

SEÇÃO III - MOEDA E FINANÇAS PRIVADAS

As Repercussões da Volatilidade Financeira

Maryse Farhi¹

Introdução

A liberalização da conta de capital e a desregulamentação financeira iniciadas, no Brasil, em 1991 atraíram para o país grandes fluxos de capitais externos que se acentuaram após a adoção do Plano Real, em 1994. A liberdade de ida e vinda desses capitais levou as políticas cambial, monetária e fiscal, bem como os mercados financeiros nacionais a se subordinarem, de forma crescente, aos *diktats* dos mercados financeiros globalizados. Os ativos brasileiros passaram a ser intensamente negociados nos mercados secundários internacionais, além de conhecerem forte aumento de volume nos mercados nacionais.² Nos mercados financeiros nacionais, os canais de transmissão da dinâmica de “*feast or famine*” descrita na SEÇÃO II, se ampliaram consideravelmente devido, de um lado, ao aumento da participação estrangeira no sistema financeiro brasileiro e aos fluxos de capitais estrangeiros de portfólio e, de outro lado, à realização de elevado volume de operações de arbitragem.³

¹ Agradecemos a participação ativa de Eliana Ribeiro da Silva, Gerência de Informações, e Rosângela Ballini, Métodos Quantitativos, e a colaboração das bolsistas do PIBIC-CNPq Christiane M. Yano e Marina Moraes.

² Num artigo publicado na revista *Carta Capital* (ano IX, n. 253, 12 ago. 2003), Safatle & Souza estimam que, no mercado nacional, movimentam-se, em média, R\$ 54 bilhões por dia em ações, câmbio, juros, *commodities*, derivativos e títulos públicos. Ademais, em média, são movimentados por dia US\$ 500 milhões em títulos da dívida externa, dos quais US\$ 400 milhões em C-Bonds, o título da dívida externa brasileira que tem a maior liquidez dentre os títulos de países “emergentes” nos mercados internacionais, além de um volume correspondente a 40% do da Bovespa em *American Depositary Receipts* (ADR) de empresas brasileiras. É importante salientar o fato de que, entre as instituições mais atuantes nas operações realizadas nos mercados nacionais, são os bancos estrangeiros que ocupam os lugares mais proeminentes, indicando também sua maciça participação nas operações de arbitragem.

³ O impacto das operações de arbitragem é importante. Elas se transformaram num dos principais veículos de unificação internacional dos preços de ativos financeiros de mesma natureza, de seu ajustamento temporal e de correia de transmissão dos impactos sofridos num mercado para os outros.

Dessa forma, os mercados financeiros brasileiros tornaram-se grandes “caixas de ressonância” da instabilidade da percepção dos investidores internacionais em relação à 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. Em parte, essa tendência pode ser uma solução de facilidade, mas, 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.

Desde a adoção do regime de câmbio flutuante, no Brasil, em janeiro de 1999, as bruscas alternâncias de ciclos de liquidez internacional com períodos de forte restrição ou virtual fechamento dos mercados aos países “emergentes” repercutiram nos mercados financeiros sob forma de uma sucessão de períodos de otimismo seguidos por outros de pessimismo, além de dois ataques especulativos contra o real. O pessimismo levava o real a se desvalorizar e os preços dos ativos brasileiros a cair, inclusive aqueles que, como o C-Bond, representam o risco-país. O otimismo se traduzia pela valorização da moeda brasileira e pela alta dos preços de seus ativos. Nos períodos de otimismo, os capitais especulativos internacionais entravam no país para comprar ativos baratos. Os mais ágeis logo realizavam seus lucros e deixavam o país. Nos períodos de pessimismo, capitais nacionais e estrangeiros saíam do país, desvalorizando o real, por vezes de forma muito acentuada.

Os ataques especulativos, num regime de taxa de câmbio flutuante, tiveram uma dinâmica distinta dos ocorridos até a crise cambial de 1999, sob taxa de câmbio administrada. Os ataques não eram mais diretamente dirigidos contra as reservas em divisas do país, mas traduziam-se em acentuadas elevações da taxa de câmbio e quedas significativas de preços dos

ativos brasileiros, apesar das repetidas intervenções do Banco Central. Os movimentos da taxa de câmbio do real assemelharam-se à dinâmica das bolhas especulativas, em que a alta dos preços acarreta um aumento no número de compradores dispostos a pagar preços cada vez mais altos porque presumem que a tendência persistirá. A importância da ação dos especuladores é constatada pelo fato que as pressões contra a taxa de câmbio se acentuavam nos dias em que era apurada a taxa média (PTAX) para a liquidação de contratos futuros ou para o resgate de títulos públicos indexados ao câmbio.

Mas a magnitude das desvalorizações do real não pode ser atribuída apenas à especulação. A partir de certo nível de desvalorização da moeda brasileira, a assimetria de riscos cambiais no país induz forte demanda por cobertura de riscos. A importância dessa demanda por *hedge* sugere que os agentes procuram cobrir não somente os fluxos de vencimentos de obrigações externas, mas também o fluxo de caixa de empresas multinacionais e o estoque dos investimentos externos no país. A desvalorização do real teve forte impacto nos balanços das empresas, quando expressos em divisas, e passou a alimentar uma percepção de riscos mais elevados da economia brasileira, contribuindo para acentuar a redução dos fluxos de capitais externos e levando aqueles que se dispunham a investir no país a buscar proteção cambial no momento em que internalizavam recursos.

O primeiro item desta seção procura apontar a manifestação desses sucessivos ciclos nos mercados de ativos brasileiros e, em particular, no mercado de câmbio. É notável que as fases de otimismo posteriores a janeiro de 1999 foram bastante moderadas, sem comparação com a euforia do tempo de forte afluência de capitais externos. Também é notável a deterioração das expectativas ao longo de todo o período e o efeito cumulativo que tiveram os diferentes episódios de depreciação da moeda. Nesses anos de instabilidade e de volatilidade financeira, a cada vez que o real se desvalorizava, ele atingia patamares inferiores aos anteriormente registrados e, a cada vez que

os preços dos ativos brasileiros caíam, iam para níveis menores que os atingidos antes.

Desde a adoção da taxa de câmbio flutuante em 1999, a autoridade monetária pauta sua atuação por metas de inflação. A intensa desvalorização do real decorrente dos ataques especulativos repercute em alta dos preços. O segundo item desta seção objetiva mostrar, em primeiro lugar, a estrutura específica da formação dos preços no Brasil, na qual não apenas os preços dos bens que compõe a pauta do comércio exterior sofrem diretamente a desvalorização da moeda mas, também, os preços administrados, em sua maioria compostos por serviços. Essa estrutura amplifica o potencial de transmissão da instabilidade cambial (*pass-through*) para o nível de preços. Em segundo lugar, o item pretende apontar que, nessas condições, o sistema de metas inflacionárias retransmite ao conjunto da economia, por intermédio das taxas de juros, a volatilidade engendrada nos mercados financeiros.

O terceiro e último item aborda a questão do volume de crédito interno concedido pelo sistema financeiro doméstico. A tradicional incapacidade desse sistema em prover crédito de longo prazo para investimentos, com a exceção do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), passa a ser acompanhada por uma redução do volume de créditos tradicionais e por *spreads* bancários extremamente elevados. Em boa parte, isso acontece em função da forte instabilidade financeira que vem se verificando desde 1999, que leva os bancos a preferir realizar aplicações de tesouraria a conceder créditos, devido a sua tendência em privilegiar o curto prazo em condições de incerteza.

1 Os mercados financeiros após a adoção do câmbio flutuante

Em 1999, a mudança de regime cambial foi seguida por uma “sobre-reação” (*overshooting*) da taxa de câmbio, que teve, no mês de janeiro, uma desvalorização de 64%. Passada essa reação inicial, a taxa de câmbio flutuante passou por uma fase de menor volatilidade, acumulando uma desvalorização

nominal de 48% no ano (ver [Gráfico 1](#)); o otimismo imperou entre os investidores que tinham expectativas de que a economia poderia voltar a crescer. Os preços das ações brasileiras registraram novos recordes em termos nominais, embora quando expressos em dólar, tivessem permanecido abaixo dos registrados em 1997, no auge da euforia provocada pelos intensos fluxos de capital para as economias emergentes, que logo seria interrompida pela crise do Sudeste Asiático. Da mesma forma, os preços dos C-Bonds recuperaram parte das perdas que tinham sofrido no decorrer do processo de degradação de expectativas que desembocou na crise cambial.

Em 2000, surgiu alguma pressão na taxa de câmbio. O início da reversão da bolha especulativa no mercado de ações americano levou muitos investidores, aqui como alhures, a vender as ações que possuíam. Parte do dinheiro obtido com essas vendas dirigiu-se para a aquisição de divisas. Entretanto, essa demanda não chegou a ser muito intensa (o real desvalorizou-se 9,3% no ano).

No início do ano de 2001, retornaram as expectativas otimistas. Mas, já em março daquele ano, um ambiente internacional mais hostil levou o Banco Central (BC) a efetuar uma elevação inesperada da taxa de juros. O caráter inesperado dessa alteração da taxa básica de juros provocou inquietação entre os participantes dos mercados financeiros e levou a um acréscimo da demanda por divisas. No primeiro trimestre do ano, a desvalorização nominal do real atingiu 18,67%. Essa demanda foi se ampliando a ponto de caracterizar um ataque especulativo contra a moeda. Diversos motivos foram invocados para a forte desvalorização verificada até o mês de outubro. Predominaram os de ordem internacional: queda das ações nos mercados internacionais, crises da Turquia e da Argentina, menor crescimento ou recessão das economias desenvolvidas – em particular a dos EUA – e os ataques terroristas de 11 de setembro de 2001, aos quais se acrescentaram as repercussões do racionamento de energia no Brasil. As desvalorizações do real continuaram e alcançaram 6,83% no segundo trimestre e 15,9% no terceiro. Uma breve recuperação teve início

no último trimestre de 2001,⁴ quando a moeda brasileira valorizou-se em 13,14%, levando a desvalorização acumulada do real, no ano, ao nível de 18,67%.

A taxa de câmbio e os preços dos ativos brasileiros sucumbiram, em 2002, a novo e maciço ataque especulativo. Entre os mais importantes fatores da degradação de expectativas que levaram a esse movimento estava a redução acentuada das classificações de risco-país emitidas por analistas de bancos internacionais,⁵ refletindo o aumento de aversão aos riscos dos investidores internacionais, em função das revelações sobre os escândalos contábeis que atingiram grandes empresas americanas com ações cotadas em Bolsas de Valores. Seguiu-se uma forte redução do crédito externo, que acentuou ainda mais a intensidade do ataque, e a decorrente desvalorização da moeda brasileira.⁶ A esse fator internacional, somaram-se o efeito perverso da decisão do Banco Central de vincular a emissão de *swaps* cambiais à aquisição de títulos públicos de renda fixa⁷ e a tensão eleitoral. Essa decisão e a

⁴ A expressão do período era “descolamento da Argentina”, para indicar que a crise do país vizinho já estava embutida na taxa de câmbio, nos preços dos ativos e na taxa de risco-país do Brasil.

⁵ As classificações de risco-país dos analistas de bancos internacionais têm o poder de influenciar expectativas e induzir variações por vezes acentuadas nos preços dos ativos e nas taxas de juros demandadas em eventuais emissões de títulos de risco soberano. Em 2002, as opiniões desses analistas foram se deteriorando a partir de meados do primeiro semestre. Alguns chegaram a encarar a possibilidade de uma moratória externa e até interna da dívida pública e privada brasileira.

⁶ A desvalorização nominal do real, em 2002, foi de 44%, mas chegou a alcançar 70% entre Março e Outubro. (ver [Gráfico 1](#)).

⁷ No início do ano de 2002, o Banco Central conseguiu obter a anuência do FMI (que, desde a crise cambial de janeiro de 1999, tinha incluído no acordo com o Brasil a proibição da atuação da autoridade monetária em mercados de derivativos) para emitir *swaps* cambiais vinculados à aquisição de títulos públicos de renda fixa. As instituições interessadas apenas nos *swaps* cambiais tentaram se livrar, a qualquer custo, desses títulos, o que acabou por contaminar toda a estrutura de preços dos títulos da dívida pública. A degringolada de preços desses títulos levou o Banco Central a antecipar, sem aviso prévio e num dia útil situado entre um feriado e um fim de semana, a aplicação de nova sistemática de avaliação dos títulos em carteira dos bancos e fundos de investimento. A chamada “marcação a mercado” dos títulos obrigou diversos fundos mútuos a registrar prejuízos em suas cotas. Muitos aplicadores em fundos reagiram como se parte de seus investimentos tivesse sido confiscada e sacaram os recursos restantes para adquirir divisas.

previsão de diversos analistas internacionais de que o Brasil seria obrigado a renegociar as dívidas públicas internas e externas levaram a uma crise de confiança que se exprimiu por uma redução acentuada da demanda por títulos públicos, em particular os de maior duração. Frente a uma taxa de rolagem de 74% nos quatro primeiros meses do ano, a taxa de rolagem dos títulos do Tesouro Público (excluindo-se os títulos cambiais e as operações de troca e de compra promovidas pelo BC) reduziu-se nos meses de junho a setembro de 2002 para um patamar próximo a 30%. As dificuldades de colocação de títulos mais longos fizeram com que a dívida pública interna de curto prazo (vencimentos em até um ano) aumentasse de 25,6% no final de 2001 para 38,9% no final de 2002.

Embora num regime de câmbio flutuante o Banco Central (BC) não seja obrigado a se desfazer de suas reservas em divisas em função de ataques especulativos, o elevado volume de demanda e a falta de liquidez nos mercados de câmbio levaram-no, em 2001 e 2002, a atuar tanto no mercado à vista quanto na emissão de títulos públicos indexados à taxa de câmbio. As reservas líquidas caíram de US\$ 31,5 bilhões em final de 2000 para US\$ 16,3 bilhões em final de 2002.

Já o primeiro semestre de 2003 foi marcado por acentuada valorização do real, dos títulos representativos do risco-país e dos demais ativos brasileiros. Essa valorização se inscreveu no amplo movimento de capitais que se dirigiu para o conjunto das economias periféricas, descrito na SEÇÃO II. Mas, nesse ciclo, os preços dos ativos e a moeda brasileira tiveram valorização superior à da maioria dos demais países de economia “emergente”. Isso se deveu, essencialmente, ao fato que tinham caído de forma mais acentuada do que os outros, em decorrência dos dois ataques especulativos que se sucederam em 2001 e 2002. Aqui, o ciclo internacional de excesso de liquidez e redução da aversão aos riscos coincidiu com um movimento de reversão dos excessos decorrentes do ataque especulativo.

A gestão macroeconômica do novo governo não explica por si só a recuperação de preços, embora tenha contribuído para ela. Porém, a aversão aos riscos pode retornar, novas oportunidades de lucro podem atrair os capitais que se dirigiram para as economias emergentes no primeiro semestre de 2003 ou os investidores podem simplesmente considerar que os ativos ficaram caros e decidir realizar seus lucros, independentemente das políticas econômicas nacionais. Assim, a queda, a partir de meados de junho, do preço do principal título da dívida pública externa do país, o C-Bond, que tinha alcançado US\$ 0,93, para US\$ 0,86, tem sido creditada ao fim da epidemia de pneumonia atípica na Ásia (que teria voltado a atrair capitais) e à alta das taxas de juros dos títulos de longo prazo do governo americano (ver SEÇÃO I). Os fatores acima provocaram uma realização dos lucros obtidos com títulos e ativos investidos em alguns países emergentes e uma reestruturação das carteiras.

Os mercados financeiros são, por natureza, voláteis e instáveis. Mas a volatilidade verificada nos mercados brasileiros nos últimos quatro anos só pode ser qualificada de excessiva. O [Gráfico 1](#) mostra a extensão dessa volatilidade na taxa de câmbio, que se expressa tanto na magnitude nominal acumulada das oscilações quanto nas suas variações diárias. Observa-se que a variação diária é mais intensa nos períodos em que ocorre uma desvalorização nominal pronunciada da moeda brasileira. No que concerne ao [Gráfico 2](#), deve-se observar que os C-Bonds foram emitidos, pelo governo brasileiro, em 1994 e vencem em 2014. Esses títulos são negociados com um deságio em relação ao valor devido no vencimento. A diferença entre o valor presente e o valor de vencimento representa a taxa de juros embutida do título. Assim, para manter uma taxa de juros embutida fixa, o simples passar do tempo levaria a um aumento do preço desse tipo de título, a estabilidade dos preços já denotaria uma elevação da taxa de juros embutida e a

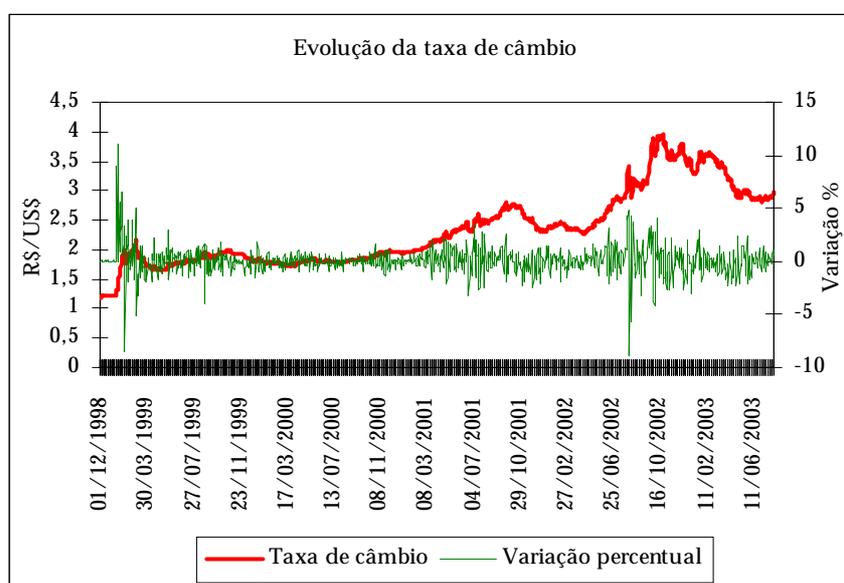
queda desses preços um aumento ainda maior dessa taxa de juros. Levando em conta que os C-Bonds já têm 9 anos decorridos de sua emissão, a volatilidade dos preços dos C-Bonds, verificada no [Gráfico 2](#), é ainda mais acentuada. O [Gráfico 3](#) mostra a evolução nos preços das ações expressos em dólares.

A valorização do real durante o primeiro semestre de 2003 foi mais um dos movimentos cíclicos de reversão de um ataque especulativo desde a adoção do regime de câmbio flutuante. O mercado de câmbio no Brasil é, essencialmente, assimétrico.⁸ Nele existe uma escassez estrutural de vendedores, diante da magnitude dos compromissos externos, da demanda por cobertura de riscos para investimentos estrangeiros já realizados, além de forte demanda especulativa.⁹ A oferta se

restringe aos fluxos decorrentes de saldos comerciais positivos, de eventuais investimentos externos não cobertos quando de sua internalização e de cíclicos e ainda mais eventuais fluxos de capitais externos. Já a demanda, que se verifica no mercado de câmbio à vista, no de títulos públicos indexados ao câmbio e nos derivativos de câmbio, se refere aos estoques de compromissos privados em divisas, à parte do estoque de investimentos estrangeiros já realizados no país e à demanda especulativa, que compreende, pelo menos, parte do estoque de riqueza mantido sob forma líquida. Nos ataques especulativos, por ser o único detentor de estoque em divisas nas reservas internacionais do país, só o BC vendeu divisas de forma consistente. Entretanto, sua atuação tem sido limitada pelo tamanho das reservas líquidas de que dispõe.

Gráfico 1

Taxa de câmbio (R\$/US\$ – comercial, venda) e variação diária em %



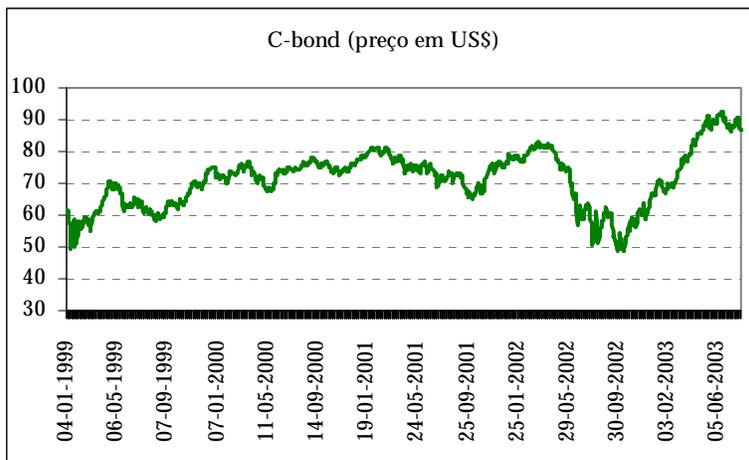
Fonte: Banco Central.

8. Essa característica é compartilhada com outros países periféricos com elevado grau de dependência externa e baixo nível de reservas em divisas.

9 Na demanda especulativa, deve-se incluir a dos agentes que, mesmo sem ter compromissos de pagamentos externos, procuram, em momentos de tensão, proteger “o valor em divisas de sua riqueza”. Essa atitude patrimonialista contribui para acelerar a crise nos momentos-chave, reforçando a dimensão subjetiva dos mecanismos de sua propagação e impulsionando-a ainda mais rapidamente.

Gráfico 2

Preço dos C-Bonds
(em centavos de dólar por um dólar no vencimento)



Fonte: Bloomberg.

Gráfico 3

Índice Bovespa (Fechamento em US\$)



Fonte: Bovespa.

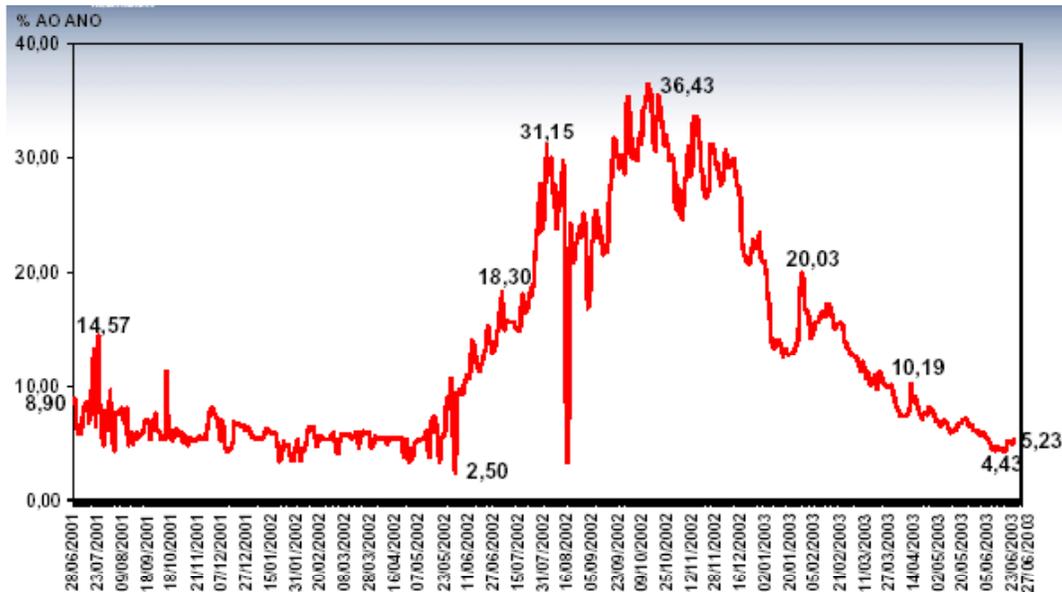
Nas reversões dos ataques especulativos, a oferta de divisas aumenta de forma acentuada, notadamente em função da elevação dos fluxos de capitais internacionais. Mas o espírito especulativo dos agentes tende a predominar. Diante de uma oferta mais elevada, os bancos passam a assumir posições vendidas em dólar e a demanda escasseia com os demais compradores potenciais esperando para poder comprar a uma menor taxa de câmbio.

Em 2003, as elevadas taxas de juros, destinadas a conter o impacto inflacionário da alta da taxa de câmbio, acentuaram os fluxos de capitais de curto prazo em busca de

rentáveis arbitragens em função da elevação do cupom cambial¹⁰ para níveis inusitados após o ataque especulativo de 2002. Mas, como mostra o Gráfico 4, o elevado volume das operações de arbitragem voltou a reduzir esse cupom para níveis que não mais considerados atraentes.

¹⁰ O cupom cambial é a diferença entre a taxa de juros interna e a projeção da taxa de câmbio. Os agentes que realizam operações de arbitragem com o cupom cambial costumam compará-lo a uma taxa de juros internacional de referência que pode ser a Libor, os *Fed rates* ou a taxa dos *investment grade* para o período. Assim, o cupom cambial serve de parâmetro para os investidores estrangeiros que querem aplicar no Brasil para tirar proveito das altas taxas de juros, sem correr risco cambial.

Gráfico 4
Evolução do Cupom Cambial – 2001-2003



Fonte: Bloomberg – Elaboração BBV Banco.

No novo governo, a atitude do BC diante da queda da taxa de câmbio foi, inicialmente, a mais ortodoxa possível, evitando tomar qualquer medida que pudesse frear essa queda. A tese oficial era que “câmbio flutuante é aquele que flutua”, esquecendo a redução de quase 50% das reservas líquidas ocasionada pelas intervenções da autoridade monetária no mercado de câmbio em 2001 e 2002. Contrariamente àquela atuação, em 2003, a autoridade monetária absteve-se de comprar divisas no mercado, de forma a suprir a momentânea escassez de demanda e recompor as reservas líquidas em moeda estrangeira. A falta dessa medida reduz o poder de intervenção futuro da instituição, que pode ser necessário em um eventual (mas inelutável, como provam as sucessivas alternâncias de humores dos mercados nos últimos anos) ciclo de escassez de oferta e elevação da demanda de divisas. Ademais, ameaça a manutenção dos efeitos benéficos que resultaram da depreciação cambial: superávit comercial elevado e redução do déficit em transações correntes.

Por fim, em maio de 2003, o Banco Central anunciou uma medida relativa ao mercado de câmbio: a redução paulatina do estoque de títulos públicos atrelados ao câmbio e, em julho, a redução do coeficiente de reservas bancárias para a manutenção de posições dos bancos em divisas. A primeira medida permite ao BC decidir um percentual menor de rolagem da dívida pública vinculada ao câmbio, nos vencimentos, e leva a uma redução do volume de instrumentos disponíveis para cobertura de riscos (*hedge*) dos agentes.¹¹ Mas, apesar de ter provocado pequenas altas da taxa de câmbio nos períodos de realização de leilões, essa redução não se mostrou suficiente para absorver o impacto dos fluxos externos de capitais e para manter a taxa de câmbio em níveis suscetíveis de assegurar elevados e continuados superávits da balança comercial. Ademais, ela limita a atuação da autoridade monetária no mercado de câmbio aos períodos predefinidos de rolagem dos títulos. Já a segunda medida é neutra no que tange

¹¹ Desde seu anúncio, os percentuais de renovação desses títulos foram de 95%, 90%, 67,5%, 52%, 80,7% e 24% respectivamente.

ao nível da taxa de câmbio. Ao permitir que os bancos mantenham posições compradas e vendidas mais elevadas em câmbio, abre espaço para que eles elevem suas apostas de tesouraria na volatilidade cambial.

Essa negligência da autoridade monetária não é benigna. Ao não reconstituir reservas e, por conseguinte, ao não deter a valorização do real, o BC corre o risco de se tornar ainda mais refém dos humores dos mercados globalizados; pode ser perdida uma oportunidade de atenuar a severidade da transmissão de novos choques externos. Da mesma forma que no início do Plano Real, quando Gustavo Franco era diretor da Área Externa do BC, a instituição parece centrada unicamente no efeito deflacionário de queda da taxa de câmbio. Ignorar que os mercados financeiros se movem de forma cíclica, com períodos de euforia seguidos por períodos de deterioração das expectativas, que os ciclos de liquidez internacional podem se reverter rapidamente e que choques externos ocorrem de forma recorrente e imprevisível faz com que voltem a estar postas as condições para a ocorrência de nova crise cambial. Como ficou demonstrado desde sua adoção, o regime de câmbio flutuante não é capaz de prevenir essas crises, que deverão ser tão mais intensas quanto mais baixas estiverem as reservas e mais elevada a dívida externa do país.

A queda dos preços dos C-Bonds, iniciada em junho pela realização de lucros dos investidores estrangeiros, teve desdobramentos em julho e no início de agosto com a depreciação dos ativos brasileiros e a elevação da taxa de câmbio. Na tentativa de “nacionalizar” a origem desse movimento e influir mais uma vez nos rumos da política econômica, as explicações que vêm sendo apresentadas para esse movimento procuram sublinhar as dificuldades de aprovação das reformas e os movimentos sociais. Da mesma forma que, em 2002, os mercados financeiros “votaram” nas eleições presidenciais antes da abertura do escrutínio, procuram agora “votar” as reformas que lhes parecem palatáveis antes do Congresso.

2 Inflação e Taxas de Juros

A adoção, em janeiro de 1999, do regime de taxa de câmbio flutuante mudou a dinâmica da inflação no Brasil. A taxa de câmbio, mantida sobrevalorizada, tinha servido de âncora para a estabilização dos preços na primeira parte do Plano Real. Após a adoção do regime de câmbio flutuante, a taxa de câmbio mudou de papel e passou a constituir o principal propulsor das alterações de preços. Mudaram os preços relativos, com forte volatilidade dos preços dos bens comercializáveis (que compõem a pauta de comércio exterior do país), que passaram a refletir as oscilações do câmbio, enquanto os preços dos bens não-comercializáveis perderam valor. Já os preços administrados, em sua maioria constituídos de serviços, encontram-se indexados por contrato (no processo de privatização) ao Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI)¹² e apresentaram valorização superior aos demais. A relação entre os preços administrados e os dos bens comercializáveis e não-comercializáveis definidos no mercado elevou-se 31,4% entre 1999 e 2002. Ademais, a sistemática de reajuste anual dos primeiros, com base no acumulado dos doze meses anteriores, mostrou ser um importante vetor de inércia da inflação provocada pela transmissão (*pass-through*) da desvalorização cambial aos preços.

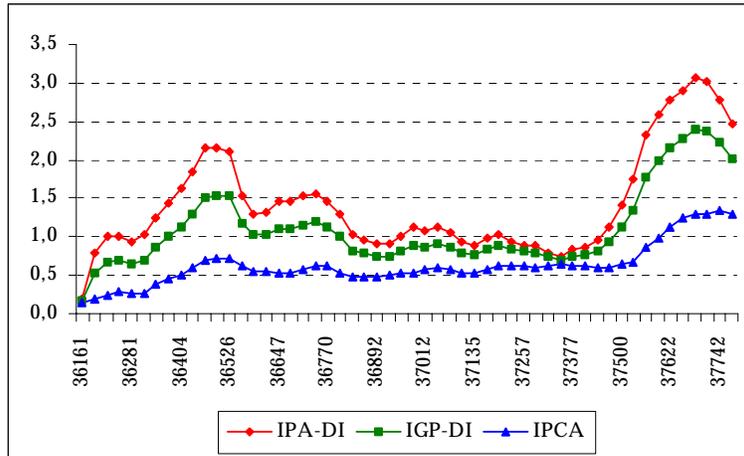
Em 2001 e 2002, as desvalorizações do real, decorrentes dos ataques especulativos, provocaram a elevação dos preços dos bens comercializáveis. Essa elevação foi potencializada, em 2002, pelo aumento verificado nos preços desses bens nos mercados internacionais (inclusive os do petróleo, em função das tensões que desembocaram na guerra contra o Iraque). A alta da taxa de câmbio também se refletiu, em parte, na evolução dos preços administrados, que em 2002 foram reajustados levando em conta o

¹² Índice composto em que é atribuído o maior peso ao índice dos preços por atacado (IPA-DI) e que reflete, de forma mais rápida e intensa, as oscilações cambiais.

impacto da desvalorização cambial acumulada desde o mesmo período de 2001. A desvalorização ocorrida em 2002 deveria se refletir nos preços administrados em julho e agosto de 2003. Entretanto, uma decisão

judicial, ainda não definitiva, limitou os reajustes do setor de telefonia fixa à variação do IPCA que, como mostra o [Gráfico 5](#), reflete menos a variação cambial do que o IGP-DI.

Gráfico 5
IPCA, IGP-DI e IPA – Média Móvel 12 Meses (%)

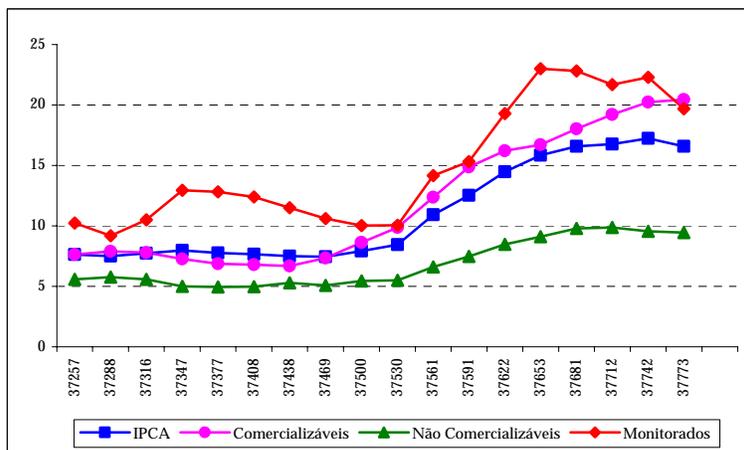


Fonte: IBGE.

A taxa de inflação de 2002 foi muito superior à de 2001 em decorrência da superposição de distintos choques: alta da taxa de câmbio, elevação dos preços internacionais dos bens comercializáveis e repasse da alta da taxa de câmbio do ano anterior aos preços administrados. O [Gráfico 6](#) mostra a

evolução diferenciada dos preços das distintas categorias de bens, enquanto o [Gráfico 7](#) permite que se verifique o impacto sazonal dos reajustes dos preços administrados (que em sua maioria ocorrem nos meses de julho e agosto) sobre o IPCA.

Gráfico 6
IPCA e decomposição em categorias de bens:
variação de 12 Meses (%)



Fonte: IBGE.

de preços administrados e de bens comercializáveis.

Os preços dos bens comercializáveis sofrem o impacto direto da desvalorização cambial. Alguns setores, principalmente produtores de *commodities* de qualidade razoavelmente homogênea como soja ou polpa de papel, conseguem impor reajustes de preços equivalentes à variação cambial. Esses setores são indiferentes à taxa de juros já que podem reduzir a parcela de produção destinada ao mercado interno ou mesmo decidir colocar toda sua produção no mercado externo. Outros setores produtores de bens comercializáveis só conseguem repassar parte da desvalorização aos seus preços internos porque a diferença de qualidade de seus produtos ou o tamanho da demanda externa por eles os obriga a vender parte significativa de sua produção no mercado interno. Para esses, taxas de juros elevadas e baixo crescimento econômico conseguiram reduzir a demanda – embora num grau inferior ao que se deu no caso dos não comercializáveis – o suficiente para obrigar as empresas a reduzir suas margens de lucro para poder continuar vendendo no mercado interno. Essa redução de margens fica patente quando se observa a defasagem, registrada desde 1999, entre os índices de inflação com grande peso para os preços por atacado e os índices de preços ao varejo (ver [Gráfico 5](#)).

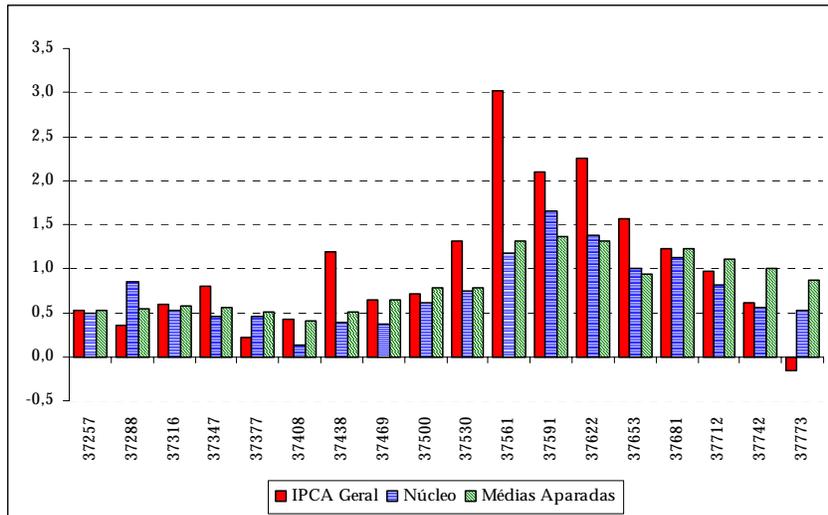
No entanto, as reduções das margens de lucro têm limites. No ataque especulativo

de 2001 e, principalmente, no de 2002, as empresas repassaram, pelo menos em parte, a alta do câmbio aos preços de varejo dos comercializáveis, apesar da contração da demanda agregada. Já os preços administrados são totalmente insensíveis às taxas de juros, já que seus reajustes anuais seguem, contratualmente, o IGP-DI que, como vimos, é um índice que reflete mais rápida e intensamente a volatilidade da taxa de câmbio.

Como o IPCA, utilizado como parâmetro nas metas inflacionárias, inclui essas diferentes categorias de bens, as taxas de juros têm de ser extremamente altas para resultar em quedas muito acentuadas da demanda, de tal forma que a queda dos preços dos bens não-comercializáveis e de parte dos bens comercializáveis compense os reajustes contratuais dos preços administrados e da parcela de bens comercializáveis imune às variações da taxa de juros. A utilização das medidas de núcleo da inflação que reduzem o impacto de choques de oferta ou advindos da variação cambial é perfeitamente aceitável como parâmetro de inflação, sendo adotada por Bancos Centrais de diversos países desenvolvidos, quer utilizem ou não um regime de metas de inflação. Se um núcleo de inflação fosse empregado no Brasil, a política monetária seria menos suscetível a choques externos e não precisaria ser tão apertada. O [Gráfico 8](#) mostra a evolução comparativa entre o IPCA e as diferentes medidas de núcleo da inflação.

Gráfico 8

IPCA, Núcleo por Exclusão e Médias Aparadas Simétricas (%)



Fonte: IBGE e Banco Central do Brasil

Metodologia: No núcleo calculado pelas médias aparadas simétricas, retira-se do índice cheio as maiores e menores variações percentuais (percentis abaixo de 20 e acima de 80). Oito itens são redistribuídos em 12 meses, evitando retirá-los sistematicamente do núcleo: Comunicação, Transportes, Energia Elétrica, Combustíveis de Veículos, Combustíveis Domésticos, Cursos, Fumo e Serviços Pessoais. No núcleo por exclusão, retiram-se do índice cheio os preços administrados por contrato ou monitorados e o subgrupo Alimentação no Domicílio.

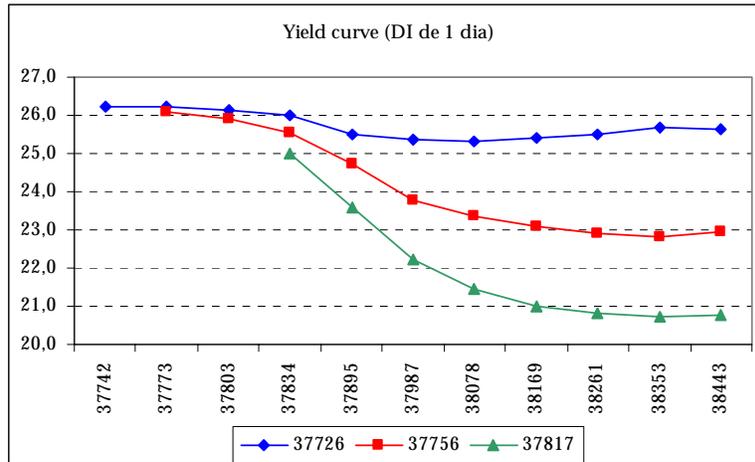
O estudo de Fraga et al. (2003) reconhece que, em períodos de forte desvalorização cambial, cujos efeitos são transmitidos aos preços, as taxas de juros perdem muito de seu poder, enquanto instrumento de política anti-inflacionária, tornando necessária a adoção de novas metas de inflação. “Afinal, manter a velha meta afetaria mais a credibilidade do BCB porque seria considerada inatingível”. Porém, o caráter exógeno desses choques e sua magnitude não foram inteiramente levados em conta na definição, em janeiro de 2003, das novas metas ajustadas de inflação, que para 2003 foram fixadas em 8,5%, quando o IPCA acumulado de 2002 tinha alcançado 12,5%! Essa opção, feita sob o novo governo,

constituiu um erro de gestão interno ao regime de metas e levou à política monetária extremamente rígida que se seguiu e provocou uma acentuada contração da atividade econômica (ver SEÇÃO V), sendo alvo de inúmeras críticas.

O ministro da Fazenda e o presidente do BC do novo governo procuraram conquistar a credibilidade dos mercados financeiros, ao manter uma política monetária muito apertada com o objetivo de forçar a convergência da inflação para a meta ajustada, apesar da forte contração dos investimentos (inclusive os investimentos diretos estrangeiros), da produção, do emprego e da renda. Também deve ter pesado o receio de que uma queda da taxa de juros reduzisse os fluxos de capitais externos em busca de arbitragem. À medida que a inflação ia cedendo, avolumaram-se as críticas a essa política monetária, por parte de políticos, empresários e economistas. Todas iam no sentido de apontar que taxas de juros excessivamente elevadas estavam ameaçando levar a economia para a recessão. Como mostra o [Gráfico 9](#), desde o mês de abril, os mercados futuros de taxas de juros passaram a exprimir fortes expectativas de queda das taxas de juros.

Gráfico 9

Curva de rendimentos projetados no mercado futuro de juros



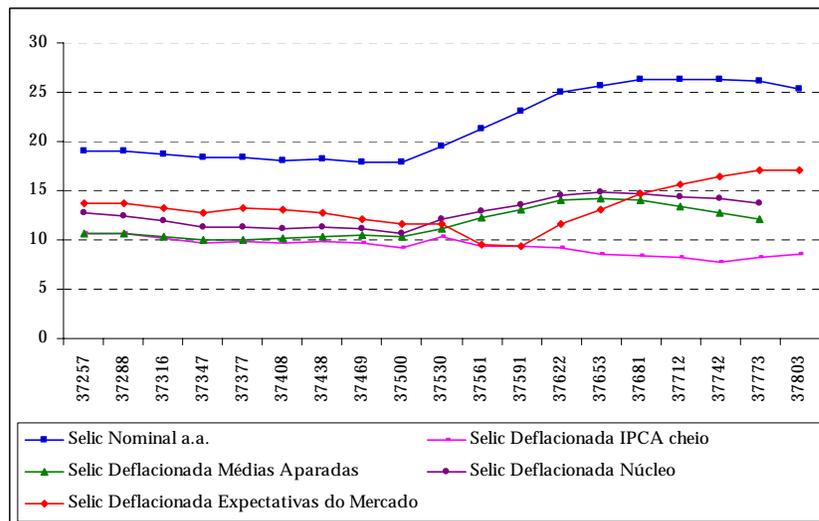
Fonte: BM&F.

A taxa de juros real, mesmo quando calculada com base na inflação dos doze últimos meses, está se elevando. Uma taxa nominal de juros que comece a cair mais acentuadamente ainda assim estará descasada com a velocidade do recuo da inflação acumulada, provocando novas elevações da taxa real calculada sobre a inflação passada. Entretanto, essa medida não é metodologicamente correta, já que operações financeiras e de crédito são realizadas comparando-se a taxa de juros

com a inflação esperada. Essa taxa de juros real calculada em cima das projeções de inflação cresceu fortemente a partir do mês de abril, em decorrência da queda acentuada das expectativas de inflação que, para os próximos doze meses, já se encontram abaixo das metas fixadas para o período. O [Gráfico 10](#) mostra a evolução da taxa de juros nominal e da taxa de juros real, deflacionada por diversos indicadores, incluindo a mediana das expectativas de inflação, que consideramos mais indicado.

Gráfico 10

Taxa de Juros Real (%)



Fonte: Banco Central do Brasil.

Na ânsia de justificar a manutenção das elevadas taxas de juros, apesar das pressões, a autoridade monetária chegou a evocar, contrariando todas as evidências estatísticas de queda do nível de emprego e de renda (ver SEÇÃO V), a necessidade de evitar “sancionar reajustes de preços e salários baseados na inflação passada, dado o risco de se perpetuar a inflação em patamares elevados” (*Ata do Copom*, maio 2003). Tudo indica que, após ter fixado uma meta ajustada de 8,5% para 2003, a autoridade monetária procurou forçar a trajetória dos preços a alcançar esse nível. Embora as expectativas dominantes sobre a inflação desse ano, apuradas pelo BC e publicadas no Boletim Focus,¹⁵ se situem pouco abaixo dos 10%, não está descartado que isso possa vir a acontecer.

Ora, essa política monetária, com uma meta ajustada extremamente ambiciosa e mantida apertada por um tempo excessivamente longo, reduziu fortemente as perspectivas de crescimento da economia este ano, além de representar um custo elevado para a dívida pública. No momento atual, em que boa parte dos preços ao consumidor registra deflação, existem sérias dúvidas se, mantidas as demais condições, uma queda, mesmo acentuada, da taxa de juros será um instrumento suficiente para evitar uma

¹⁵ Em seu boletim de março de 2003, o IPEA levanta dúvidas sobre as expectativas de inflação expressas por analistas de bancos e colhidas diariamente pelo BC (Focus): “Há razões para se acreditar que as previsões de inflação, coletadas pelo Bacen junto a participantes do mercado financeiro, não espelhem as expectativas do mercado em relação à taxa de inflação futura. Se determinado agente econômico percebe que pode afetar a Selic, manipulando o que declara como sendo a sua inflação esperada, então há forte incentivo para que ele não revele o verdadeiro valor esperado para a taxa de inflação”. E adiante: “concluímos que não há qualquer evidência de que o mercado (Focus) ou o Bacen, em seus relatórios, prevejam a inflação com razoável grau de acurácia em horizontes suficientemente longos para nortear a política monetária.”

recessão e impulsionar algum crescimento econômico.

Num regime de câmbio flutuante, sujeito a ataques especulativos intensos e repetidos, o sistema de metas inflacionárias que, por definição, lida com todos os episódios de aumento dos preços como se fossem uma inflação de demanda, provoca, pelo viés das taxas de juros, efeitos de *stop and go* no conjunto da economia que tornam impossível um crescimento sustentável e desestimulam investimentos nacionais e estrangeiros. Esse sistema acaba por servir de correia de transmissão, da instabilidade e da volatilidade engendradas nos mercados financeiros, para o conjunto da economia. É evidente a incompatibilidade da combinação entre regime de câmbio flutuante e esse sistema de estabilização dos preços, num país como o Brasil, sujeito às bruscas mudanças de humores dos mercados financeiros internacionais na dinâmica dos ciclos de “*feast or famine*”.

3 Crédito e *Spread* Bancário

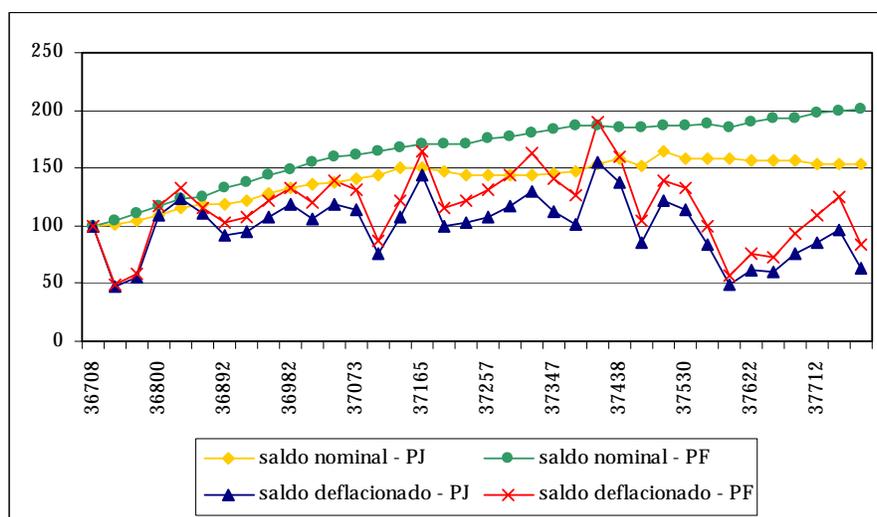
O sistema financeiro brasileiro é notório por sua incapacidade de fornecer empréstimos de longo prazo para investimentos, com a exceção dos bancos estatais de desenvolvimento e, em particular, do BNDES. A integração aos fluxos financeiros internacionais privados desorganizou ainda mais o sistema de financiamento doméstico, ao invés de assegurar o desenvolvimento de fontes de financiamento de médio e longo prazo, destinadas à acumulação produtiva (Tavares & Belluzzo, 2002).¹⁶

¹⁶ 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.

Porém, mesmo os créditos tradicionalmente concedidos pelos bancos vêm sofrendo reduções. O volume de crédito interno tem estado em níveis muito baixos por duas medidas. A primeira pode ser chamada de nível de crédito real, ou crédito ajustado pelas taxas de juros por destino (Gráfico 11). Considerar o nível nominal do volume de crédito levaria a conclusões errôneas.¹⁷ Com efeito, se as operações de crédito fossem apenas renovadas, o volume nominal de crédito cresceria pela simples agregação dos juros. A segunda é a

relação entre o volume de crédito e o PIB (Gráfico 12). Após pequena elevação de janeiro a abril de 2003, como parte da reversão da bolha especulativa que viveu o país no segundo semestre de 2002, o volume de crédito real, para pessoas físicas e jurídicas, voltou a registrar acentuada queda em maio. Em relação aos níveis registrados em julho de 2000, a queda é pouco inferior a 50%. Já, em relação ao PIB, o volume de crédito tem caído desde a metade do ano de 2001 e, de forma mais acentuada a partir de julho de 2002.

Gráfico 11
Volume de crédito nominal e ajustado pelas taxas de juros por destino



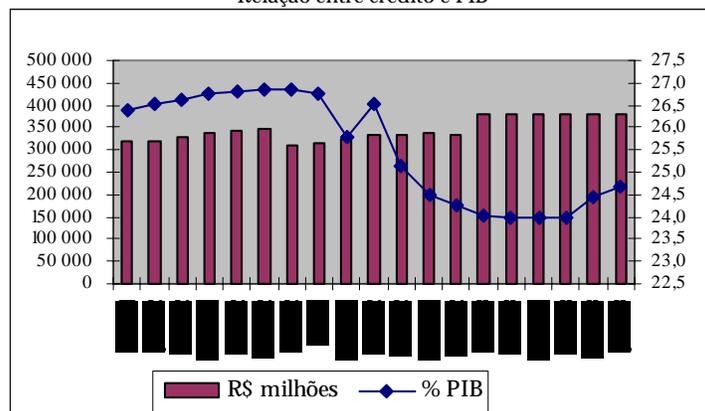
Julho 2000 = 100

Fonte: dados do Banco Central do Brasil – Elaboração própria.

¹⁷ Em termos nominais, as operações de crédito cresceram 7,5% no segundo semestre de 2002, totalizando R\$ 378 bilhões. Expurgando-se a valorização de 24,2% do dólar frente ao real no período, uma vez que 27% das operações de crédito oriundas de recursos livres estavam referenciadas em moedas estrangeiras, as operações de crédito teriam crescido 3,2%, bem abaixo da inflação do período.

Gráfico 12

Relação entre crédito e PIB



Fonte: Banco Central do Brasil.

As razões que levaram a essa redução são múltiplas. Em primeiro lugar, aparecem motivos ligados à prática bancária no Brasil. Em situações de tensão e incerteza econômica, a redução do nível de crédito é um movimento defensivo costumeiro dos bancos, que tendem a privilegiar o curto prazo. Ele se manifestou apesar da forte queda da taxa de inadimplência que se verificou desde fins de 2001, e que foi atribuída ao início do pagamento da correção dos Fundos de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), que foi usado para a quitação de dívidas. A antecipação do pagamento da parcela devida em 2003, anunciada em julho, poderá provocar outra redução na inadimplência que, pelas informações do Serasa, tinha voltado a se elevar no final do primeiro semestre deste ano.

A preferência dos bancos pela liquidez (aplicações de curto prazo ou ativos suscetíveis de serem rapidamente negociados nos mercados secundários) também se exprime no fato de que, em função da acentuada volatilidade da taxa de câmbio e dos ativos financeiros registrada a partir de meados de 2001, eles destinaram um maior volume de recursos para operações de tesouraria e apostas especulativas. As instituições financeiras registraram um lucro recorde, no segundo semestre de 2002. Segundo o Relatório de Estabilidade

Financeira do BC, esse lucro “foi possível, principalmente, pela variação de 24,2% do dólar no semestre, que incrementou a rentabilidade dos títulos e valores mobiliários”.¹⁸ Mas, ademais de suas operações vinculadas ao ataque especulativo, o fato é que, ao invés de fornecer créditos, as instituições financeiras preferem destinar parte importante de seus recursos para aplicações em títulos públicos, que têm um risco embutido menor, rendem elevadas taxas de juros e dispõem de um mercado secundário, mesmo que a liquidez seja, por vezes, reduzida.

O outro fator importante para a redução do volume de créditos situa-se do lado da demanda. A atividade econômica reduzida e as altas taxas de juros levaram os potenciais tomadores de crédito, considerados de “boa qualidade”, a reduzir fortemente sua demanda. Os agentes dispostos a tomar crédito nessas condições eram, em sua maioria, considerados como representando um risco mais elevado de inadimplência.

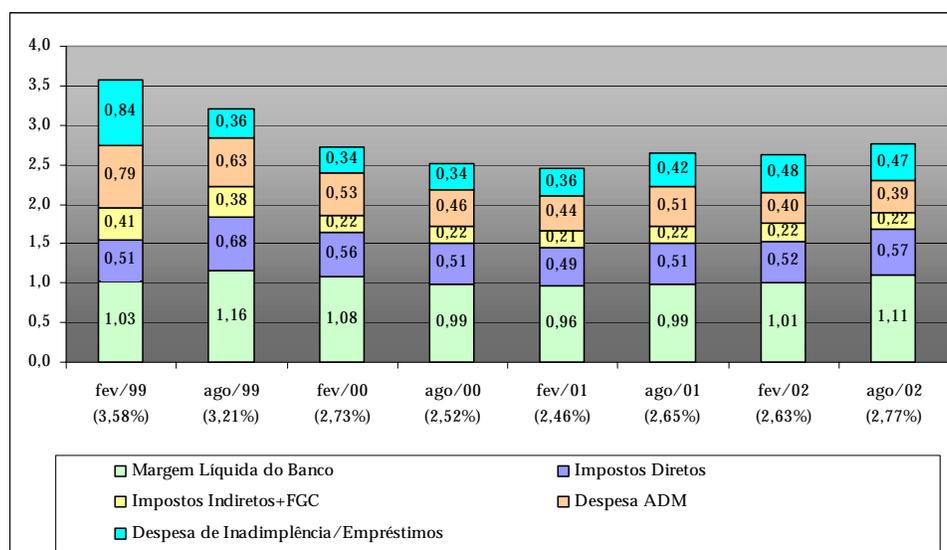
¹⁸ Mas, apesar da redução do volume de crédito no segundo semestre de 2002, esse continuou a ser a parcela mais representativa das receitas de intermediação financeira: 50,4% dessas receitas originaram-se de operações de crédito, com retornos anualizados de 38,9% no semestre. Enquanto isso, as operações com títulos e valores mobiliários, obtiveram retornos anuais de 33,8% e contribuíram com 39,4% dessas receitas.

Entre as demais razões da redução do volume de créditos, destaca-se o depósito compulsório sobre os depósitos à vista. Elevado de 45 para 60% em fevereiro de 2003, esse depósito significa que para cada R\$ 100,00 depositados, os bancos devem deixar R\$ 60,00, sem remuneração, no Banco Central. Ademais, instituiu-se um depósito suplementar de 8% que também deve ser depositado no BC, mas que rende a taxa Selic. Essa medida foi adotada como um recurso emergencial para reduzir a demanda por divisas. Porém, sua redução em início de agosto não levará necessariamente a um aumento do volume de crédito, por dois motivos: 1) os bancos podem decidir ampliar suas aplicações de tesouraria; 2) as reduzidas perspectivas de crescimento econômico, somadas às elevadas taxas de juros cobradas pelos bancos para empréstimos, reduzem em muito a demanda por crédito.

As taxas de juros muito elevadas para empréstimos são, em parte, reflexo do fato de que as taxas básicas de juros, definidas pelo

Banco Central, mantiveram-se em níveis muito altos. Contudo, o *spread* bancário (diferença entre a taxa de juros de captação dos bancos e suas taxas de empréstimo), que vinha declinando depois da crise cambial de janeiro de 1999, voltou a se elevar a partir de meados de 2001 ([Gráfico 13](#)). Esse aumento do *spread* decorre, essencialmente, do aumento da margem líquida dos bancos e da retração da demanda por crédito de “boa qualidade”, enquanto as despesas de inadimplência e os custos administrativos caíram ([Gráfico 14](#)). Oliveira e Carvalho (2003)¹⁹ consideram que “a composição do *spread* bancário é muito reveladora”. Eles apontam que, por exemplo na posição de agosto de 2002, 43% do *spread* cobriam custos incorridos (impostos diretos e indiretos e custos administrativos) enquanto “os restantes 57% “destinavam-se à rentabilidade desejada dos bancos: 40% para os lucros e 17% para cobrir a inadimplência projetada (e não a inadimplência verificada) (...) Mais da metade do *spread*, portanto, corresponde a margem de lucro desejada, ou *mark-up*”.

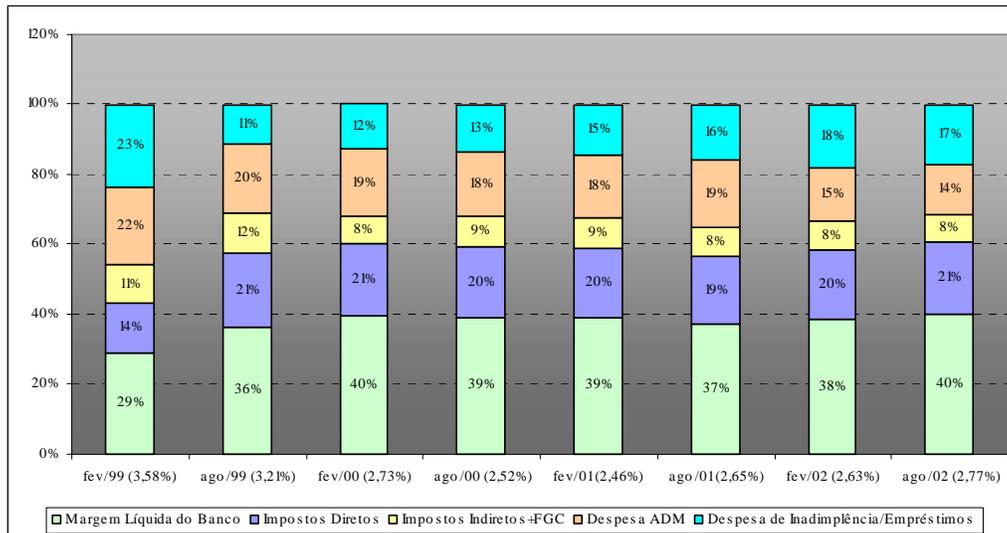
Gráfico 13
Composição do spread bancário, taxas mensais



Fonte: Banco Central do Brasil.

¹⁹ Oliveira, Giuliano Contento, Carvalho, Carlos Eduardo. Os juros são altos, já o crédito... *Reportagem*, ano IV, n. 46, jul. 2003.

Gráfico 14
Composição do Spread Bancário em %



Fonte: Banco Central - Elaboração própria.

Um estudo de uma economista do FMI (Bellaisch, 2003)²⁰ designa a estrutura oligopolista do sistema bancário brasileiro como sendo responsável por um *spread* sem paralelo em nenhum outro país. Já Oliveira & Carvalho (2003) apontam que “o reconhecimento de que os bancos brasileiros se comportam como oligopólio confirma o que se vem dizendo há muito tempo (...) Os bancos agem assim em qualquer economia de mercado, e no Brasil não é diferente do que acontece nos EUA ou no México”.²¹ Dessa forma, o enorme diferencial entre o *spread* bancário aqui praticado e os determinados pelas instituições financeiras em outros países parece decorrer, essencialmente, da alta rentabilidade das operações de tesouraria com títulos públicos e câmbio, aliada à aguçada preferência pela liquidez dos bancos

no Brasil, que mantêm o máximo possível seus recursos direcionados para o curto prazo. Com elevada rentabilidade e baixo risco garantidos pelas operações de tesouraria os bancos cobram um prêmio de risco mais levado na realização das operações normais de crédito ao setor privado.

Em dezembro de 2002, a avaliação do projeto “Juros e *spread* bancário” do Banco Central, iniciado em 1999, apontava as seguintes condições para a expansão do crédito e a redução dos juros praticados: estabilidade macroeconômica e do sistema financeiro, medidas fiscais, monetárias e de regulação bancária – com o objetivo de desonerar o crédito e a intermediação financeira, transparência e concorrência para facilitar o acesso a informações – em particular as de crédito – e redução dos riscos jurídicos para minimizar prejuízos com inadimplência. Algumas das medidas apontadas para cumprir tais condições já foram tomadas, como a implantação de um novo sistema de pagamentos que, segundo o Banco Central, oferece ganhos de estabilidade, além de reduzir os riscos e os custos

²⁰ Bellaisch, Agnès J. *Do Brazilian banks compete*. 2003. (IMF Working Paper, WP/03/113). Available from World Wide Web: <http://www.imf.org>

²¹ Comprova-se, assim, que os bancos estrangeiros vieram ao Brasil atraídos pelas altas margens de rentabilidade do setor, contrariamente ao objetivo declarado pelo governo, ao promover a abertura do sistema bancário para bancos estrangeiros. de, pelo mecanismo da concorrência, reduzir o *spread* bancário e aumentar o volume de crédito.

da intermediação financeira. Outras ainda devem ser adotadas, como a mudança da lei de falências, atualmente em tramitação no Congresso. Porém, mesmo que o conjunto de medidas apontadas seja efetivado, o problema da definição de políticas financeira e creditícia para alavancar as empresas produtivas, de forma articulada com uma política industrial e de desenvolvimento social, continuará colocado.

Por outro lado, o Conselho Monetário Nacional definiu, em 24 de julho, as regras do programa do governo de microcrédito, direcionado para pessoas físicas de baixa renda, com taxas de juros de 2% ao mês. Os bancos deverão destinar 2% de seus depósitos à vista para esse fim ou manter esse percentual no recolhimento compulsório sem remuneração. Com linhas limitadas a R\$ 500,00 para pessoas físicas e até R\$ 1000,00 para microempreendedores, o montante total estimado de R\$ 1,1 bilhão deverá atender, segundo estimativas do governo, pelo menos 2 milhões de pessoas.

Esse programa foi criado especificamente para atender os que não têm acesso ao sistema bancário, porque envolvem valores muito baixos, considerados desinteressantes pelos bancos. Seu impacto principal será de cunho social, ao permitir que indivíduos de baixa renda possam obter créditos a uma taxa de juros bem inferior às cobradas aos demais consumidores; tais créditos deverão ser destinados ao consumo ou à quitação de dívidas anteriores, mais onerosas, eventualmente permitindo a concretização de planos empresariais de escala muito reduzida, em que o único emprego criado será o do próprio beneficiário do crédito. Isso em hipótese alguma constituirá um aporte significativo para a redução do *spread* bancário e para o aumento do crédito e do investimento, dos quais depende a criação de empregos em maior escala.