org.) *Restoring financial stability: how to repair a failed system*. New York: Wiley, 2009.
- Acharya, V.; Gale, M.; Yorulmazer, T. *Rollover risk and market freezes*. European Finance Association, Bergen, Noruega, 2009. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1325887>. Acesso em 5/10/2009.
- Arida, P.; Bacha, E.; Resende, A. L. Credit, interest, and jurisdictional uncertainty: conjectures on the case of Brazil. In: Giavazzi, F.; Goldfajn, I.; Herrera, S. (org.), *Inflation targeting, debt, and the Brazilian experience, 1999 to 2003*. Cambridge, MA: MIT Press, 2005.
- Azevedo, A.; Terra, P. Building resilience to international financial crisis: lessons from Brazil. *Critical Perspectives on International Business*, v. 5, n. 1/2, p. 141-156, 2009.
- Banco Central do Brasil. *Relatório de economia bancária e crédito*. 2007. Disponível em <http://www.bcb.gov.br/?RELECON07>. Acesso em 14/10/2009.
- Banco Central do Brasil. *Relatório de estabilidade financeira*, v. 8. n. 1, maio de 2009. Disponível em <http://www.bcb.gov.br/?RELESTAB200905>. Acesso em 5/10/2009.
- Bacha, E.; Goldfajn, I. (org.) *Como reagir à crise? Políticas econômicas para o Brasil*. Rio de Janeiro: Imago, 2009.
- Barros, O.; Giambiagi, F. (org.) *Brasil pós-crise: agenda para a próxima década*. Rio de Janeiro: Campus, 2009.
- Brunnermeier, M. K., *Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-08*, Working Paper 2008. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1317454>. Acesso em 3/10/2009.
- Campello, M.; Graham, J.; Harvey, C. *The real effects of financial constraints: evidence from a financial crisis*. Working paper, 2009. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1318355>. Acesso em 1/10/2009.
- Carvalho da Silva, A.; Leal, R. *O Mercado de Títulos Privados de Renda Fixa no Brasil*. Rio de Janeiro: ANDIMA, 2008. Disponível em http://www.andima.com.br/publicacoes/arqs/mercado_titulos_privados_rendafixa.pdf. Acesso em 4/11/2009.
- Dooley, M.; Hutchison, M. *Transmission of the U.S. Subprime Crisis to Emerging Markets: Evidence on the Decoupling-Recoupling Hypothesis*. NBER Working Paper 15120, 2009. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1426756>. Acesso em 5/10/2009.
- Eichengreen, B.; Baldwin, R. (org.) *Rescuing our jobs and savings: what G7/8 leaders can do to solve the global credit crisis*. London: Center for Economic and Policy Research, 2008. Disponível em <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/2327>. Acesso em 14/10/2009.

- Enderwick, P. Responding to global crisis: the contribution of emerging markets to strategic adaptation. *International Journal of Emerging Markets*, v. 4, n. 4, p. 358-374, 2009.
- Goddard, J.; Molyneux, P.; Wilson, J. O. S. *The Financial Crisis in Europe: Evolution, Policy Responses and Lessons for the Future*. Working paper, 2009. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1414935>. Acesso em 5/10/2009.
- Gorton, G. B. *Slapped in the face by the invisible hand: banking and the panic of 2007*. Working paper, 2009. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1401882>. Acesso em 5/10/2009.
- Gorton, G. B.; Metrick, A. *Securitized banking and the run on repo*. Yale ICF Working Paper n. 09-14, 2009. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1440752>. Acesso em 5/10/2009.
- Gorton, G. B.; Metrick, A. *Haircuts*. Yale ICF Working Paper n. 09-15, 2009. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1447438>. Acesso em 5/10/2009.
- Gutierrez, M. *Ações do governo brasileiro para enfrentar a crise internacional*. Monografia não publicada, Coppead/UFRJ, 2009.
- Ivashina, V.; Scharfstein, D. S. *Bank Lending During the Financial Crisis of 2008*. EFA 2009 Bergen Meetings Paper, 2009. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1297337>. Acesso em 6/10/2009.
- Leal, R. P. C.; Carvalhal-da-Silva, A. L. *O financiamento externo no ciclo recente da economia brasileira*. CEPAL Working paper LC/BRS/R.183, CEPAL/Nações Unidas, 2007a. Disponível em <http://ricardoleal.wikispaces.com/space/showimage/Leal%20%26%20Carvalhal%20-%20CEPAL%20-%20Ensaio%20Final.pdf>. Acesso em 4/11/2009.
- Leal, R. P. C.; Carvalhal-da-Silva, A. L. Corporate governance and value in Brazil (and in Chile). In: Chong, Alberto; Lopez-de-Silanes, Florencio (org.), *Investor Protection and Corporate Governance – Firm Level Evidence Across Latin America*, p. 213-287, Stanford University Press, 2007b. Disponível em <http://www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubR-514.pdf>. Acesso em 4/11/2009.
- OCDE. *The Financial Crisis: Reform and Exit Strategies*. Paris: OCDE, 2009. Disponível em <http://www.oecd.org/dataoecd/55/47/43091457.pdf>. Acesso em 14/10/2009.
- Pinheiro, A. C.; Cabral, C. Mercado de crédito no Brasil: o papel do judiciário e de outras instituições. *Ensaio BNDES* 9, 1998. Disponível em http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/ensaio/ensaio9.pdf. Acesso em 4/11/2009.
- Pinheiro, A. C. (org.) *Judiciário e economia no Brasil*. São Paulo: IDESP, 2000.
- Roubini, N. Warning: More Doom Ahead, *Foreign Policy*, p. 63-64, Jan-Feb 2009. Disponível em http://www.foreignpolicy.com/story/cms.php?story_id=4591. Acesso 10/10/2009.

Shiller, R. J. Are We There Yet? *Foreign Policy*, p. 67, Jan-Feb 2009. Disponível em http://www.foreignpolicy.com/story/cms.php?story_id=4594. Acesso 10/10/2009.

Stiglitz, J. Nobel Laureate: How to Get Out of the Financial Crisis. *Time Magazine*, 17 de outubro 2008. Disponível em <http://www.time.com/time/business/article/0,8599,1851739-1,00.html>. Acesso 10/10/2009.

Trichet, J. C. Speech to the European Banking Congress, Frankfurt am Main, Alemanha, em 21 de novembro, 2008. In: Trumbull, G. (org.) *The Financial Crisis of 2008*. HBS Case 9-709-036, Boston: Harvard Business School Publishing, p. 5-8, 2008.

World Bank. *Brazil – Access to financial services*. Report number 27773-BR, 2004.