

SEÇÃO III – MOEDA E FINANÇAS PRIVADAS

Crédito, mercados de capitais e perspectivas de crescimento¹

Maryse Farhi

À medida que o tempo passa, as projeções para o PIB de 2003 vão se reduzindo. De um crescimento previsto entre 2 e 3% no início do ano, passaram para algo entre 0,3 e 0%, após a divulgação pelo IBGE do desempenho do PIB no terceiro trimestre, muito inferior ao esperado por grande parte dos analistas.² A diferença é grande e seu custo em termos de perda de renda e de empregos significativo (ver SEÇÃO V). A tardia redução das projeções implica na constatação generalizada que a política monetária adotada desde o início do ano de 2003 foi excessivamente apertada.

Mas, apesar desta redução, as projeções relativas ao ano de 2004 continuam apontando um crescimento ao redor de 3,5%. O crescimento previsto para 2004 decorre dos impactos previstos da queda da taxa base da economia (Selic), de expectativas de uma elevação do crédito às pessoas físicas e de um certo aumento da renda disponível provocado pelos dissídios coletivos do último trimestre de 2003, na ausência de pressões inflacionárias.

Entretanto, poucos analistas ousam se pronunciar sobre as perspectivas econômicas para o ano de 2005, que ainda constituem uma grande incógnita. Essa cautela assinala a profunda incerteza reinante sobre as características do crescimento previsto para 2004: poderá esse se sustentar ou representará apenas mais um curto período de recuperação dos repetidos ciclos de *stop and go* que tem caracterizado a economia brasileira na última década? Para que esse crescimento seja sustentável, será necessário, além de um cenário

1 Agradecemos a participação ativa de Eliane Ribeiro, Gerência de Informações, e Rosângela Ballini, Métodos Quantitativos. Esta seção contou com a colaboração dos bolsistas do programa PIBIC-CNPQ: Augusta Rodrigues de Oliveira e Rafael Fagundes Cagnin.

2 Essas revisões vêm confirmar as projeções feitas no n. 1 de *Política Econômica em Foco*, Seção V, por Edgard Antonio Pereira e Adriana Nunes Ferreira.

internacional favorável (vide SEÇÃO I), uma queda substancial dos juros reais, uma nítida elevação da relação do crédito sobre o PIB, bem como um aumento significativo dos investimentos.

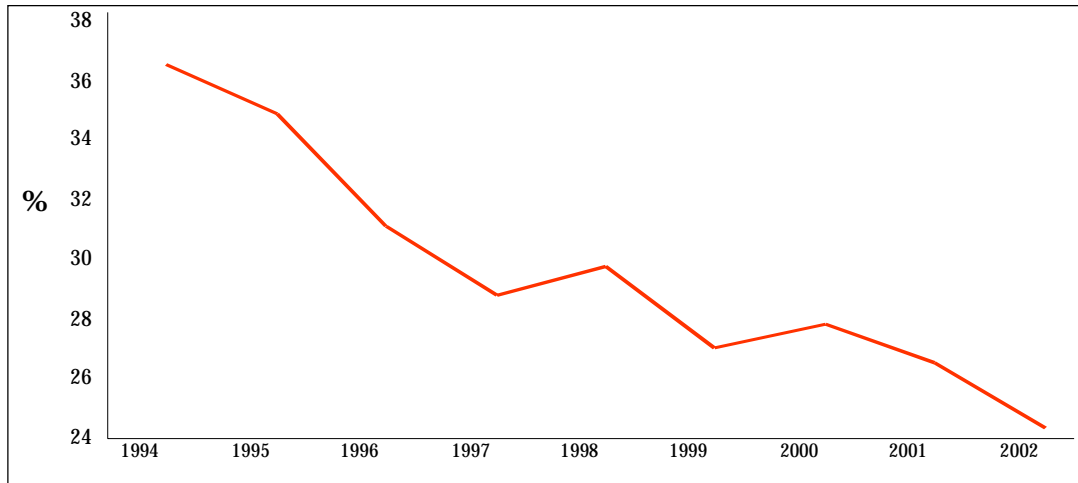
Essa seção procurará analisar as questões relacionadas ao crédito, inclusive as disfunções do sistema financeiro brasileiro, e à política monetária que constituem alguns dos principais determinantes do baixo dinamismo da economia brasileira. Na primeira parte, abordaremos os impactos perversos da opção estratégica dos bancos pelas posições de tesouraria, em detrimento do crédito, que se acentuaram nos anos 90 com a desregulamentação financeira, a liberalização da conta financeira e a supremacia dos mercados. Na segunda parte, serão tratadas as repercussões sobre o crédito da instabilidade macroeconômica, engendrada pela vulnerabilidade externa do país, que se exprime pelos ataques especulativos contra o real e se intensificou após a adoção do regime de câmbio flutuante, em 1999. Por fim, trataremos do papel da política monetária tanto na estagnação econômica constatada ao longo de 2003, quanto na recuperação esperada em 2004, avaliando a possibilidade que essa possa assumir um caráter sustentável, escapando aos ciclos de *stop and go*.

1 Operações de tesouraria e supremacia dos mercados

A relação do crédito sobre o PIB é muito reduzida no Brasil, se comparada a países desenvolvidos (G-7), onde ela ultrapassa 120%. Nos países emergentes do Sudeste Asiático com taxa de crescimento mais elevada, essa razão é superior a 100% (Coréia do Sul, Malásia). Nesse quesito, o Brasil está apenas acima de poucos mercados emergentes, entre eles o México, a Indonésia e a Argentina.

O [Gráfico 1](#) mostra que a relação crédito/ PIB no Brasil vem sofrendo uma queda constante. Em 1994, logo após o Plano Real, os empréstimos ao setor privado correspondiam a cerca de 35% do PIB. Atualmente, oscilam em torno de 25% do PIB.

Gráfico 1
Crédito/PIB – Brasil



Fonte: Banco Central do Brasil. Apresentação de Luiz Augusto de Oliveira Candiotta. *O Crescimento econômico e o Mercado de Capitais*. Nov. 2003.

Os bancos no Brasil revelaram-se, tradicionalmente, incapazes de fornecer empréstimos de longo prazo para investimentos, com a exceção dos bancos estatais (em particular, do BNDES). Belluzzo & Almeida (2002)³ mostram que, até a crise da dívida da década de 1980, “a relação empresa-banco (...) fundava-se numa oferta elástica de crédito, contraído a curto prazo junto ao sistema financeiro(..). O endividamento de curto prazo amparava, na verdade, o financiamento da acumulação com *recursos próprios das empresas, complementados pelas fontes oficiais de crédito.*” (p. 142-143). O ajustamento da economia brasileira à crise do início dos anos 1980 rompeu este padrão de relacionamento das empresas com os bancos: a drástica restrição imposta ao crédito doméstico levou as empresas a se adaptar à forte instabilidade do período elevando suas margens de lucro, um dos fatores subjacentes da forte aceleração inflacionária. O setor público, para amparar o ajuste interno e externo do setor privado, acabou por gerar uma crise fiscal e por assumir crescentes dívidas em moeda nacional e em divisas. Nesse contexto, as fontes oficiais de crédito iniciaram um lento e prolongado declínio.

Data desse período uma acentuada alteração do comportamento bancário que – primeiro em função do contingenciamento de crédito interno, mas que foi mantida depois por opção estratégica reforçada pelas incertezas macroeconômicas – passou a financiar o endividamento público, privilegiando operações de tesouraria com títulos da dívida pública que rendiam juros reais elevados e eram considerados de menor risco.

Essa opção foi feita em detrimento da concessão de crédito às empresas, que sofreu quedas em volume mais acentuadas que o crédito às pessoas físicas cuja rentabilidade sempre foi muito maior. Estabeleceu-se uma relação privilegiada entre o governo e os bancos, dando início a um processo em que estes afirmaram sua hegemonia sobre o restante dos setores econômicos. A hegemonia dos bancos se impôs particularmente à indústria e ao comércio, na medida que a agricultura continuou a dispor de créditos oriundos de imposição legal (os chamados “créditos direcionados” que compartilha com o setor de habitação) a taxas de juros fixadas relativamente baixas.

³ Belluzzo, Luiz Gonzaga de Mello, Almeida, Júlio Gomes. *Depois da queda: a economia brasileira da dívida aos impasses do Real*. Rio de Janeiro: Ed. Civilização Brasileira, 2002.

Na década de 1990, a integração aos fluxos financeiros internacionais privados desorganizou

ainda mais o sistema de financiamento doméstico, ao invés de assegurar o desenvolvimento de fontes de financiamento de médio e longo prazo, destinadas à acumulação produtiva (Tavares & Belluzzo, 2002)⁴, e permitiu a extensão do peso das instituições financeiras na determinação das políticas macroeconômicas. Ou seja, a abertura e a desregulamentação financeira reforçaram a supremacia dos mercados e das instituições financeiras⁵ e fez com que essas conseguissem impor mais facilmente seus interesses, entre os quais taxas de juros e *spreads* bancários elevados.

Vale ressaltar que esse movimento de supremacia dos mercados financeiros ocorreu em escala internacional, com a maior parcela de recursos dos bancos sendo dirigida para posições de tesouraria. Com efeito, a evolução da finança internacional nas 3 últimas décadas caracterizou-se por profundas transformações que marcaram a passagem dos sistemas dirigidos pelos bancos para um sistema determinado pelos mercados (*market led finance*). Essa evolução, que correspondeu à imposição da forma americana de gestão da riqueza para o resto do mundo, teve sua principal expressão na liberalização dos movimentos de capitais e na desregulamentação financeira.

4 Tavares, Maria da Conceição, Belluzzo, Luiz Gonzaga de Mello. Desenvolvimento no Brasil: lembrando um velho tema. In: Bielschowsky, Ricardo, Mussi, Carlos. *Políticas para a retomada do crescimento*: reflexões de economistas brasileiros. Brasília, DF: Ipea/Cepal, 2002. p. 149-184.

5 No n. 1 de *Política Econômica em Foco*, procuramos mostrar que “os mercados financeiros brasileiros tornaram-se grandes “caixas de ressonância” da instabilidade da percepção dos investidores internacionais em relação às economia emergentes, em geral, e à brasileira, em particular. Mas, apesar da transmissão dessa volatilidade ser feita de fora para dentro, os participantes dos mercados financeiros nacionais (estrangeiros e brasileiros) e os meios de comunicação tendem freqüentemente a apontar motivos internos para explicar as bruscas oscilações de preços que ela suscita. (...) para os agentes dos mercados financeiros nacionais trata-se, sobretudo, de um modo de influenciar os rumos políticos e econômicos do país ou, no mínimo, de se pronunciar sobre eles”. Isso implica em dizer que, na sua condição de principais agentes desses mercados, são as instituições financeiras de capital nacional e estrangeiro que passaram a ter “direito de voto” na condução de uma política econômica cujo principal objetivo é de obter credibilidade junto aos “mercados”.

Mas, essa supremacia, que se desenvolveu a partir da segunda metade do governo Collor, na gestão de Marcílio Marques Moreira como ministro da Fazenda, assumiu um caráter particular e perverso no Brasil. Isto porque, ao contrário do que se verificou na maior parte dos demais países, a redução da participação dos bancos no crédito às empresas não foi acompanhada pelo crescimento dos mercados de capitais que permitiu que os investimentos fossem financiados por colocação de títulos de dívida privada (securitização) ou por lançamento de ações.

Seguindo o movimento internacional, os bancos reduziram a oferta de créditos para as empresas e passaram a privilegiar as posições de tesouraria, mas os mercados de capitais não se desenvolveram. Na Bolsa de Valores houve pouquíssimos lançamentos primários de ações, ao mesmo tempo em que se elevou o volume de fechamento de capital de empresas, em sua maioria oriundas de privatizações ou adquiridas por capitais estrangeiros. Ademais, a falta de mercados secundários para títulos de dívida privada limitou fortemente sua emissão no mercado interno. A desorganização financeira e a forte redução do crédito às empresas foram importantes fatores para explicar o fraco desempenho da economia brasileira na última década.

A preferência das instituições financeiras por aplicações de tesouraria foi acentuada por dois fatores. O primeiro foi a aplicação, no Brasil, dos Acordos de Basileia sobre Supervisão Bancária. Esses Acordos impõem aos bancos uma reserva mínima de 8% além da manutenção de reservas contra ativos, calculadas em função do perfil de risco dos emitentes desses ativos. O nível de reservas determinado para títulos públicos é de 0%, enquanto o exigido para empréstimos ao setor privado é de 100%. Ao serem implantados no Brasil, o Banco Central estipulou um nível de reservas mínimas de 11%. O segundo fator decorre da forte redução da participação dos

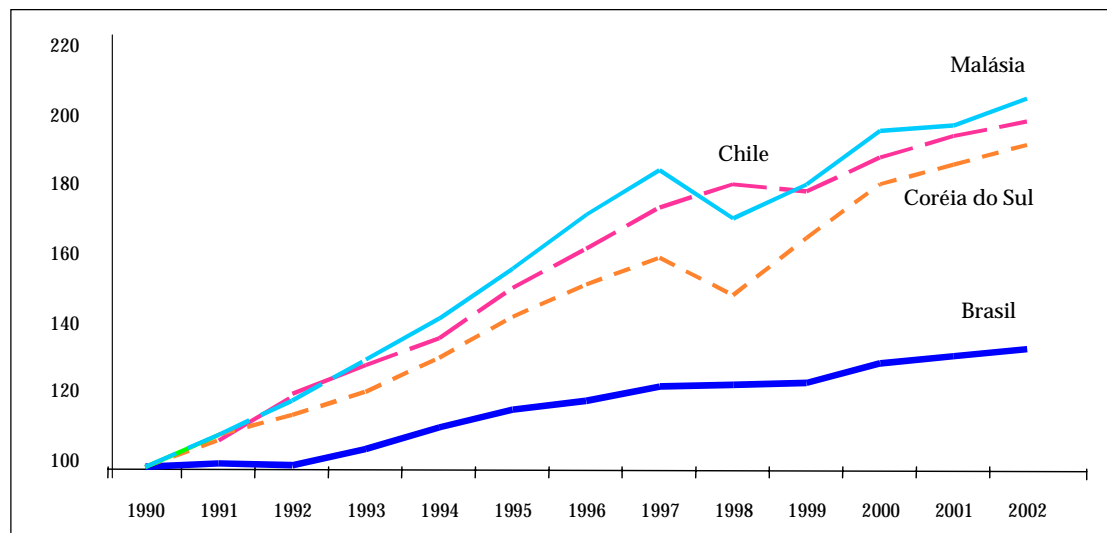
bancos públicos – com a notável exceção do BNDES – no crédito. Essa redução resulta não só da privatização dos bancos estaduais mas, também, da introdução, nas instituições financeiras públicas remanescentes (Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal e Caixas Econômicas estaduais), de uma gestão idêntica, em todos os pontos, à dos bancos privados. O objetivo determinado de obter o máximo possível de lucros com baixo nível de riscos⁶ também levou esses bancos a privilegiar as posições de tesouraria em detrimento do crédito.

É importante assinalar que a supremacia dos mercados, as elevadas taxas de juros praticadas após o Plano Real e a postura que pode ser qualificada de patrimonialista das instituições financeiras acabaram contaminando parcela significativa dos grandes empresários (notadamente os que acabaram vendendo suas empresas ao capital estrangeiro) ou até de empresas que passaram a assumir posições de rentistas, tirando

parcela significativa de seus rendimentos das aplicações em ativos financeiros, ao invés de efetuar investimentos na área produtiva.

O [Gráfico 2](#) mostra a fraca performance da economia brasileira na comparação com outras economias “emergentes”, enquanto o [Gráfico 3](#) aponta a relação entre crédito e captações do mercado de capitais e o crescimento econômico nos mesmos países. A análise conjunta desses gráficos permite que se verifique que um crescimento econômico elevado está claramente relacionado ao nível de financiamento disponível. Já o [Gráfico 4](#) particulariza a evolução nominal dos créditos para pessoas jurídicas e a emissão primária de ações e debêntures e, sobretudo, ressalta o fato que a participação percentual do crédito às pessoas jurídicas está em franca queda, situando-se a níveis próximos a 11% do já diminuto crédito total da economia brasileira.

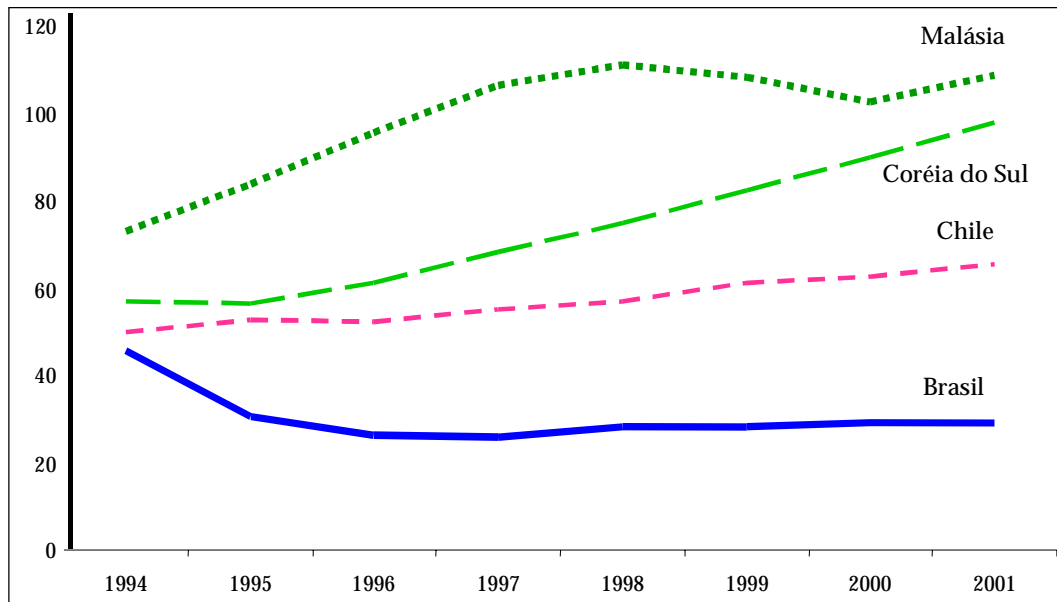
Gráfico 2
Crescimento do PIB real
1990 = 100



Fonte: FMI apud Candiota (2003).

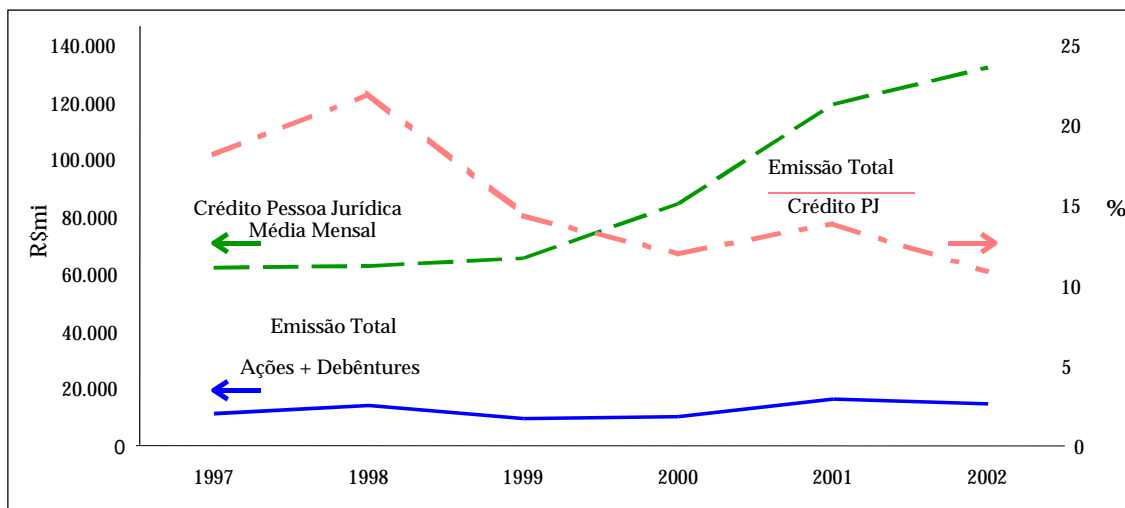
⁶ Foram várias as razões que levaram à adoção dessa gestão: os bancos públicos também tiveram que se enquadrar nos Acordos da Basileia, era necessário que elas contribuíssem para o superávit fiscal e, essencialmente, para empregar a expressão em voga entre analistas de bancos, o governo tinha que “fazer a lição de casa”, dando públicas demonstrações de seu apreço pelos mercados e pela gestão privada.

Gráfico 3
(Crédito + Captação Mercado Capitais)/PIB



Fonte: BCB; FMI apud Candiota (2003).

Gráfico 4
Brasil: Emissão de Ações e Debêntures x Crédito Pessoa Jurídica



Fonte: BCB; FMI apud Candiota (2003).

2 Instabilidade macroeconômica e crédito

No Brasil, a supremacia dos mercados significou na prática a hegemonia das instituições financeiras e a forte diminuição dos créditos às empresas. Nos períodos em que os mercados

internacionais de crédito estavam passando por um ciclo de expansão da liquidez e estimavam um risco país não muito elevado, as grandes empresas brasileiras (inclusive as do setor *non tradeable*, que não têm receitas em divisas) foram avidamente buscar o mercado internacional para obter crédito,

lançando títulos de dívida. Isso levou a uma forte expansão do endividamento externo privado e ao correlato aumento do risco cambial, o que

contribuiu para acentuar a dependência externa do conjunto da economia.

Crédito, Hedge Cambial e Vulnerabilidade Externa

É, necessário assinalar que, em momentos de otimismo do mercado internacional em relação ao Brasil ⁽¹⁾, a demanda por crédito tende, no caso de grandes empresas e de bancos, a se dirigir para o mercado internacional, onde – apesar do risco-país elevado – é possível obter taxas de juros inferiores às cobradas internamente. Aparecem, assim, efeitos perversos suplementares da escassez e do alto custo do crédito no mercado interno, que contribuem para elevar ainda mais o nível de endividamento externo e agravar a vulnerabilidade do país a choques oriundos dos mercados internacionais.

No caso específico dos bancos, o comportamento pró-cíclico em relação aos ativos cambiais, descrito acima, os levou em 2003 a realizar, no primeiro semestre, operações de arbitragem com crédito externo para tirar proveito das elevadas taxas de juros internas, e a passar, no segundo semestre a buscar crédito externo para obter *funding* mais barato para conceder crédito no mercado interno, essencialmente para o consumo em que os juros são mais elevados.

Mas, a julgar pelo baixo volume de operações de cobertura de riscos (*hedge*) cambiais ⁽²⁾ que vêm sendo efetuadas, o risco cambial dessas operações de captação externa não está sendo coberto, o que provoca nova elevação da fragilidade financeira e da vulnerabilidade externa da economia. Diminuir a demanda por *hedge* em períodos de calmaria nos mercados financeiros internacionais é um movimento típico do “espírito especulativo” que domina a finança atual, em que os agentes se pautam por expectativas de curtíssimo prazo. Na ausência momentânea de pressões contra o real, operações de *hedge* são consideradas como tendo um custo inútil.

O problema desta visão de curto prazo dos agentes é que todos esperam poder cobrir seus riscos, no momento em que surgirem pressões contra o valor da moeda nacional. O que significa que não haverá liquidez para que todos o façam e que as pressões, quando surgirem, serão fortemente acentuadas pela busca de *hedge*.

⁽¹⁾ Ver a descrição do ciclo de *feast or famine* na SEÇÃO II do n. 1 desse boletim e uma qualificação mais ampla do atual período de *feast* na SEÇÃO II do presente boletim.

⁽²⁾ Foi essa redução da demanda de *hedge* que permitiu ao Banco Central deixar de renovar parte substancial dos *swaps* cambiais que venceram neste ano, reduzindo a exposição da dívida pública interna às variações da taxa de câmbio.

Após a forte porém breve redução da dívida pública causada pela aplicação do Plano Collor, o endividamento público elevou-se substancialmente no Plano Real, acarretando novo aumento da participação dos títulos públicos nos ativos bancários, enquanto, como ressaltado anteriormente, o volume de crédito se retraía, após um breve período de crescimento no início do Plano Real. O Plano Real também levou, inicialmente, os bancos a buscar crédito externo para financiar suas posições de tesouraria e/ou para repassá-los em suas operações de crédito. Mas, os ataques especulativos contra a moeda brasileira, a partir da crise do Sudeste asiático em 1997, fizeram que eles assumissem posições mais defensivas, visando se proteger da ameaça de uma desvalorização cambial e, se possível, obter lucros dela. Os bancos procuraram reduzir sua alavancagem – em especial, concedendo menos

créditos – e passaram a acumular ativos indexados ao câmbio, derivativos de câmbio e divisas à vista.

Em janeiro de 1999, a adoção do regime de câmbio flutuante acentuou a atratividade das operações de tesouraria que passaram a incluir parcelas significativas de ativos cambiais. A intensa volatilidade da taxa de câmbio do real⁷ passou a ser considerada uma grande fonte de lucros e levou os bancos a atuar de forma pró-cíclica nos mercados de ativos vinculados de uma forma ou de outra à taxa de câmbio. Nos períodos em que os capitais internacionais se mostraram receptíveis às demandas de crédito do Brasil, eles realizaram captações externas para operações de

7 Segundo estudo da consultoria Global Invest, nos últimos cinco anos, o real teve uma volatilidade (variação) anual de 17,7%, o que colocou a moeda nacional no topo do ranking das mais instáveis da economia mundial. Em termos de volatilidade, a moeda brasileira é seguida pelas da Turquia, Indonésia, África do Sul e Argentina. Disponível em <http://www.globalinvest.com.br>

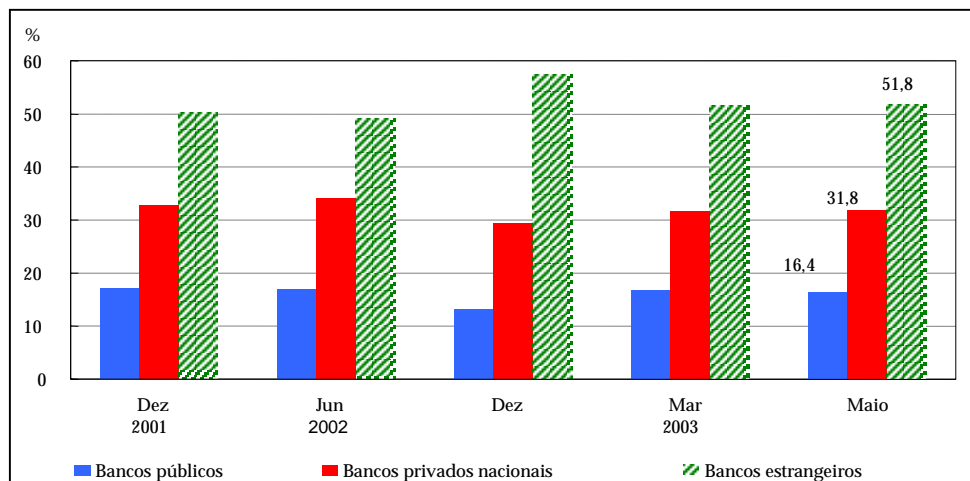
arbitragem que buscavam beneficiar-se do elevado diferencial dos juros internos sobre os internacionais ou para financiar operações de crédito internas. Nos períodos em que a aversão aos riscos imperou nos mercados internacionais, os bancos montaram grandes posições compradas em ativos cambiais, acentuando a desvalorização do real.

Destaca-se o fato que, no tocante às operações de tesouraria com ativos cambiais, os bancos estrangeiros instalados no país assumiram claramente a dianteira em termos de volumes negociados. Longe de promover a propalada “concorrência” entre instituições financeiras, a entrada de bancos estrangeiros no país possibilitou a “endogenização” dos movimentos especulativos que, nascidos nos mercados internacionais, se expressam intensamente nos mercados nacionais com reais aqui captados. O [Gráfico 5](#) aponta para o fato que as receitas operacionais dos bancos pertencentes ao capital

estrangeiro foram claramente superiores aos dos bancos públicos ou aos dos privados de capital nacional. Considerando que a participação dos bancos estrangeiros nos mercados financeiros é mais do que proporcional à sua participação no sistema financeiro nacional,⁸ chega-se à conclusão que suas receitas operacionais mais elevadas do que as dos bancos pertencentes ao capital nacional decorrem do fato que eles tendem a consagrar maior volume de recursos para as operações de tesouraria e a ser muito mais agressivos nos mercados financeiros.

Embora não detenham a liderança nas posições de tesouraria em ativos cambiais, os bancos de capital nacional também participam desses movimentos pró-cíclicos em ativos cambiais, que proporcionam parte significativa de seus lucros. O [Gráfico 6](#) assinala que as receitas operacionais dos bancos, em seu conjunto, deixaram de estar vinculadas ao crédito e tiveram por principal origem as operações com títulos e valores mobiliários, incluindo os derivativos.

Gráfico 5
Receitas operacionais
Bancos por controle acionário

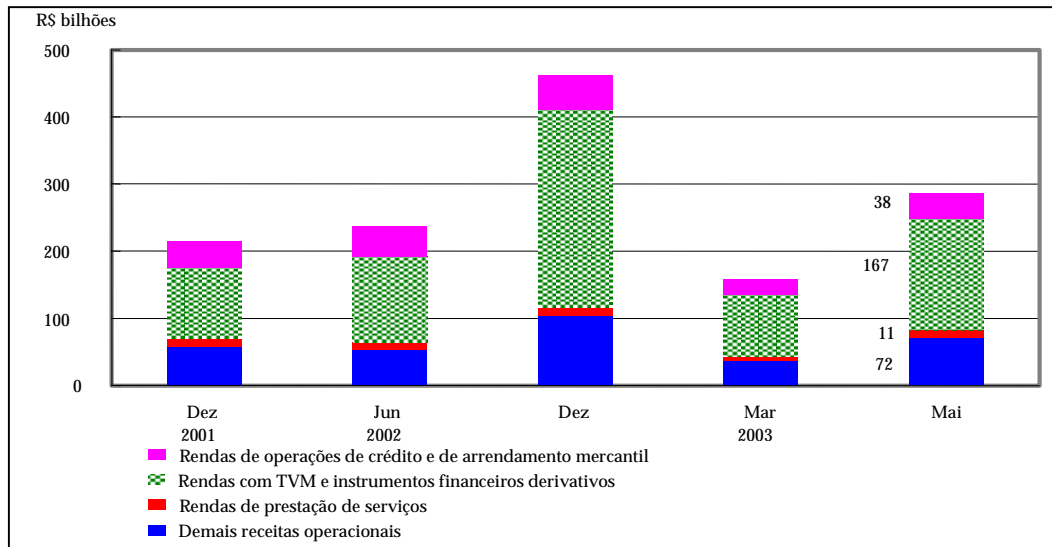


Fonte: Banco Central do Brasil. *Panorama Atual do Sistema Bancário*. Departamento de Supervisão Indireta, Desin, ago. 2003.

⁸ Num artigo publicado na revista *Carta Capital*, ano IX, n. 253, 12 ago. 2003, Safatle & Souza apontam os principais participantes nos mercados financeiros:

- **ações:** Morgan Stanley, Citibank, JP Morgan, Santander, Boston, Bradesco, Itaú, Unibanco, HSBC;
- **DI:** Unibanco, Bradesco, HSBC, JP Morgan, Votorantim, Pactual, ABN, Santander, Safra, BNP Paribas, Itaú;
- **câmbio:** Deutsche, HSBC, JP Morgan, Unibanco, Bradesco, ABN, Santander, Safra, BNP Paribas, Itaú, Boston.

Gráfico 6
Receitas operacionais dos bancos



Fonte: Banco Central do Brasil, Desin.

Os lucros das operações de tesouraria, aliados a seu baixo risco, constituem um piso (ou um custo de oportunidade) que pressiona para cima os *spreads* das operações de crédito. É significativo que a maior parte das receitas operacionais dos bancos advinha das operações de tesouraria, enquanto os *spreads* cobrados por eles, no Brasil, para conceder créditos são os mais altos do mundo. A lista dos cinco países em que os *spreads* são os mais altos, estabelecida pelo FMI, permite uma comparação que está longe de ser elogiosa para o Brasil. Nessa comparação, em primeiro lugar, se encontra o *spread* do Brasil de 43%, seguido pelo de Angola: 38,6%, Haiti: 17,3%, Paraguai: 15,8% e Argentina: 12,4%.

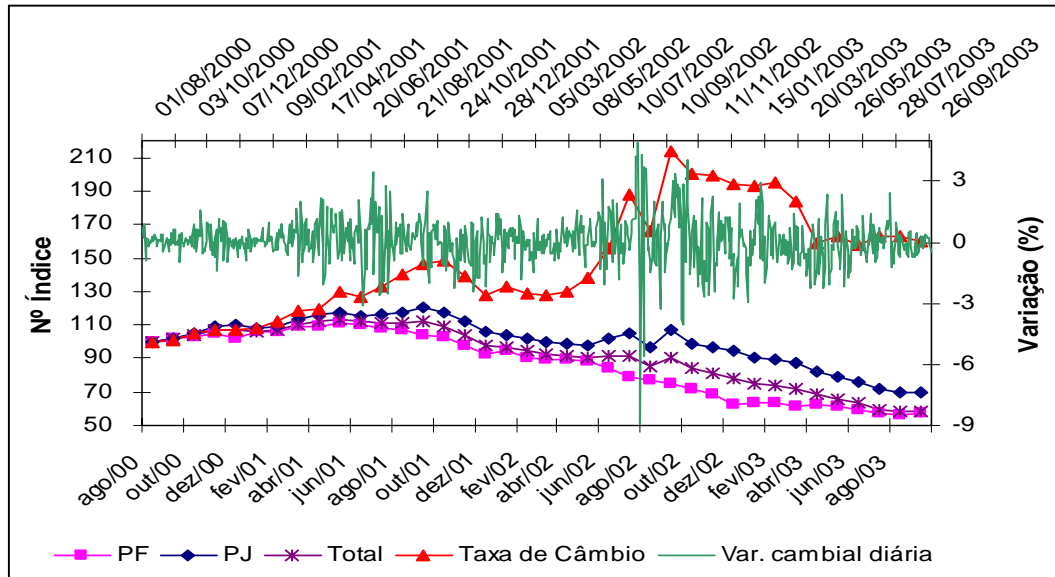
As disfunções do sistema financeiro nacional se tornam ainda mais evidentes se considerarmos que, com exceção da Argentina que acaba de passar por grave crise cambial e financeira, os demais países não dispõem de sistemas bancários desenvolvidos e sofisticados ou de mercados financeiros relativamente amplos

como os brasileiros. Assim, é legítimo supor que a atração dos bancos brasileiros pelas operações de tesouraria, compostas de títulos públicos pagando altas taxas de juros e de ativos cambiais, teve importante papel no seu distanciamento das operações de crédito. Mas outros fatores também contribuíram para isso.

Após a adoção do regime de câmbio flutuante, em janeiro de 1999, a instabilidade macroeconômica que se expressa numa elevada volatilidade da taxa de câmbio também teve influência direta sobre o volume de crédito, como pode ser constatado no [Gráfico 7](#). Os ataques especulativos que levaram a fortes desvalorizações do real em 2001 e 2002 provocaram acentuadas quedas desse volume. Mas, sua recuperação não acompanhou os movimentos subsequentes de valorização da moeda nacional. Após ter caído, ele tendeu a se manter em patamares inferiores aos que antecederam esses ataques.

Gráfico 7

Volume de crédito, taxa de câmbio e volatilidade



Fonte: Banco Central do Brasil (Elaboração Cecon).

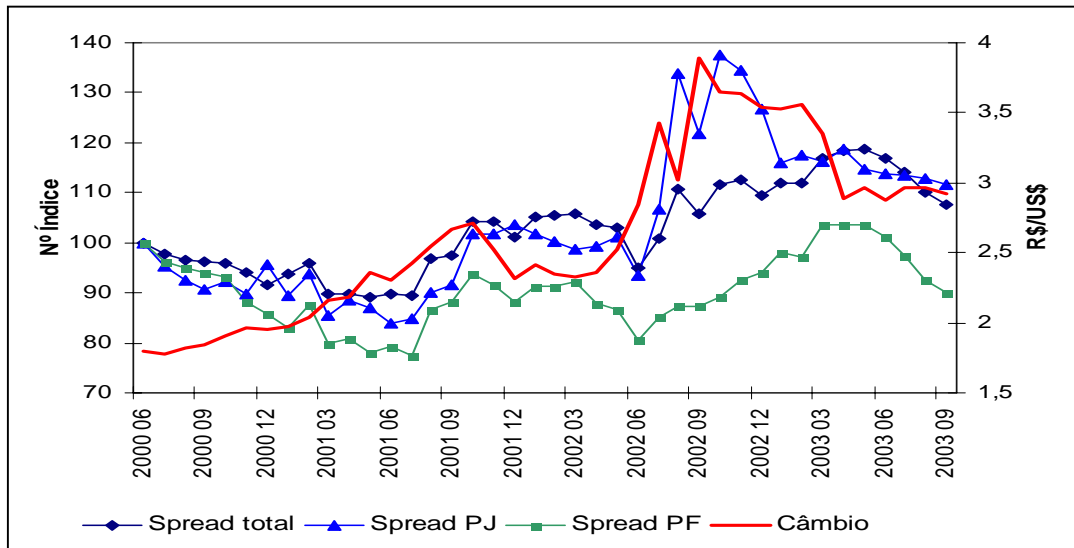
Além da queda do volume de crédito e da alta rentabilidade das operações de tesouraria, as crises externas incidiram sobre economia brasileira nos últimos anos provocaram bruscos aumentos dos *spreads* cobrados pelos bancos para conceder créditos. Os *spreads* responderam à vulnerabilidade externa, elevando-se quando a taxa de câmbio subia e reduzindo-se quando a taxa de câmbio caía ou se estabilizava. Como mostra o [Gráfico 8](#), esse aumento dos *spreads* foi muito mais sensível nos créditos destinados às pessoas jurídicas.⁹ Essas elevações, em períodos

9 Testes de correlação entre a taxa de câmbio e o *spread* para pessoas jurídicas, sem defasagem temporal mostram uma aderência de 0,812504 e de 0,232601 para as pessoas físicas. No que concerne o crédito total, essa correlação dos *spreads* com o câmbio é de 0,681596. Quando se introduz uma defasagem temporal de um período, os coeficientes aumentam para 0,897517 para as pessoas jurídicas e 0,42279 para as pessoas físicas, resultando numa correlação dos *spreads* com a taxa de câmbio, para o crédito total, de 0,792752. Esses testes permitem afirmar que os *spreads* cobrados das pessoas jurídicas são extremamente sensíveis à instabilidade macroeconômica, que num regime de câmbio flutuante se traduz por volatilidade da taxa de câmbio. Já os cobrados das pessoas físicas são menos sensíveis à variação da taxa de câmbio. Entretanto, os mesmos testes de correlação indicam uma aderência mais elevada dos *spreads* dos créditos destinados às pessoas físicas à evolução da taxa Selic, com coeficientes de 0,617508 sem defasagem temporal e de 0,686843 com defasagem de um mês.

de acentuada volatilidade da taxa de câmbio e de instabilidade macroeconômica, decorreram tanto de uma reação defensiva dos bancos, que se refletia em *spreads* maiores para as pessoas jurídicas consideradas como mais expostas à desvalorização cambial, quanto da maior atração pelas operações de tesouraria com ativos cambiais.

A elevação dos *spreads* acaba por provocar fenômenos de seleção adversa, em que as empresas em razoável situação financeira fogem do crédito, e somente as que se encontram em má situação aceitam pagar custos dessa magnitude, na tentativa de escapar da bancarrota. Esses fenômenos compõem a acentuada queda do volume de crédito às pessoas jurídicas: aquelas às quais os bancos aceitariam emprestar dinheiro não aceitam pagar custos tão elevados e os que aceitam são considerados como representando um risco de inadimplência extremamente alto.

Gráfico 8
Taxa de câmbio e *spreads* bancários por destino
(*spreads* em número índice, junho de 2000=100)



Fonte: Banco Central do Brasil (Elaboração Cecon).

Banco Central, *spread* bancário e Lei de Falências

Reconhecendo a situação inusitada do *spread* bancário no Brasil, o Banco Central (BC) vêm desenvolvendo, nos últimos quatro anos, um projeto visando sua redução. Os estudos apresentados nesse projeto apontam que o custo elevado do crédito no Brasil é função dos direcionamentos obrigatórios de crédito (habitação, agricultura e, mais recentemente, micro crédito), do elevado recolhimento compulsório sobre depósitos à vista, da cunha fiscal sobre operações financeiras, do grau de inadimplência dos tomadores de empréstimos e do risco legal constituído pela baixa qualidade das garantias, pela justiça morosa e por uma legislação considerada pró-devedor.

As medidas preconizadas para aumentar a oferta e reduzir o custo do crédito incluem: a nova Lei de Falências, a criação de uma Cédula de Crédito Bancário; a adoção de mecanismos de compensação (*netting*) e liquidação de obrigações no âmbito do sistema financeiro e a criação e desenvolvimento de cooperativas de crédito e correspondentes bancários, de programas de microfinanças e a reformulação da Central de Risco de Crédito.

A Lei de Falências vigente é apontada como uma das explicações para os altos *spreads* bancários cobrados pelos bancos para se protegerem da inadimplência. De fato, sua reforma é necessária. A lei atual data de 1945 e foi formulada num contexto em que os legisladores se preocupavam sobretudo com os estabelecimentos comerciais. Nesse contexto, era considerado socialmente mais útil que os comércios fossem liquidados, mas que se preservasse o patrimônio de seus proprietários que poderiam lançar outro empreendimento. Calcada na figura do comerciante individual, procurava proteger as pessoas físicas em detrimento das jurídicas. Tal lei se tornou completamente disfuncional num contexto em que é muito mais importante salvaguardar a existência das empresas.

Entretanto, apesar da necessidade de reformulação da lei de Falências, sua influência sobre os elevados *spreads* bancários e sua possível redução não deve ser superestimada. No passado, na vigência da atual lei de Falências, os *spreads* bancários já foram muito mais reduzidos que os atuais e o volume de crédito para as pessoas jurídicas bem mais elevado. No que concerne a proposta da nova lei, os juristas mais renomados⁰¹ reconhecem que será necessário um longo período de tempo antes que se estabeleça a jurisprudência pertinente e, portanto, antes que ela venha a ter que tenha efeitos macroeconômicos. Ademais, o efeito da redução da inadimplência das empresas sobre o *spread* total tende a ser pouco significativo, em função do baixo volume de crédito destinado às pessoas jurídicas, e do fato que tanto o volume de empréstimos quanto a inadimplência são muito maiores nos créditos para as pessoas físicas.

⁰¹ Assim, Fábio Konder Comparato assinala que “é preciso uns 20 anos para que uma lei importante entre nos costumes e sua interpretação final seja dada”. In: Lucca, Newton de. A reforma do direito falimentar no Brasil. *Revista do Tribunal Regional Federal, 3ª Região*, São Paulo, n. 40, out./dez. 1999.

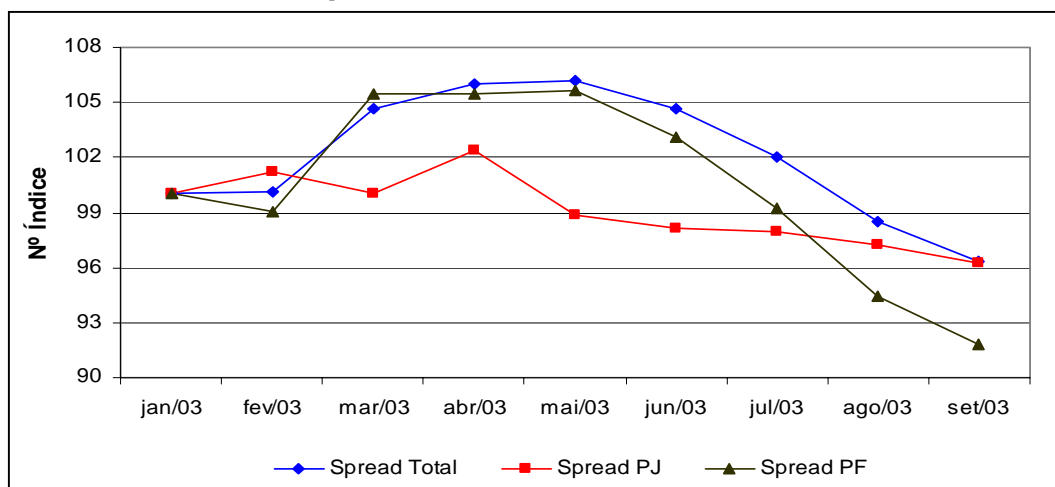
Em suma, acreditamos que o elevadíssimo *spread* no Brasil está intimamente relacionado com a acentuada instabilidade macroeconômica da última década. Mas, é forçoso reconhecer que – em vista da comparação internacional dos países que praticam os mais elevados *spreads* bancários, que inclui países em que a estabilidade política e macroeconômica é mais escassa ainda – a aversão ao risco seria aparentemente mais alta no Brasil que em outras partes do mundo. Assim, é necessário buscar uma explicação mais abrangente e estrutural para as disfunções do crédito no Brasil, ligada ao peso adquirido pelo sistema financeiro na determinação das políticas macroeconômicas, ao processo de afirmação da dominância dos mercados, à opção estratégica dos bancos de privilegiar as operações de tesouraria, em função das altas taxas de juros pagas pela dívida pública e dos polpidos lucros obtidos pela volatilidade do câmbio e à absoluta ineficiência dos mercados de capitais domésticos em prover financiamento para as empresas, levando-as a buscar, quando as condições internacionais o permitem, créditos no exterior a custos mais baixos do que os praticados no mercado

doméstico. Esse movimento eleva o endividamento público em moeda nacional – pelo pagamento de juros elevados – o endividamento público e privado em divisas, amplia a vulnerabilidade externa da economia brasileira e torna ainda mais difícil a queda dos juros internos.

3 Crédito e política monetária

Parte significativa das reduções da taxa Selic já foi repassada para os *spreads* dos créditos destinados às pessoas físicas (ver [Gráfico 9](#)) que caíram mais acentuadamente que os dos créditos para as empresas e o do crédito total. Entretanto, a reação do consumo – principalmente se for computado o fator sazonal das compras de fim de ano – parece ainda bastante tímida. Isso pode indicar que estão em jogo algumas das conhecidas limitações da política monetária: essa é bastante eficaz na redução da demanda agregada, mas pode ser insuficiente para promover uma retomada econômica quando a renda real das famílias sofreu forte redução e a política fiscal é contracionista.

Gráfico 9
Spread (Pré+Pós+Flutuante) – Recursos Livres

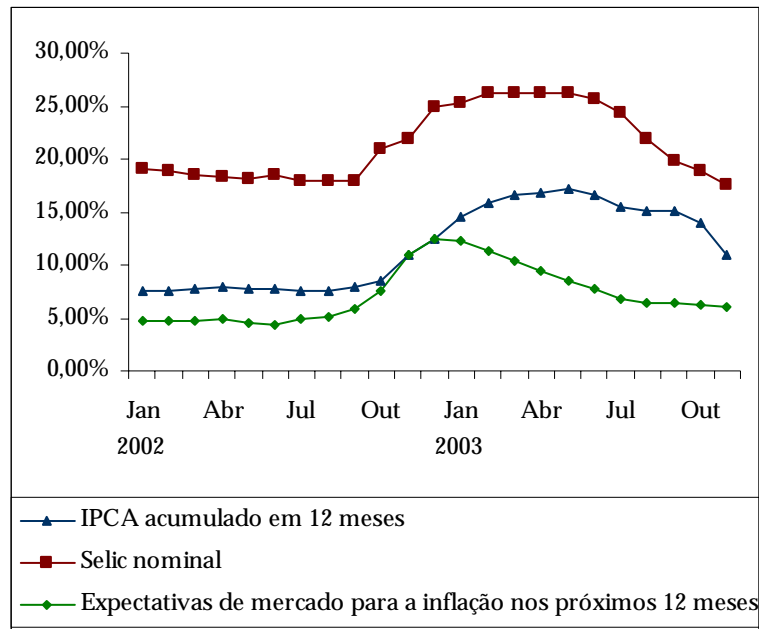


Fonte: Banco Central do Brasil (Elaboração Cecon).

Em outras palavras, não basta reduzir a taxa básica de juros da economia (taxa Selic), por vezes em percentuais mais elevados que os esperados pelos participantes dos mercados financeiros, para reverter os efeitos perversos de uma política monetária mantida excessivamente apertada por um tempo demasiado longo. As razões apontadas para a aplicação dessa política monetária foram as pressões inflacionárias que se faziam presentes na economia brasileira. Mas essas pressões decorriam, essencialmente, da forte desvalorização do real em decorrência do ataque especulativo de 2002 e não de um excesso de demanda. Se a inflação não era de demanda, seu controle não dependia de taxas de juros elevadas. Os aumentos de preços já vinham, por si só, reduzindo a demanda. A política monetária de juros altos apenas acelerou a queda da inflação, apressando essa queda de demanda e foi, em boa parte, responsável pelo pífio desempenho da economia brasileira em 2003.

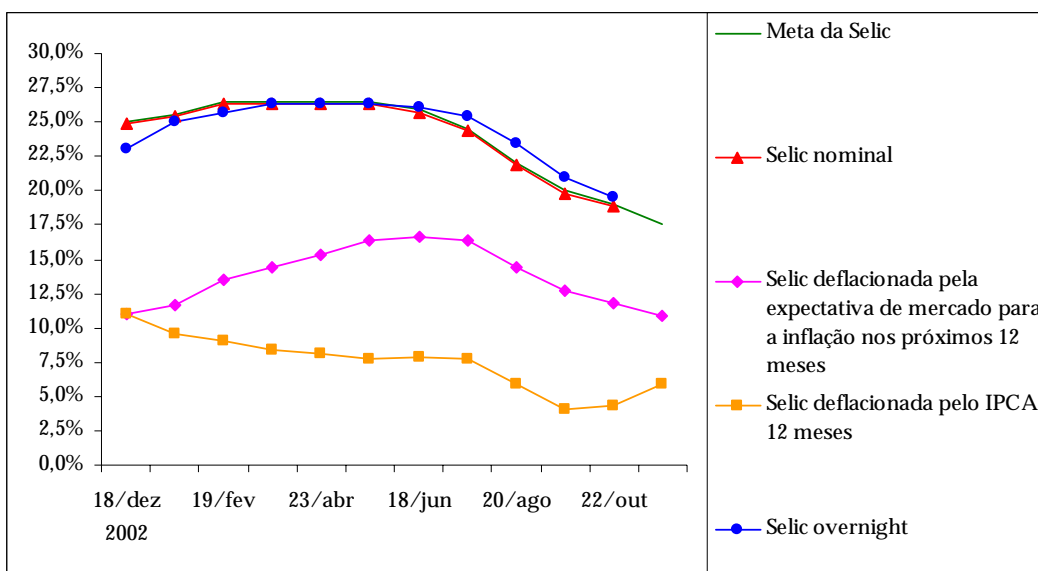
O [Gráfico 10](#) mostra claramente que a taxa de juros acompanhou muito de perto a evolução da taxa de inflação acumulada em 12 meses, ao invés de se guiar por projeções sobre a inflação futura ou pelas expectativas dos mercados sobre a inflação que, após forte alta no início do ano, tomaram um rumo claramente descendente a partir do mês de março de 2003. Ao invés de atuar prospectivamente, o Banco Central decidiu se pautar pela inflação acumulada em 12 meses e só passar a reduzir os juros quando esta começasse a ceder. O [Gráfico 11](#) aponta para o fato que essa opção da autoridade monetária provocou forte elevação dos juros reais, em particular quando esses são calculados com base nas expectativas de inflação, que é a medida correta já que ao realizar uma operação financeira envolvendo juros, os agentes econômicos fazem seus cálculos em função da inflação futura e não da passada.

Gráfico 10
Taxa Selic, inflação acumulada em 12 meses e expectativas de inflação



Fonte: Banco Central do Brasil (Elaboração Cecon).

Gráfico 11
Taxa Selic nominal e real



Fonte: Banco Central do Brasil (Elaboração Cecon).

Ao constatar, em meados do ano, que a demanda agregada vinha caindo de forma alarmante, o governo procurou tomar medidas na área de crédito para tentar atenuar essa queda e, se possível, provocar alguma retomada do consumo. Das medidas anunciadas pelo governo, apenas o crédito com desconto em folha de pagamento pode alcançar um volume expressivo, já que apresenta vantagens tanto para os bancos, que terão garantias suplementares contra a inadimplência, quanto para os tomadores, que se beneficiarão de taxas de juros mais baixas.

Porém, pelo menos num primeiro momento, os empréstimos que estão apenas começando a ser obtidos por essa via servirão, em boa parte, para quitar empréstimos anteriores mais onerosos. Confirmando essa tendência, em novembro, o cancelamento dos registros de inadimplência no Serviço de Proteção ao Crédito (SPC) cresceu 12,4%. Em reportagem do jornal *Folha de São Paulo* (5 dez. 2003), o vice-presidente do Santander Banespa, José Paiva Ferreira, analisou os financiamentos nessa modalidade, até agora, concedidos pelo banco e concluiu que “pagar dívidas com agiotas aparece em primeiro lugar na lista de motivos que levam os

trabalhadores a buscar esses empréstimos”. No levantamento do Santander, limpar o nome sujo na praça ou saldar as dívidas do cartão de crédito aparecem em segundo lugar no ranking de motivos para ir a busca do crédito. Por último, está o consumo de bens.

A utilização parcial ou total do novo crédito para pagamento de dívidas antigas reduz o seu impacto sobre a demanda agregada. Entretanto, o impacto dessa nova modalidade de crédito pode se tornar importante sob dois aspectos. O primeiro se refere a um aumento da demanda de crédito pelas pessoas físicas. Preparando-se para atender esse aumento, três grandes bancos nacionais adquiriram financeiras especializadas no crédito ao consumidor. O segundo diz respeito a uma redução mais significativa do *spread* bancário para as pessoas físicas. A popularidade da nova modalidade de crédito pode fazer com que o *spread* das demais linhas de crédito às pessoas físicas caia de forma mais acentuada. Assim, se boa parte do impacto da redução da taxa Selic já foi absorvido nos juros cobrados às pessoas físicas sem provocar aumento substancial do consumo,

pode se afirmar que só o aumento do volume de crédito aliado à queda mais acentuada do *spread* bancário para as pessoas físicas poderão impulsionar um aumento do consumo suficiente para gerar o crescimento econômico previsto para 2004.

Mas, para que esse crescimento possa se sustentar será necessário – entre outros tantos fatores, em particular referentes ao cenário internacional – que ocorram avanços na direção de desatar o círculo vicioso engendrado pela opção estratégica dos bancos pelas operações de tesouraria e pela supremacia dos mercados que vêm mantendo os juros reais básicos da economia em patamares muito elevados, os *spreads* bancários em níveis recordes na comparação internacional e o volume de crédito para as empresas em níveis cada vez mais reduzidos.

Nesse início de dezembro de 2003, os juros reais medidos pelas expectativas de inflação estão em 10,88% ao ano. Muitos analistas apontam o nível entre 8 a 10% ao ano de taxa real de juros como sendo a taxa de equilíbrio na economia brasileira. Esse patamar é condicionado pela abertura da conta de capitais, já que embute o risco país e as taxas de juros internacionais de longo prazo. Mas, torna-se difícil vislumbrar uma economia crescendo de modo sustentável com esse nível de juros reais. Um modelo econômico, que inclui as disfunções do sistema financeiro brasileiro e que exige a manutenção permanente de juros reais dessa ordem para assegurar seu financiamento mostra-se inviável ou, pelo menos, incompatível com um crescimento econômico que ultrapasse um curto ciclo de aumento de consumo.