

TEXTO PARA DISCUSSÃO

No. 646

Juros e câmbio no Brasil: Avanços e  
desafios

Marcio Garcia



# Juros e Câmbio no Brasil: Avanços e Desafios

---

Márcio Garcia (PUC-Rio)<sup>1</sup>

## Introdução

Analiso a evolução das taxas de juros e câmbio desde o Plano Real. O objetivo é mostrar como a inter-relação entre essas duas variáveis macroeconômicas evoluiu ao longo das últimas duas décadas, gerando a atual configuração de custo de capital para as empresas brasileiras. O capítulo finaliza com uma agenda de tarefas a serem cumpridas para permitir reduzir o custo de capital, assim estimulando o investimento e aumentando o crescimento econômico.

## Avanços desde o plano Real

Nesta seção, analiso a evolução das taxas de juros e de câmbio desde 1995. Mostro que houve significativa evolução, mas que muito ainda há por fazer. Esta seção é também relevante por descrever o pano de fundo macroeconômico para os demais capítulos deste livro.

## Juros Bancários

Basicamente, as fontes de recursos para empresas são ações e dívida. O foco deste capítulo é na dívida. Para as empresas, a taxa relevante de juros é aquela que pagam para se endividarem, seja junto a bancos ou diretamente junto a investidores, via mercado de capitais. Essas taxas situam-se acima da taxa básica de juros, a taxa Selic<sup>2</sup>, e costumam variar de acordo com a mesma.

O Gráfico 1 mostra como as taxas de empréstimos bancários evoluíram desde o fim da hiperinflação, com o Plano Real, de julho de 1994. A taxa Selic é a taxa controlada diretamente pelo Banco Central (BC) para realizar a política monetária. As taxas para empréstimos às empresas e pessoas são, normalmente, maiores do que a taxa Selic, por pelo menos dois motivos. O primeiro é

---

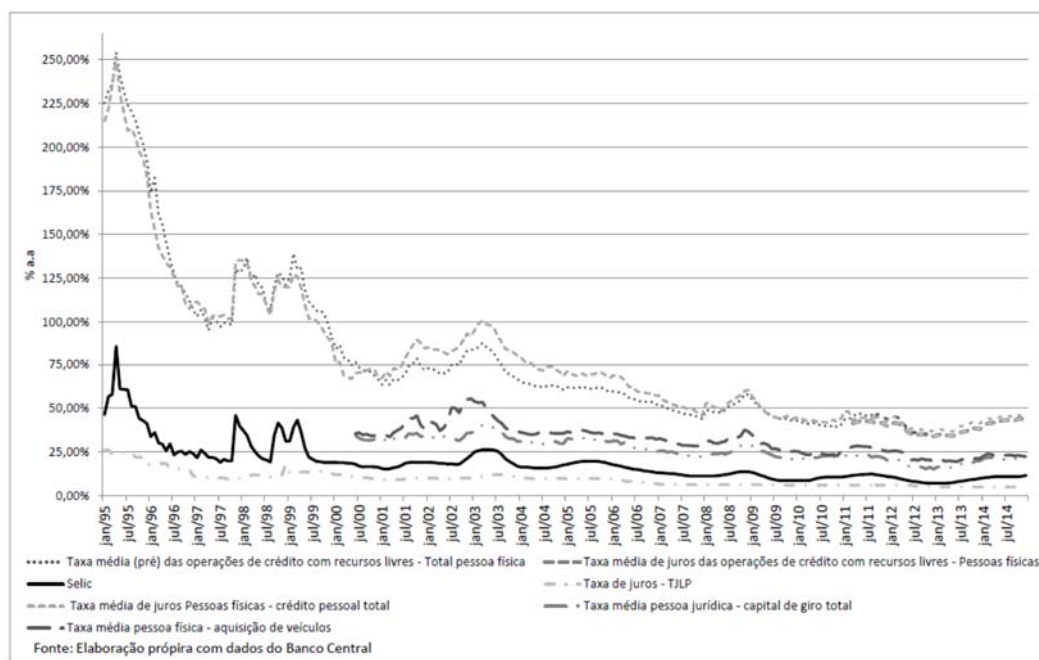
<sup>1</sup> Agradeço a inestimável assistência de pesquisa prestada pelos alunos da PUC-Rio e bolsistas PIBIC Rafael Fonseca e Lucas Maynard. Agradeço ao CNPq pela bolsa de produtividade e pesquisa.

<sup>2</sup> A taxa Selic é a taxa básica de juros na economia brasileira. Ela refere-se a operações entre bancos e o Banco Central, nas quais se toma recursos emprestados com garantia de títulos públicos. Essa taxa é a principal ferramenta de política monetária de que dispõe o Banco Central, e sua função precípua no regime de metas para inflação é a de manter a inflação na meta (atualmente 4,5% ao ano).

o risco de crédito, ou seja, o risco de falta de pagamento, pelo qual o banco deve ser remunerado. O segundo é a função de seleção do devedor e seu monitoramento, que é feita pelos bancos, e pela qual estes são igualmente remunerados.

No gráfico 1, as taxas mais elevadas são as taxas de empréstimo para a pessoa física: total e crédito pessoal. A taxa de empréstimos de curto-prazo para empresas (taxa média pessoa jurídica - capital de giro) é inferior à menor taxa para empréstimos às pessoas físicas, a taxa nos empréstimos para aquisição de veículos, com ambas convergindo no período recente. A menor taxa para empréstimos às empresas deriva do fato de haver menor inadimplência entre empresas, bem como maior acesso dos bancos às garantias dos empréstimos. Por fim, o gráfico mostra também a evolução da TJLP, a taxa de juros de longo prazo, que baliza os empréstimos do BNDES, para projetos de investimento. A TJLP é uma taxa subsidiada pelo governo, por isso é menor do o custo de captação do governo, a taxa Selic.

Gráfico 1: Taxa Selic e Taxas de Empréstimos Bancários



No Brasil, a diferença entre as taxas de empréstimos e a taxa básica de juros, o spread bancário, é extremamente elevada. Vários são os fatores responsáveis por tal diferença: inadimplência elevada, falta de instrumentos para discernir o mau do bom pagador (o risco de crédito), custos e tributação elevados, requisitos de depósitos compulsórios e pequena competição entre as

instituições financeiras. O gráfico 1 mostra, contudo, que o spread bancário caiu bastante nas últimas duas décadas. Não obstante, permanece extremamente elevado.<sup>3</sup>

## Câmbio e Juros

A taxa de câmbio é variável fundamental para a decisão de financiamento das empresas, sobretudo das maiores. Isto porque as empresas que têm acesso ao mercado internacional podem decidir se endividar em moeda estrangeira, sobretudo o dólar. Bancos brasileiros também oferecem opções de endividamento em moeda estrangeira.

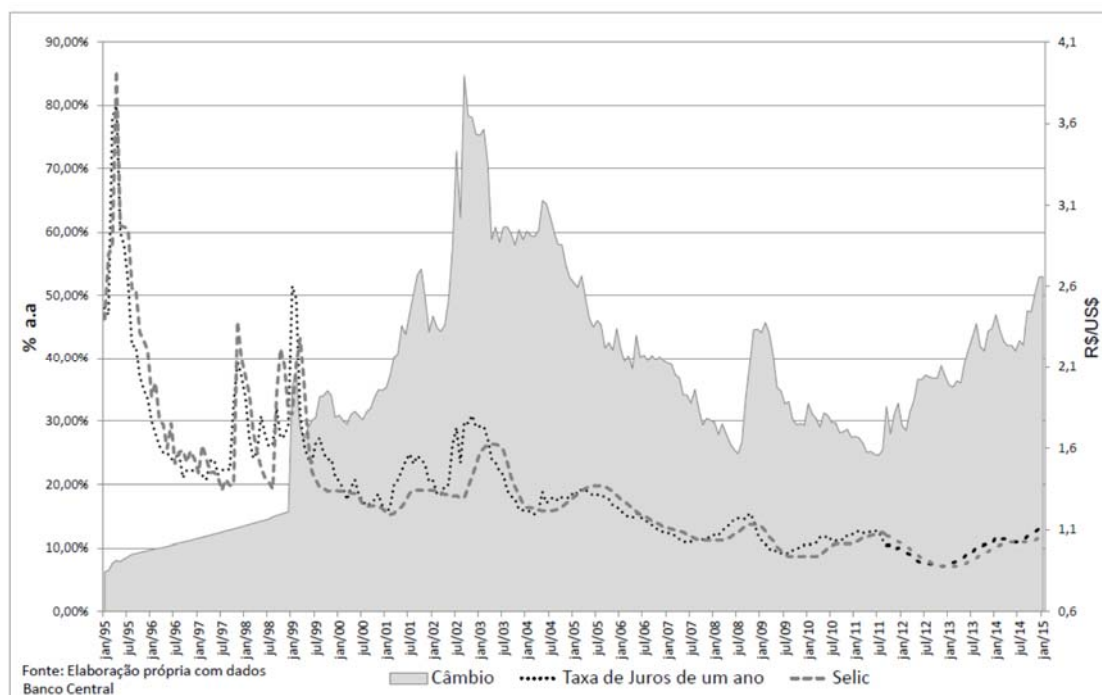
No gráfico 2, superponho duas taxas de juros à taxa de câmbio, que aparece no formato de área, em escala à direita (R\$/US\$). As taxas de juros, cuja escala está à esquerda, são a taxa Selic e a taxa de juros de um ano, que é apurada via um derivativo, o swap DlxPré, comercializado na BM&FBovespa.<sup>4</sup> A diferença entre a taxa curta, a taxa Selic, e a taxa de um ano é uma medida do spread de maturidade, e, entre outros efeitos, sinaliza o que se espera que venha a ocorrer com a política monetária. Note que quando a taxa de juros de um ano situa-se abaixo da taxa Selic, esta última tende a cair, e vice-versa. Mais importante ainda é que é a taxa de um ano que serve de base para os bancos fixarem suas taxas de empréstimos.

---

<sup>3</sup> O Banco Central edita anualmente o “Relatório de Economia Bancária”, no qual analisa a evolução do spread e suas causas (Banco Central do Brasil 2013).

<sup>4</sup> <http://www.bmfbovespa.com.br/> .

Gráfico 2: Taxa de Câmbio e Taxas de Juros



De 1995 até o início de 1999, o regime cambial do Brasil foi o de câmbio controlado. O gráfico 2 mostra claramente que a taxa de câmbio seguia uma regra fixada pelo Banco Central durante o primeiro mandato do Presidente Fernando Henrique Cardoso (1995-1998). Logo no início de seu segundo mandato, contudo, ocorreu a desvalorização cambial. Após algumas semanas de turbulência, o novo presidente do BC, Armínio Fraga, instituiu um novo regime de política monetária, a sistemática de metas para inflação.<sup>5</sup>

O gráfico 2 deixa bastante claro o trade-off entre a volatilidade dos juros e do câmbio. Até 1999, o câmbio tinha volatilidade extremamente reduzida, mas a taxa de juros era sujeita a enormes saltos. Devido ao câmbio controlado, todo episódio de fuga de capitais causava enorme perda de reservas. Para combater a fuga de capitais, que acabaria por inviabilizar o regime de câmbio controlado, o BC recorria, entre outras medidas, à elevação acentuada da taxa Selic.

O primeiro salto dos juros, em março de 1995, é reflexo da crise cambial mexicana, iniciada em dezembro de 1994, mas que veio a afetar o mercado cambial brasileiro, em março de 1995. O segundo salto da taxa Selic, em finais de outubro de 1997, foi causado pelo contágio da crise asiática. O terceiro salto sobreveio na esteira da crise da falência do grande fundo LTCM.

<sup>5</sup> O decreto que estabelece a sistemática de “metas de inflação” está disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto/D3088.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/D3088.htm).

Finalmente, o último grande salto ocorreu em janeiro de 1999, quando se alterou o regime cambial.

O segundo mandato do Presidente Fernando Henrique Cardoso não foi menos turbulento do que o primeiro. A desvalorização cambial de janeiro de 1999 causou enorme volatilidade, que foi gradualmente reduzida ao longo do ano. O ano de 2000 deu esperanças que um novo ciclo de crescimento poderia estar à vista. Entretanto, já em 2001, diversos fatores internos (dissenção na base aliada do governo, crise energética) e externos (recessão nos EUA, de março a novembro, e contágio da crise argentina, culminando com a desvalorização e o default argentinos) causaram significativa depreciação cambial.<sup>6</sup> Já as taxas de juros variaram muito menos do que no período anterior, de câmbio controlado. Note como a taxa de um ano sobe muito além do que a taxa Selic, antecipando e/ou temendo uma forte elevação da taxa Selic que acabou não ocorrendo. A maciça injeção de liquidez realizada pelo FED na esteira do ataque às torres gêmeas, em 11/9/2001, permite uma melhora das condições financeiras que se estende até o primeiro trimestre de 2001.

A partir do segundo trimestre de 2002, contudo, ocorre uma “tempestade perfeita”, isto é, uma conjunção de fatores negativos que criou uma crise de confiança e provocou uma enorme fuga de capitais do Brasil, com medo de que o então candidato Lula, que liderava as pesquisas de opinião, fosse decretar o default da dívida pública após tomar posse. A depreciação cambial chegou a níveis extremamente elevados, fechando o ano acima de 50%. Note, contudo, que a elevação dos juros, tanto da Selic, quanto da taxa de um ano, fica aquém das crises da segunda metade dos anos 90, quando vigia o câmbio controlado.

A partir de 2003, os juros passam a exibir clara tendência declinante, com as flutuações contra cíclicas requeridas pelo regime de metas para inflação. Ou seja, o BC, para manter a inflação perto da meta, deve elevar a taxa Selic quando a inflação está subindo e vice-versa. Este é o movimento que se vê no período posterior a 2003. A grande diferença entre o período anterior e posterior a 2003 está justamente na capacidade adquirida pelo BC de realizar política monetária contra cíclica. Note como, durante a grande crise financeira mundial, que atinge o Brasil após a falência do banco Lehman Brothers, em setembro de 2008,<sup>7</sup> o BC reduz a taxa Selic, ao contrário de todas as demais crises anteriores, quer no período de câmbio controlado, ou de câmbio flutuante.

Ou seja, embora com taxas de juros ainda extremamente elevadas, passamos a poder usar a política monetária como instrumento contra cíclico, como o fazem as economias desenvolvidas. Isto ocorreu porque a economia brasileira havia se tornado muito mais sólida. As contas externas

---

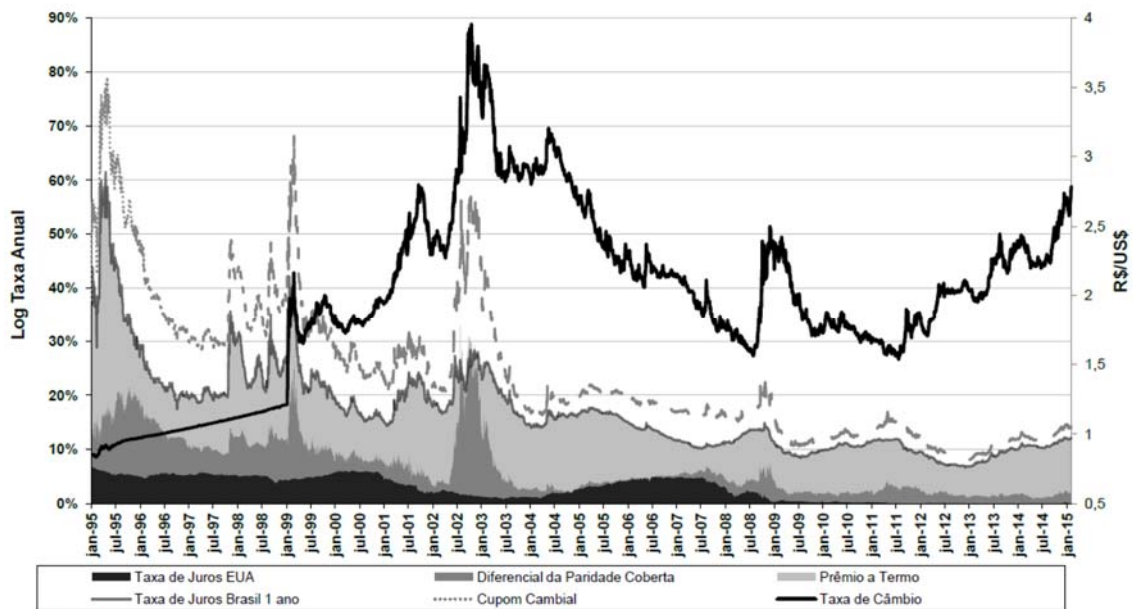
<sup>6</sup> Para maiores detalhes, ver Garcia (2009).

<sup>7</sup> Para maiores detalhes, ver Garcia (2011).

estavam muito mais saudáveis mercê das exportações de commodities terem aumentado muito, na esteira do enorme aumento da demanda chinesa. Também houve o efeito benéfico da explicitação que não mais havia ameaças de reversões bruscas da política econômica, como se temia em 2002. Na verdade, em vez de dar o default na dívida externa, o governo Lula pagou toda a dívida externa, uma vez que o setor público brasileiro tornou-se credor líquido em moeda estrangeira, devido à política de acumulação de reservas cambiais.

A relação entre taxa de câmbio e taxa de juros pode ser analisada a partir da conhecida condição de paridade coberta das taxas de juros. Essa relação, baseada em um argumento de lei do preço único, prescreve que a taxa de juros no Brasil deverá igualar a taxa de juros internacional (p.ex., nos EUA) adicionada do custo de se proteger da depreciação cambial.

Gráfico 3: Decomposição da Taxa de Juros



O gráfico 3 mostra a decomposição da taxa de um ano no Brasil nos seguintes componentes: taxa de juros de um ano nos EUA, prêmio a termo e cupom cambial. O prêmio a termo é o custo de se cobrir (segurar) contra o risco causado pela depreciação cambial. O cupom cambial é a taxa de juros em dólar no Brasil. Como a legislação brasileira proíbe que bancos ofereçam contas de

depósito em moeda estrangeira, a forma de se obter uma taxa em dólar no Brasil é via negociação de derivativos financeiros cambiais na BM&FBovespa.<sup>8</sup>

Se valesse a condição de paridade coberta da taxa de juros no Brasil, a taxa de juros no Brasil igualaria a soma do prêmio a termo com a taxa de juros nos EUA. No entanto, como fica claro pelo gráfico 2, sobretudo no período anterior a 2003, a taxa de juros no Brasil supera a soma do prêmio a termo com a taxa de juros nos EUA. Essa diferença é denominada diferencial da paridade coberta da taxa de juros. A taxa de juros em dólar no Brasil, o cupom cambial, é a soma da taxa de juros em dólar nos EUA com o diferencial da paridade coberta da taxa de juros.

O diferencial da paridade coberta da taxa de juros é normalmente tomado como uma medida do risco Brasil, o risco de crédito, que era muito elevado no período anterior a 2003. Hoje em dia, tal diferencial, pelo menos para maturidades mais curtas, é pequeno, e, em grande medida, determinado pelas intervenções cambiais do BC,<sup>9</sup> as quais passamos a analisar.

## Intervenções em Mercados Cambiais no Brasil

O real (BRL) é uma moeda inconvertível, ou seja, que não é negociada fora do Brasil com entrega física. Ao longo das últimas duas décadas, foram vários os mecanismos utilizados pela política econômica para intervir na taxa de câmbio. Como já exposto anteriormente, o regime cambial durante a quase totalidade do primeiro mandato de Fernando Henrique Cardoso (1994-1998) foi o de câmbio controlado (vide gráficos 2 e 3). A manutenção da taxa de câmbio dentro de uma estreita banda que ascendia gradualmente foi obtida através de inúmeras intervenções cambiais. A operação de tal regime é similar à de um regime de câmbio fixo: quanto a taxa de câmbio tende a se depreciar para fora da banda determinada pelo BC, este passa a vender câmbio (dólares) e desacumular reservas internacionais; quando a taxa de câmbio tende a se apreciar para fora da banda determinada pelo BC, este passa a comprar câmbio e acumular reservas. Devido às taxas de juros extremamente elevadas, na maior parte do tempo durante 94-98, o BC acumulou liquidamente reservas cambiais (vide gráfico 4A). Durante os episódios de crise, o BC se via obrigado a vender as reservas, bem como elevar a taxa Selic, para evitar que a regra cambial fosse quebrada. O gráfico 4A mostra a tendência ascendente das reservas cambiais brasileiras no período 1995-1998, com as quedas durante as crises associadas a fuga de capitais: México (dezembro/94), Ásia (outubro/97), Rússia (agosto/98), LTCM (setembro/98) e desvalorização brasileira (janeiro/99).

---

<sup>8</sup>Para maiores detalhes, ver Garcia e Didier (2003).

<sup>9</sup> Para maiores detalhes, ver Garcia e Volpon (2014).



Gráfico 4A: Reservas Cambiais sob Câmbio Controlado: 1995-1998

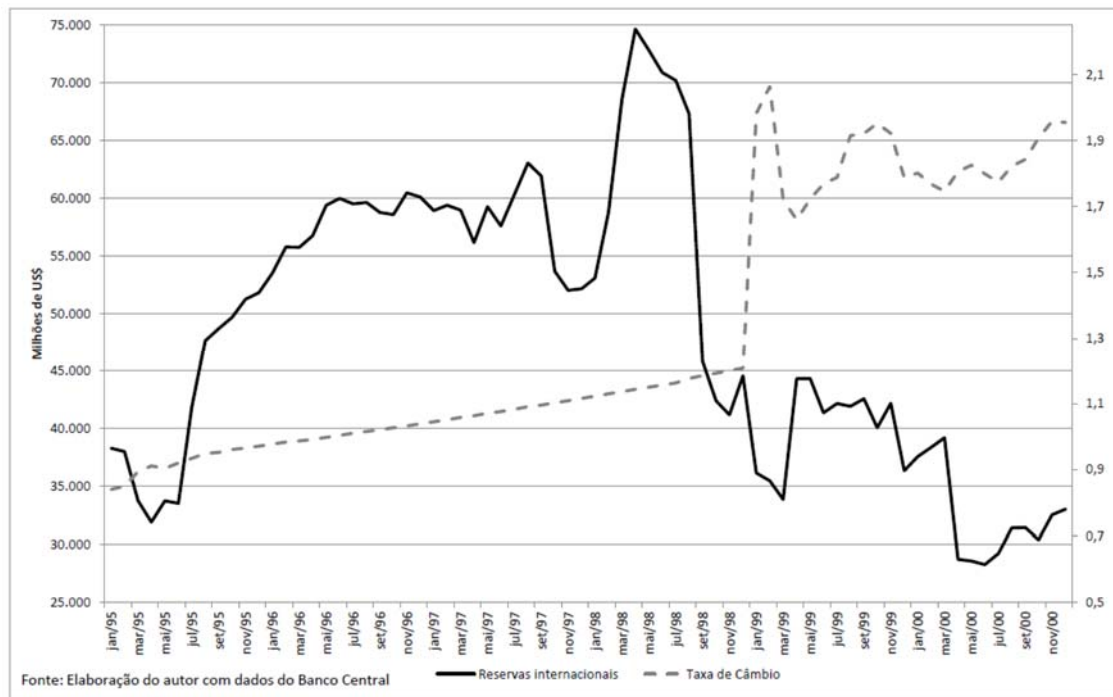
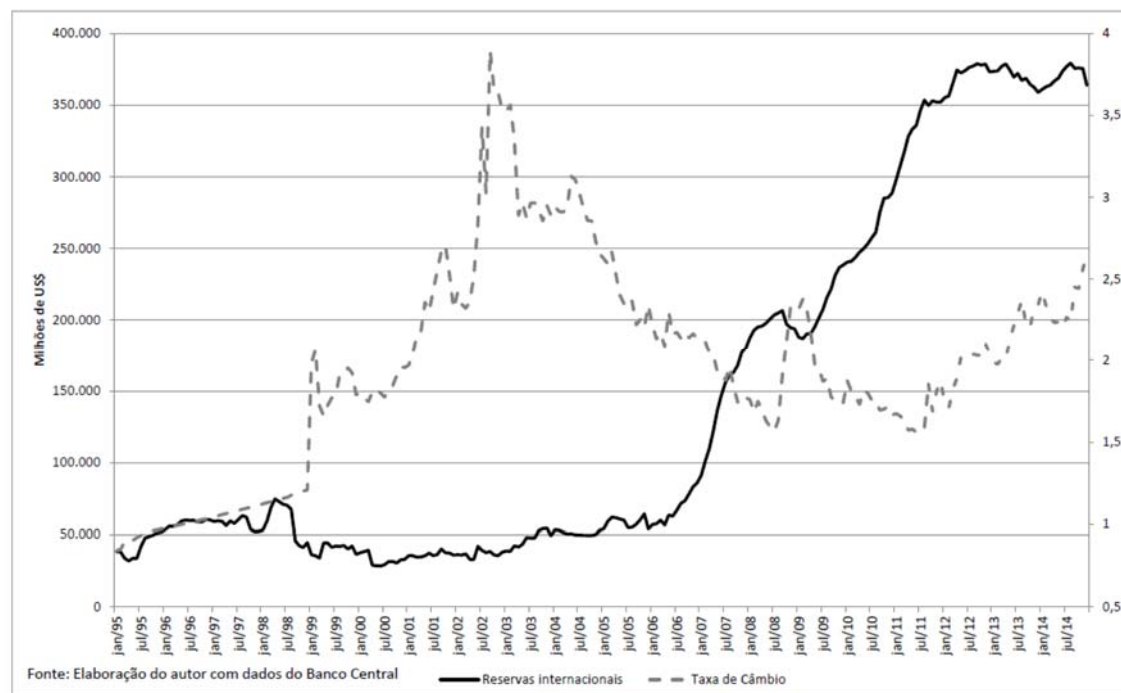


Gráfico 4B: Reservas Cambiais e Taxa de Câmbio



Como se viu, durante o quadriênio 1995-1998, vigeu um regime cuja operação era semelhante à de um regime de câmbio fixo. O trilema da economia aberta adverte que, sob mobilidade perfeita de capitais, não é possível ter controle, simultaneamente, da taxa de câmbio e da taxa de juros. Pelo menos um dos três deve sucumbir. O BC, num ambiente de forte expansão fiscal, tinha que praticar taxas de juros extremamente elevadas para manter a inflação sob controle. O enorme diferencial de juros aliado ao câmbio controlado atraía muito capital via operações de carry-trade, exceto durante as crises. A entrada de capitais forçava a taxa de câmbio fora da banda estabelecida pelo BC, que passava a acumular mais reservas, daí o aumento mostrado no gráfico 4. O acúmulo das reservas dava-se via intervenções esterilizadas, ou seja, compras cambiais que não alteravam a taxa de juros. Embora provessem seguro contra choques externos, as reservas cambiais eram extremamente caras de manter, devido ao elevado diferencial de juros interno e externo, gerando alto custo fiscal. Assim, para deter o excesso de entrada de capitais, recorreu-se a controles de capitais. Ou seja, visava-se emperrar o funcionamento da livre mobilidade de capitais para se poder controlar, simultaneamente, a taxa de câmbio e a taxa de juros.<sup>10</sup> Cardoso e Goldfajn (1998), Garcia e Barcinski (1998), Garcia e Valpassos (1998), Garcia e Carvalho (2008) analisam a experiência brasileira com controles de capitais nos anos 90. A conclusão geral é que os efeitos dos controles são restritos, pois agentes econômicos acabam encontrando formas de elidir os controles após algum tempo.

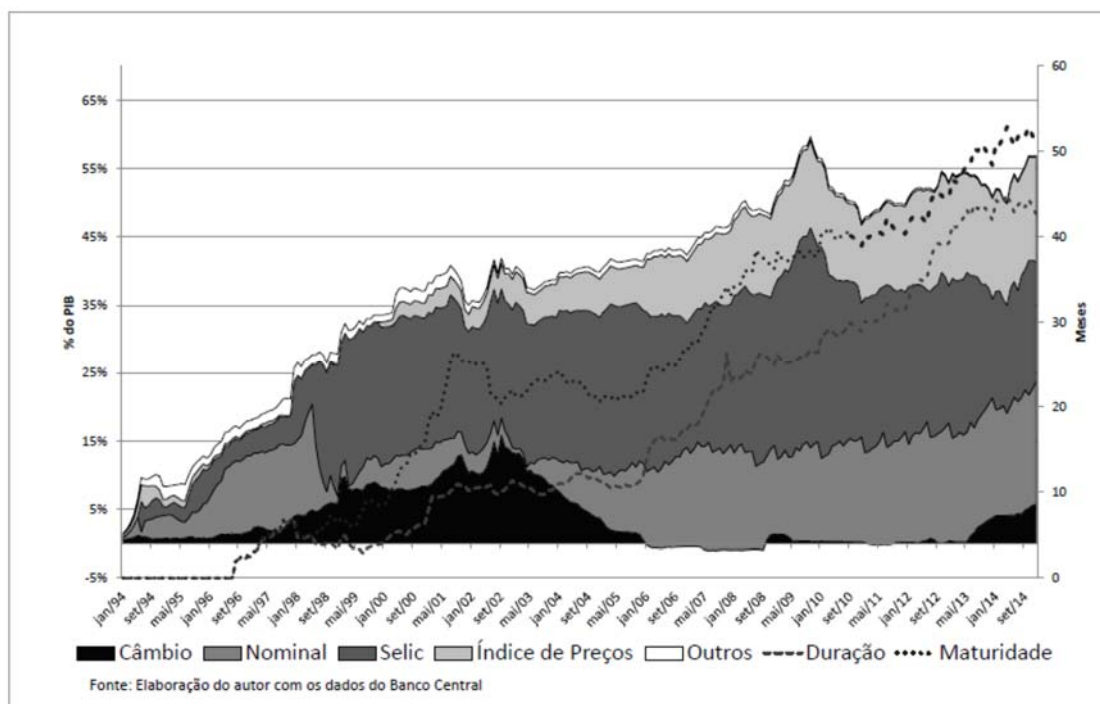
Já durante as crises, que estavam associadas a fugas de capitais que temiam a desvalorização cambial julgada iminente, o BC além de vender reserva proporcionava outros tipos de hedge cambial, sob a forma de títulos da dívida pública indexados à taxa de câmbio e derivativos cambiais, denominados swaps cambiais. Tais instrumentos domésticos pagavam, em reais, rendimentos equivalentes aos de títulos em moeda estrangeira. Julgava-se que era uma forma de prover o hedge cambial aos agentes privados sem gastar as parcas reservas cambiais.

No gráfico 5, está assinalada a parcela da dívida pública indexada ao dólar (incluindo os derivativos cambiais vendidos pelo BC). Fica claro como, mesmo após a flutuação cambial, a partir de janeiro de 1999, prosseguiu-se colocando mais papéis indexados ao dólar. Durante a crise de 2002, quando o dólar beirou os R\$4,00, tal decisão quanto à composição da dívida pública fez aumentar em muito o endividamento público, agravando a crise.

---

<sup>10</sup> Salgado, Garcia e Medeiros (2005) modelam e estimam a regra de taxa de juros seguida pelo BC naquele período.

Gráfico 5: Dívida Pública: Composição e Maturidade



O gráfico 4A deixa claro que, com a flutuação cambial, a partir de janeiro de 1999, a dinâmica muda. Tendo adotado o regime de metas para a inflação a partir de 1999, não havia mais necessidade de se intervir tão ativamente nos mercados cambiais. Não obstante, o BC continuou intervindo bastante, em ambas as pontas. Até 2002, as intervenções foram basicamente na ponta da venda de hedge cambial, como mencionado anteriormente e mostrado nos gráficos 4A e 5. A partir de 2003, com a melhora dos termos de troca, as intervenções passam a ser, majoritariamente, na ponta da compra de câmbio (acumulação de reservas). O gráfico 5 mostra que a parte da dívida pública mobiliária interna indexada à taxa de câmbio, extremamente elevada até 2002, chega mesmo a tornar-se negativa a partir de 2006.<sup>11</sup> Ou seja, a partir de 2003, a desdolarização do passivo líquido do setor público ocorre via vários canais: redução da dívida externa, extinção da dívida pública interna indexada ao câmbio, colocação dos swaps cambiais reversos (nos quais o governo recebe o rendimento em dólar) e acumulação de reservas internacionais.

O gráfico 4B mostra que a impressionante acumulação de reservas internacionais pós-2003 ocorreu ao mesmo tempo em que a taxa de câmbio se apreciou. Em 2008, com a falência do banco de

<sup>11</sup> Considera-se, no gráfico 5, que a dívida cambial é negativa quando o volume de instrumentos derivativos nos quais o governo auferir rendimentos vinculados ao dólar, e paga rendimentos vinculados à taxa Selic, supera o volume de dívida interna indexada ao dólar.

investimento dos EUA Lehman Brothers, ocorreu grave episódio de fuga de capitais, agravado pelo fato que inúmeras empresas haviam feito apostas na manutenção de um dólar barato, via derivativos exóticos. O gráfico 4B mostra o efeito sobre as reservas internacionais e sobre a taxa de câmbio. Como já mencionado, ao contrário de todas as crises anteriores, na crise de 2008 pode-se fazer política contracíclica, reduzindo os juros e também aumentando, infelizmente em demasia e por período excessivamente longo, os gastos públicos e transferências do Tesouro Nacional para financiar empréstimos subsidiados via bancos públicos.<sup>12</sup>

Os efeitos da crise de 2008 sobre a economia, embora profundos, são bastante passageiros. O gráfico 4B mostra que, já no início 2009, o BC volta a acumular reservas, que passam a crescer muito rapidamente, ao mesmo tempo que a taxa de câmbio se aprecia. A apreciação cambial levou o governo, novamente, a recorrer à combinação de compras esterilizadas de câmbio com controles de entrada de capitais.<sup>13</sup>

A desaceleração do crescimento chinês aliado à crise Europeia diminuiu o fluxo de capitais para as economias emergentes a partir de 2012. O gráfico 4B mostra que as reservas internacionais brasileiras param de crescer, ao mesmo tempo que o arsenal de controles de capital é desmontado (Chamon e Garcia 2015).

Já a partir do final de 2011, o BC recomeça a intervir via swaps cambiais, oferecendo hedge cambial ao mercado. Andrade e Kohlscheen (2014), usando dados intradiários, mostram que tais leilões de derivativos cambiais conseguem apreciar a taxa de câmbio. A depreciação cambial se acelera a partir o TaperTantrum, o anúncio pelo FED em maio de 2013 que iria terminar o programa de compras de ativos pelo FED. Inicialmente, o BC interveio de forma ad hoc. Notando que a taxa de câmbio continuava a depreciar (vide gráfico 6), o BC decide anunciar um plano de intervenções, envolvendo a colocação semanal de US\$ 2 bilhões em swaps cambiais e também mais US\$ bilhão em linha de crédito de curto prazo. Como mostra o gráfico 6, o programa é renovado por três vezes, diminuindo a quantidade de intervenção a cada vez. O volume total de intervenção no início de março de 2015 superava US\$ 110 bilhões.<sup>14</sup>

No final de março de 2015, o BC decidiu não estender o programa após 31/março/2015, embora não seja claro como lidará com o estoque de swaps vincendos numa conjuntura de acentuada depreciação do real frente ao dólar. Em resumo, apesar de o Brasil ter adotado o regime de metas

---

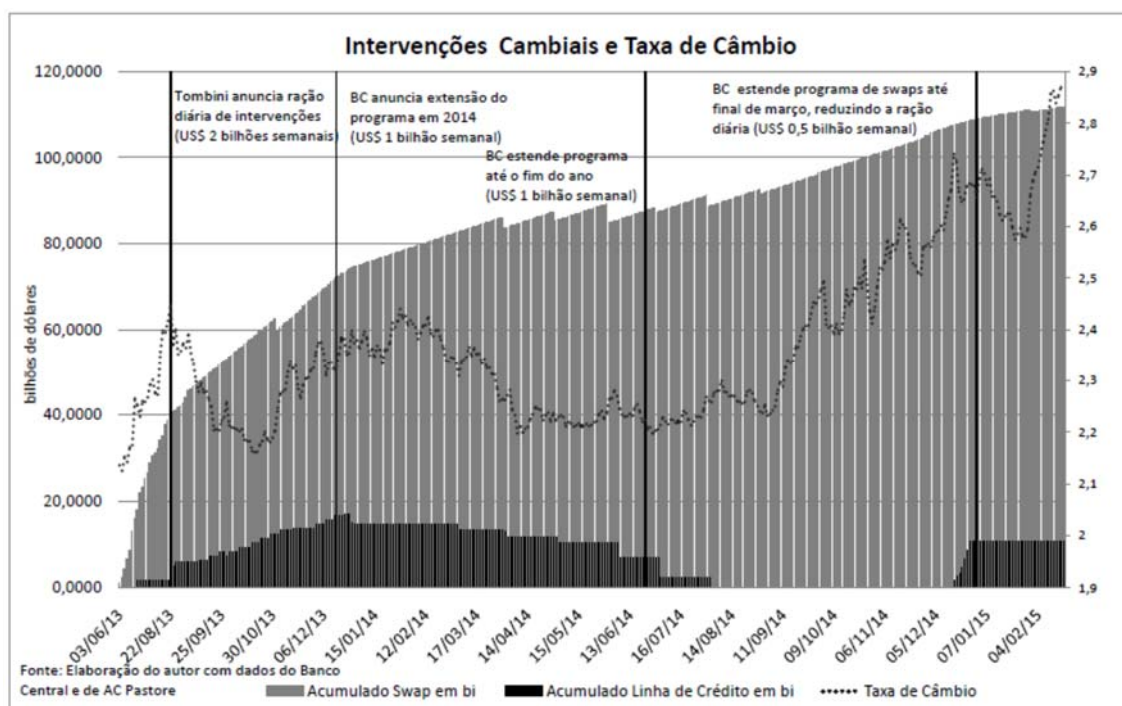
<sup>12</sup> Para maiores detalhes, ver Garcia (2011).

<sup>13</sup> Chamon e Garcia (2015) analisam a eficácia dos controles de capitais em depreciar a taxa de câmbio, dentre outros efeitos.

<sup>14</sup> Garcia e Volpon (2014) analisam detidamente o programa de intervenções do BC. Souza, Chamon e Garcia (2015) analisam a eficácia dos dois primeiros anúncios do programa para depreciar a taxa de câmbio.

para a inflação desde 1999, as intervenções cambiais ocorreram praticamente durante todo o período desde então, tanto para minorar a apreciação cambial, em tempos de grandes influxos de capital, quanto para deter a depreciação cambial, em tempos de saída de capitais. Embora controles de capitais tenham sido adicionados à caixa de ferramentas padrão dos executores de política econômica,<sup>15</sup> vou arguir mais à frente que a eventual transformação do real em moeda conversível exigirá que se abra mão do uso dos mesmos.

Gráfico 6: Intervenções Cambiais do BC pós-TaperTantrum



## O que falta fazer?

Várias são as tarefas remanescentes no que tange ao binômio câmbio-juros. A primeira delas é reduzir a taxa de juros, ou seja o custo de capital das empresas. Aliada a essa primeira tarefa, está o alongamento do crédito, sobretudo o crédito para investimento. O crédito de longo prazo para investimento, no Brasil, permanece sendo uma quase exclusividade do BNDES. Mas não é só o BNDES que desembolsa crédito subsidiado pelo setor público. Os demais bancos públicos também o fazem, e várias linhas de crédito público subsidiado são emprestadas por intermédio de bancos privados. Hoje, a maior parte do estoque de crédito no Brasil é dada por bancos públicos. Por fim, vale mencionar que a integração comercial e financeira da economia brasileira tem colocado cada

<sup>15</sup>Korinek (2011), Ostry et al (2010, 2012)

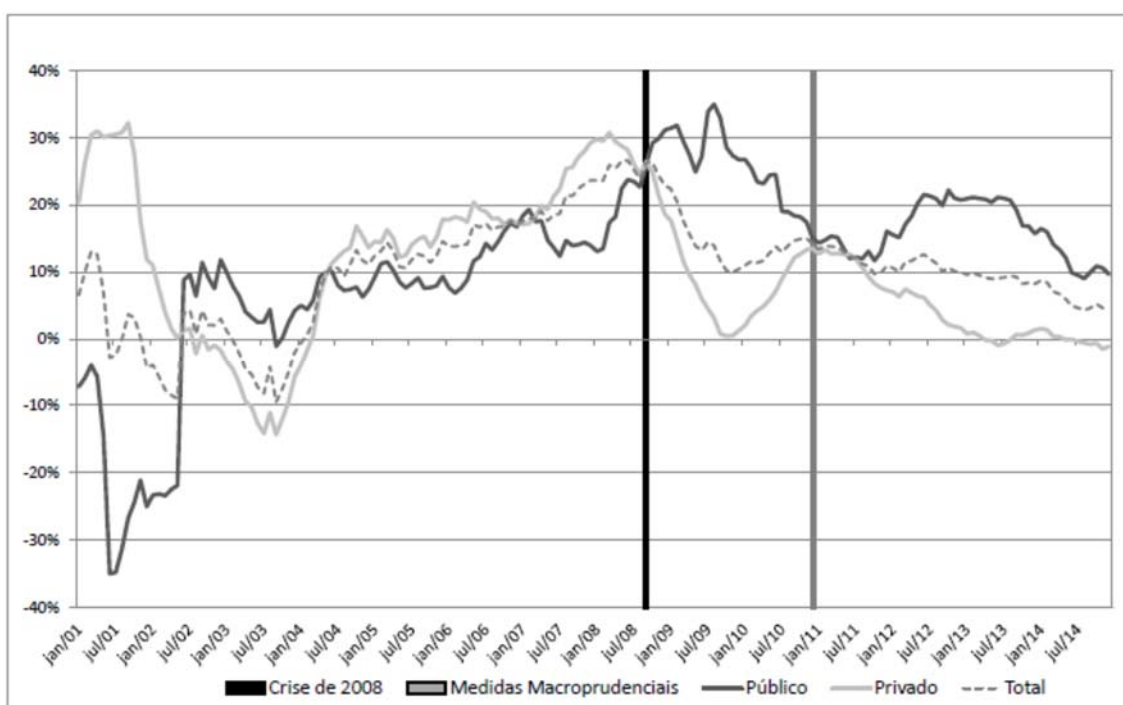
vez mais na ordem do dia a questão da conversibilidade do real, isto é, a possibilidade de o real ser livremente negociado internacionalmente. A conversibilidade do real requereria, inter alia, que se abrisse mão da imposição de controles de capitais. Passo, doravante, a detalhar cada uma dessas tarefas.

## Baixar as Taxas de Juros

A taxa básica de juros, a taxa Selic, afeta não só a taxa de empréstimos bancários, como também as demais formas de captação via renda fixa, como debêntures, analisadas em outros capítulos deste volume. Como já mencionado, o custo de capital para as empresas, em empréstimos tomados junto a bancos, é representado pela soma da taxa básica de juros com o spread bancário. Já foram mencionadas as razões dos elevados spreads bancários.

Vale mencionar que durante o primeiro mandato da Presidente Dilma Rousseff, a partir de 2012, iniciou-se um experimento visando a redução dos juros bancários por intermédio dos bancos públicos. Segundo o plano inicial, os bancos públicos liderariam a redução dos spreads e, conseqüentemente, das taxas de juros aos tomadores finais. Só restaria aos bancos privados seguirem a redução ou serem aliados do mercado de crédito. O gráfico 7 ilustra o referido experimento.

Gráfico 7: Taxas de Expansão do Crédito em 12 meses: Bancos Públicos, Privados e Total



Após a Crise de 2008, os bancos públicos mantiveram a expansão do crédito, realizando com sucesso seu papel anticíclico. Em 2010, contudo, os bancos privados voltam a aumentar a provisão de crédito, sendo que, no final do ano, a taxa de expansão do crédito privado se situa já bem próxima da dos bancos públicos. Após ganhar as eleições de 2010, o governo toma medidas para desaquecer a economia, que naquele ano cresceu 7,5% com a inflação chegando a 5,9%. Várias medidas macroprudenciais são tomadas para restringir a expansão do crédito. O gráfico 7 mostra que, após as medidas macroprudenciais, caem as taxas de expansão, tanto do crédito privado quanto do público.

Entretanto, de forma surpreendente, uma vez que continuavam em vigor as medidas macroprudenciais que foram eficazes em reduzir significativamente o crescimento do crédito, já em 2012, os bancos públicos passam a empreender ações concertadas de expansão do crédito e redução das taxas. A discrepância entre o comportamento dos bancos privados e públicos fica patente no gráfico 7. Enquanto os bancos públicos seguem expandindo a taxa de crescimento do crédito, atingindo mais de 20% ao ano, os bancos privados passam a reduzir a expansão do crédito, chegando mesmo a valores negativos em 2013. É de se presumir que muitos credores de bancos privados passaram para os bancos públicos durante esse período. Há também que se notar que a o crédito imobiliário teve grande expansão nesse período.

O gráfico 8 mostra claramente que a reação à crise internacional de 2008, de aumentar significativamente o crédito via bancos públicos, produziu um quadro no qual os bancos públicos passaram a responder pela maior parte do estoque de crédito no país (54,17% em fevereiro de 2015). Se forem acrescentados os recursos públicos repassados por bancos privados, chega-se a cerca de 2/3 do crédito total no Brasil.

A realidade no início do segundo mandato da Presidente Dilma Roussef mostra que o experimento de redução dos spreads via bancos público fracassou. Com o aumento da taxa Selic para conter a inflação, os spreads voltaram a aumentar, e não há evidências de que tenham sido reduzidos pela ação dos bancos públicos.

Por outro lado, com a recessão que se prenuncia até o final de 2016, teme-se que muitos dos créditos assumidos pelos bancos públicos durante a enorme expansão dos últimos anos venham a se revelar problemáticos, eventualmente causando perdas patrimoniais aos bancos públicos, o que poderia vir a requerer novas recapitalizações do governo, com nocivos impactos sobre o orçamento federal. Passamos agora a analisar o que se deve fazer para reduzir a taxa básica de juros, a taxa Selic.

A taxa de juros real no Brasil é extremamente elevada no Brasil desde o fim da hiperinflação. Muitas causas são levantadas para tal fenômeno negativo: medo da volta da hiperinflação, medo da expropriação pelo governo (incerteza jurisprudencial), ou equilíbrios múltiplos. Embora a

evidência econométrica disponível não justifique as altas taxas de juros no Brasil como resultantes de altos gastos do governo, a realidade econômica após o fim da hiperinflação no Brasil foi de contínua expansão fiscal. O gráfico 9 mostra a trajetória de contínua expansão do gasto público primário (exceto juros) sobre o PIB desde o Plano Real. Falta ao Brasil a experiência de deter a contínua expansão dos gastos públicos. Só então, se e quando um governo quiser e dispuser de apoio político para implementar tal ajuste fiscal, saberemos se as anômalas taxas reais de juros no Brasil estão relacionadas à leniência fiscal.

Gráfico 8: O Avanço do Crédito Público no Brasil

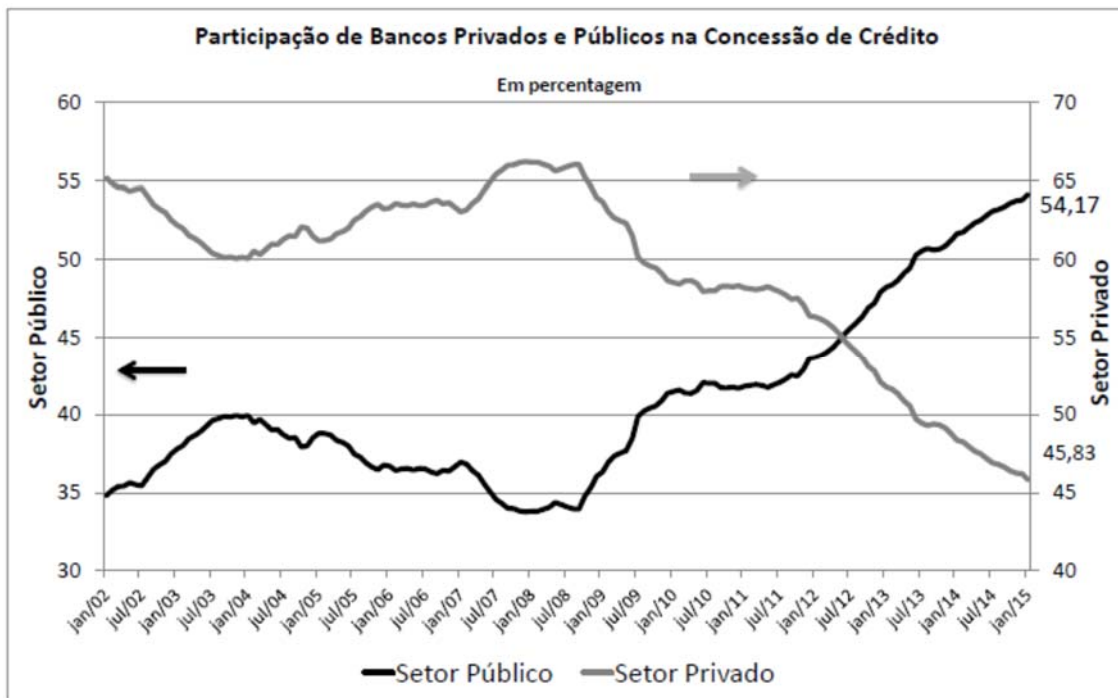
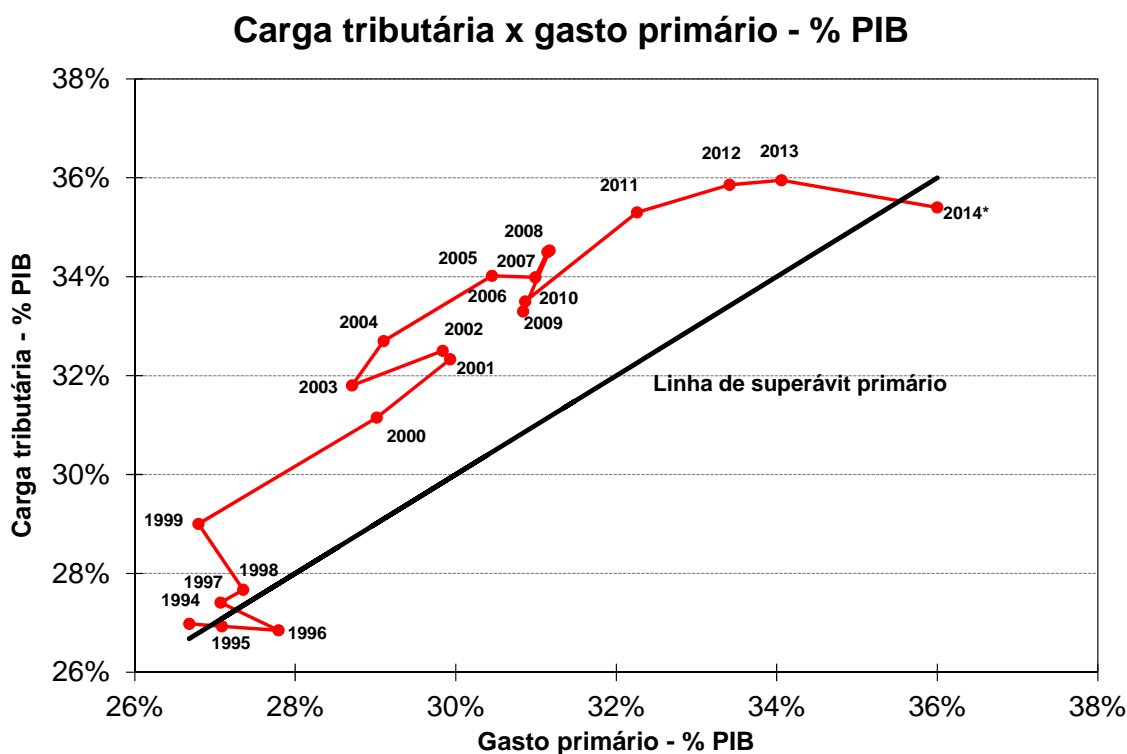




Gráfico 9: Enorme Expansão Fiscal Pós-Plano Real



Fonte: Alexandre Schwartzman, baseado em trabalho de Rogério Werneck. Os números para 2014 são estimativas.

## Alongar o Crédito

Além da alta taxa de juros, outra anomalia do mercado de crédito no Brasil é a baixa maturidade dos créditos, sobretudo os concedidos por bancos privados.<sup>16</sup> Como já mencionado anteriormente, o crédito bancário de longo-prazo para investimento no Brasil é quase todo fornecido pelo BNDES, a taxas subsidiadas.

Há, no tocante ao problema da insuficiência de crédito de longo prazo no Brasil, um problema do ovo e da galinha. O BNDES foi criado porque não havia crédito de longo prazo disponível no setor bancário privado. Por outro lado, com o passar das décadas (o BNDES já tem mais de 60 anos), a existência do BNDES passou a prejudicar as eventuais iniciativas de alongar o crédito bancário. Os melhores devedores, com o menor risco de crédito, recorrem ao BNDES. Assim, sobra ao setor bancário privado apenas os devedores com maiores riscos de crédito, o que desincentiva a provisão de crédito de longo prazo pelo setor privado.

<sup>16</sup> Garcia e Salomão (2006) analisam o problema da baixa maturidade dos créditos bancários no Brasil.

Conquanto o BNDES tenha realizado várias iniciativas conjuntas com o setor bancário privado para aumentar o crédito de longo prazo, não houve mudanças significativas no quadro geral: o BNDES continua sendo praticamente a única fonte de crédito bancário de longo prazo no Brasil.

Com o fim da provisão de fundos pelo Tesouro Nacional aos bancos públicos, notadamente ao BNDES, anunciada pelo Ministro Joaquim Levy, em 2015, que ora tenta reverter a inepta política econômica do primeiro mandato de Dilma Rousseff, é possível que novas iniciativas comecem a surgir, quando a economia mostrar sinais de retomada, levando as empresas a procurar novas fontes de fundos para investir.

## O Crédito Direcionado e os Bancos Públicos

Como já analisado, o gráfico 8 demonstra que os bancos públicos respondem pela maior parte da concessão de crédito no país (54,17%, em fevereiro de 2015). Se forem adicionados os recursos públicos emprestados via bancos privados, conclui-se que cerca de dois terços do total do crédito bancário no Brasil se origina no setor público.

Esse avanço do crédito público, grande parte dele subsidiado, tem impactos fiscais importantes, ao aumentar a despesa de juros, assim inflando o déficit público, além de criar inúmeras distorções microeconômicas. Felizmente, como anteriormente mencionado, a expansão do crédito público, no segundo mandato de Presidente Dilma, não poderá continuar a ser turbinada via empréstimos subsidiados do Tesouro Nacional aos bancos públicos. Essa nova realidade deverá fazer com os bancos públicos, notadamente o BNDES, tenha que alterar suas práticas dos anos recentes, adequando-as à restrição orçamentária do governo. Há, contudo, a ameaça de que a economia política do *rent-seeking* venha a causar uma solução mais caótica, ao estender ainda mais os subsídios a grupos com forte poder de pressão política.

## Conversibilidade Cambial

Em que pese a já extensa e longeva liberalização dos mercados cambiais brasileiros, desde o final da década de 1980, o real (BRL) permanece sendo uma moeda não conversível. Ou seja, o real não é negociado com entrega física fora do país. Qual a importância de tal fato? A possibilidade que levanto aqui é que a não conversibilidade do real seja uma das causas da nossa elevada taxa de juros e do alto custo de capital para as empresas.

Eichengreen, Macedo e Reis (1996) definem conversibilidade cambial como uma situação na qual uma moeda seja usada livremente em transações internacionais. Eles distinguem dois aspectos de

tal situação: a conversibilidade *de jure* e *de facto*. A conversibilidade *de jure* requer que não haja restrições legais ao livre uso da moeda internacionalmente, ou seja, que não haja controles de capitais. Já a conversibilidade *de facto* requer, adicionalmente, que existam mercados financeiros e de capitais líquidos que transacionem instrumentos naquela moeda. Ou seja, não basta não haver controles de capitais, mas também desenvolver um grau muito maior de integração financeira.

Por exemplo, em seu processo de integração financeira, o Japão removeu todos os controles ainda existentes sobre a conversão de moedas estrangeiras em Yen em 1984, atingindo conversibilidade *de jure*. Mas foram necessários ainda vários anos para que fossem criados mercados em instrumentos denominados em Yen, o que configurou a conversibilidade *de facto*, assim abrindo caminho para que Tóquio viesse a se tornar um hub financeiro internacional importante (Takagi 2009).

Após a crise de 2008, passou-se a difundir a ideia de que a segregação financeira era uma virtude. Afinal, países menos integrados financeiramente com os EUA, o epicentro da crise, tenderam a se sair melhor, com recuperação mais rápida. Este foi o caso brasileiro. Não obstante, há que se comparar tal benefício com o custo de um acesso mais restrito a mercados financeiros e de capitais internacionais, o que acaba aumentando o custo de capital para as empresas.

## Conclusão

Este capítulo analisou a evolução das taxas de juros e câmbio desde o Plano Real. A inter-relação entre essas duas importantes variáveis macroeconômicas teve diferentes configurações. Durante a fase inicial do Plano Real, na qual vigorou o regime de câmbio controlado, a volatilidade reduzida da taxa de câmbio criou imensas variações nas taxas de juros, durante os episódios de crises cambiais que ocorreram em 1995, 1997, 1998 e, finalmente, em 1999, quando se adotou o regime de câmbio flutuante. A partir de 1999, os juros variaram menos, embora ainda apresentassem variabilidade muito elevada, para padrões internacionais. Já a taxa de câmbio passou a variar fortemente, sobretudo nos momentos de crise, como em 2001 e 2002. Os ventos favoráveis provenientes da Ásia, a partir de 2003, aumentaram nossos termos de troca (o valor de nossas exportações vis-à-vis as importações), e permitiram que pudéssemos ter um longo período de crescimento. Mesmo a grande crise internacional de 2008 causou muito menor dano do que as crises anteriores. Pela primeira vez, pode-se realizar política anticíclica em tempos de crise.

Infelizmente, não se aproveitou o período benfazejo da economia mundial para realizar as reformas necessárias, sobretudo a redução da velocidade de crescimento dos gastos públicos no Brasil. Assim, a taxa de juros Selic continuou pressionada. O nível médio da taxa real de juros no

Brasil continua sendo uma aberração internacional, em que pese o mau desempenho recente no controle da inflação. Reduzir a taxa de juros básica sem perder o controle da inflação é hoje tarefa ainda mais difícil, dado que os gastos fiscais cresceram muito como proporção do PIB.

Igualmente importante para o custo de capital das empresas, o spread bancário permanece igualmente elevado. Tampouco houve grande avanço na construção de alternativas ao BNDES, na provisão de crédito bancário de longo prazo. O agigantamento do BNDES a partir da crise de 2008 funciona hoje como um fator de desincentivo ao desenvolvimento do mercado de crédito privado. As dificuldades fiscais em manter o modelo anterior de turbinamento do crédito público devem abrir espaço ao maior desenvolvimento do mercado privado de crédito, muito embora a conjuntura recessiva seja um mau momento para realizar tal transição.

Por fim, vale ressaltar a importância em se prosseguir com a integração financeira internacional (além da integração comercial), com o objetivo de reduzir o custo de capital para as empresas brasileiras, assim aumentando nossa anêmica taxa de investimento/PIB (que não raramente atinge magros 19%) e o crescimento da economia. Tal aprofundamento da integração financeira deve passar pela criação de condições para a conversibilidade do real.

## Referências

- Andrade, Sandro e Emanuel Kohlscheen. 2014. "Official Interventions through Derivatives: affecting the demand for foreign exchange". *Journal of International Money and Finance* 47: 202-216.
- Banco Central do Brasil. 2013. *Relatório de Economia Bancária e Crédito*. 18 de Dezembro.
- Cardoso, Eliana e Ilan Goldfajn. 1998. "Capital Flows to Brazil: The Endogeneity of Capital Controls". *IMF Staff Papers* 45 (1): 161-202.
- Barcinski, Alexandre e Márcio Garcia. 1998. "Capital Flows to Brazil In the Nineties: Macroeconomic Aspects and the Effectiveness of Capital Controls". *Quartely Review of Economics and Finance* 38 (3): 319-358.
- Chamon, Marcos e Márcio Garcia. 2015. "Capital Controls in Brazil: Effective?" Texto para Discussão No. 606 - Departamento de Economia, PUC-Rio.
- Chamon, Marcos, Laura Souza e Márcio Garcia. 2015. "FX Interventions in Brazil: A Synthetic Control Approach". Texto para Discussão 630 - Departamento de Economia, PUC-Rio.
- Didier, Tatiana e Márcio Garcia. 2003. Taxas de juros, risco cambial e risco Brasil. *Pesquisa e Planejamento Econômico* 33 (2): 253-297.
- Eichengreen, Barry, Jorge de Macedo and Jaime Reis (1996), *Currency Convertibility*, London: Routledge.
- Garcia, Márcio e Marcos Vinicius Valpassos. 2000. "Capital Flows, Capital Controls, and Currency Crisis: The Case of Brazil in the Nineties". In *Capital flows, capital controls and currency crises: Latin America in the 1990s*. Felipe Larrain, Org. . 143-91. Ann Arbor: University of Michigan Press.
- Garcia, Márcio, Marcelo Medeiros e Maria José Salgado. 2005. "Monetary Policy During Brazil's Real Plan: Estimating the Central Bank's Reaction Function". *Revista Brasileira de Economia* 59 (1): 61-79.
- Garcia, Márcio e Juliana Salomão. 2006. ALONGAMENTO DOS TÍTULOS DE RENDA FIXA NO BRASIL. In *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento*. Org. Edmar Lisboa Bacha; Luiz Crysostomo de Oliveira Filho. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria.
- Carvalho, Bernardo e Márcio Garcia. 2008. "Ineffective Controls on Capital Inflows Under Sophisticated Financial Markets: Brazil in the Nineties". In *Financial market volatility and performance in emerging markets*. Sebastian Edwards e Márcio Gomes Pinto Garcia, Orgs. . 29-96. Chicago: The Chicago University Press.

Garcia, Márcio. 2009. "Capital Flows: The Case of Brazil". In *Dealing with an international credit crunch: policy responses to sudden stops in Latin America*. BID, p.189-234. Eduardo Cavallo e Alejandro Izquierdo, Orgs. .

Garcia, Márcio. 2011. "O Sistema Financeiro e a Economia Brasileira Durante a Grande Crise de 2008." ANBIMA. Disponível em <http://www.anbima.com.br/mostra.aspx/?id=1000001380>.

Garcia, Márcio e Tony Volpon. 2014. "DNDFS: A More Efficient Way to Intervene In FX Markets?" Texto para Discussão No. 621 - Departamento de Economia, PUC-Rio.

Korinek, Anton. "The New Economics of Capital Controls Imposed for Prudential Reasons". IMF Working Paper WP/11/298.

Ostry, Jonathan, Atish Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash Qureshi e Dennis Reinhart. 2010. "Capital Inflows: The Role of Controls". *IMF Staff Position Note*. 19 de Fevereiro.

Ostry, Jonathan, Atish Ghosh e Marcos Chamon. 2012. "Two Targets, Two Instruments: Monetary, and Exchange Rate Policies in Emerging Market Economies" *IMF Staff Position Note*. 29 de Fevereiro.

Presidência da República. 1999. Decreto Nº 3.088. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto/D3088.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/D3088.htm).

Takagi, Shinji (2009), "Internationalising the Yen, 1984-2003: Unfinished Agenda or Mission Impossible?" Paper apresentado na conferência Bank of Korea-Bank for International Settlements seminar on Currency Internationalization (18-20 March).

Departamento de Economia PUC-Rio  
Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro  
Rua Marques de São Vicente 225 - Rio de Janeiro 22453-900, RJ  
Tel.(21) 31141078 Fax (21) 31141084  
[www.econ.puc-rio.br](http://www.econ.puc-rio.br)  
[flavia@econ.puc-rio.br](mailto:flavia@econ.puc-rio.br)