

**ESTUDO TÉCNICO SOBRE AS TAXAS DE JUROS
VIGENTES NO BRASIL:**

Uma análise das hipóteses convencionais.

3^a. versão

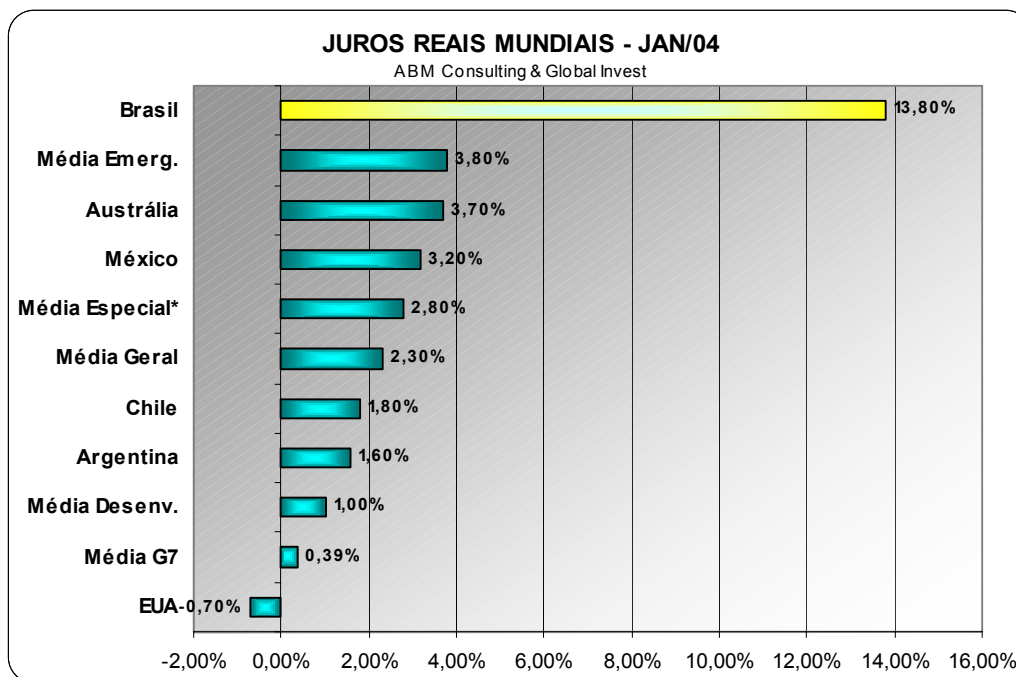
**Prof. Dr. Alberto Borges Matias
FEA-RP/USP**

POR QUE SÃO ELEVADAS AS TAXAS DE JUROS?

Prof. Dr. Alberto Borges Matias¹

Muito se tem escrito sobre as elevadas taxas de juros vigentes no Brasil, mas pouco de forma científica, isenta do isolamento teórico ou isenta de interesses financeiros. A imprensa tem propalado pré-concepções emanadas pelos diversos Governos, inclusive pelo Governo Lula, quanto à efetiva necessidade de taxas elevadas de juros no País por conta da instabilidade estrutural do próprio País. Assim, as taxas seriam elevadas para conter o processo inflacionário, para dar estabilidade cambial ou para incentivar o mercado a adquirir os títulos públicos, necessários ao financiamento do Tesouro Federal. Neste curto texto, procuro apresentar análises, de cada uma destas hipóteses, de forma científica, na busca do embasamento sério da discussão da formação das taxas de juros no País. O diagnóstico correto é essencial para a correta decisão de ajuste da política econômica.

O gráfico a seguir ilustra as taxas de juros reais do Brasil e alguns países selecionados no mês de janeiro de 2004 calculados pela Global Invest. Podemos observar que as taxas no Brasil são 3,6 vezes a dos países emergentes, 5 vezes dos emergentes tirando os outliers (Brasil, Rússia, Turquia e Venezuela), chamada de média especial*, 13,8 vezes a média dos desenvolvidos e 35,8 vezes a média dos países pertencentes ao G7. Não podemos imaginar que somente nós estejamos certos e o mundo inteiro errado.



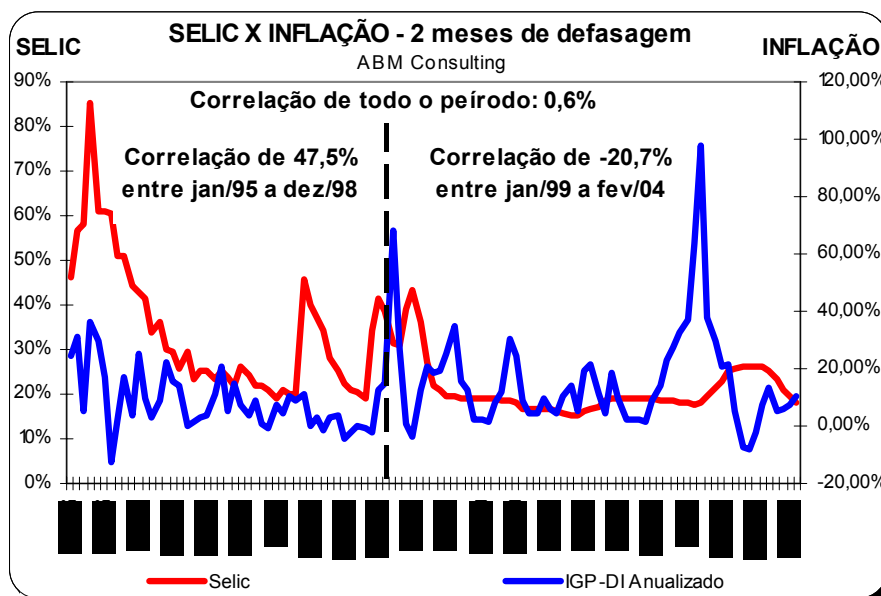
¹ Alberto Borges Matias é professor Associado do Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo no campus de Ribeirão Preto (FEA-RP/USP), livre docente em finanças, professor nos programas de graduação e pós graduação e consultor de organizações públicas e privadas. Agradecimentos a Felipe Tumenas e Gustavo Pedreira, ambos da FEA-RP/USP, pelo apoio à estruturação e análise de dados, e à ABM Consulting, pelo apoio nos levantamentos.

HIPÓTESE 1: Para reduzir ou controlar a inflação.

Para testarmos esta hipótese de forma científica, precisaremos calcular a correlação entre taxa de juros e inflação, em séries longas, pois do contrário iremos cometer um erro científico de podermos relacionar fenômenos que não apresentam efetiva relação. Não podemos, também, esquecer que sob a denominação inflação coexistem três fenômenos distintos, em causa, e que, portanto, caso seja ministrado o remédio de uma para outra o fenômeno poderá ser, inclusive, acirrado. São eles: inflação de demanda, inflação de custos e inflação monetária. Ressalto que esta divisão não apresenta consenso entre os economistas.

O gráfico a seguir ilustra a correlação entre inflação e juros. Para analisarmos a inflação utilizamos a variação do Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) calculado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) anualizada e para os juros utilizamos a taxa Selic anualizada. O período da pesquisa foi de jan/95 a fev/04, dividido em dois períodos básicos: até dez/98, quando o câmbio era fixado, e de jan/99 até o final da série com o câmbio livre.

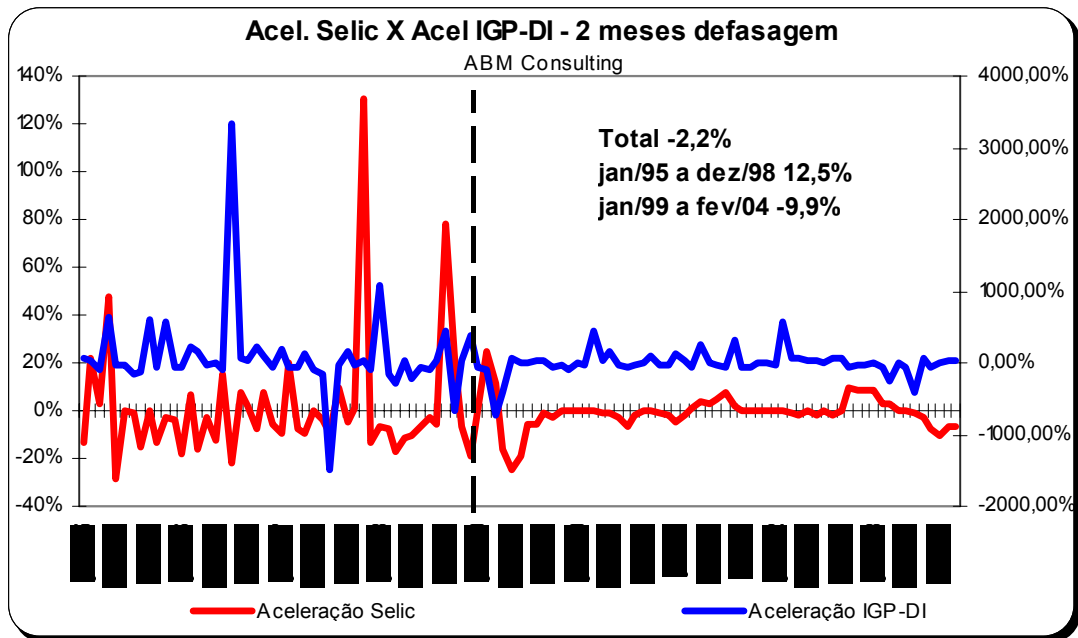
Quando defasamos a inflação em dois meses, ou seja, dado os juros de no mês t , comparamos este com a inflação do mês $t+2$, as correlações não apresentam resultados significativos. Para o período todo não há correlação, 0,6%. No primeiro período a correlação é de 47,7% positiva, que apesar de pequena, pode levar à suspeita de que os juros podem gerar inflação. No segundo período nos deparamos com uma correlação negativa de 20,7%, insignificante. Os testes estatísticos não identificaram significância. Vejamos o gráfico:



Podemos então concluir que analisando por esta ótica, não se pode afirmar que altos juros influenciam na queda e/ou controle da inflação.

Uma outra análise poderia se dar pela correlação da aceleração das variáveis em questão, ou seja, se aumentarmos (ou diminuirmos) os juros em X%, qual a relação deste

com uma variação de Y% na inflação. Para tal análise utilizamos os mesmo dados e períodos da análise anterior. Defasando 2 meses a inflação em relação aos juros, as correlações também são inexistentes, negativa em 2,18% para todo período, positiva em 12,5% primeiro período e negativa em 9,8% para o segundo período. Vejamos o gráfico.



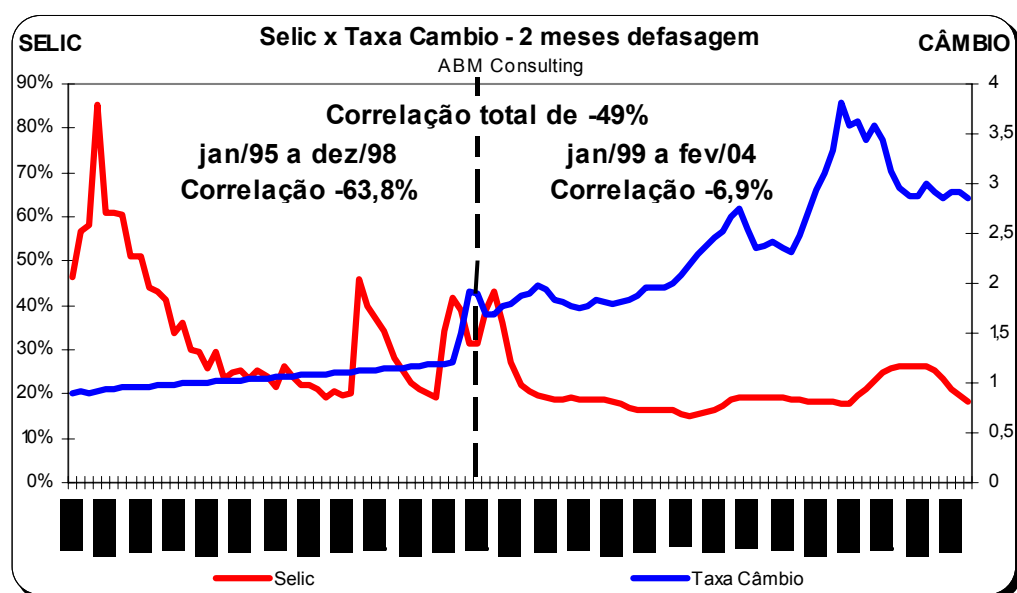
**PORTANTO, REJEITA-SE A HIPÓTESE DE QUE AS
TAXAS DE JUROS SÃO ALTAS PARA REDUZIR E/OU
CONTROLAR A INFLAÇÃO.**

HIPÓTESE 2: Para dar estabilidade cambial.

Esta hipótese considera que existe correlação entre taxa de juros e taxa de câmbio, e que, portanto, para evitar-se instabilidade cambial, há a necessidade de elevação da taxa de juros para estabilizar os fluxos cambiais. Esta hipótese considera que a entrada de fluxos voláteis especulativos de curto prazo seja necessária para a estabilidade econômica, quando o que ocorre é exatamente o inverso: fluxos voláteis aumentam o risco dos países.

Os dados analisados são de jan/95 a fev/04 e são analisados de três maneiras: sua totalidade, de jan/95 a dez/98 e jan/99 a fev/04.

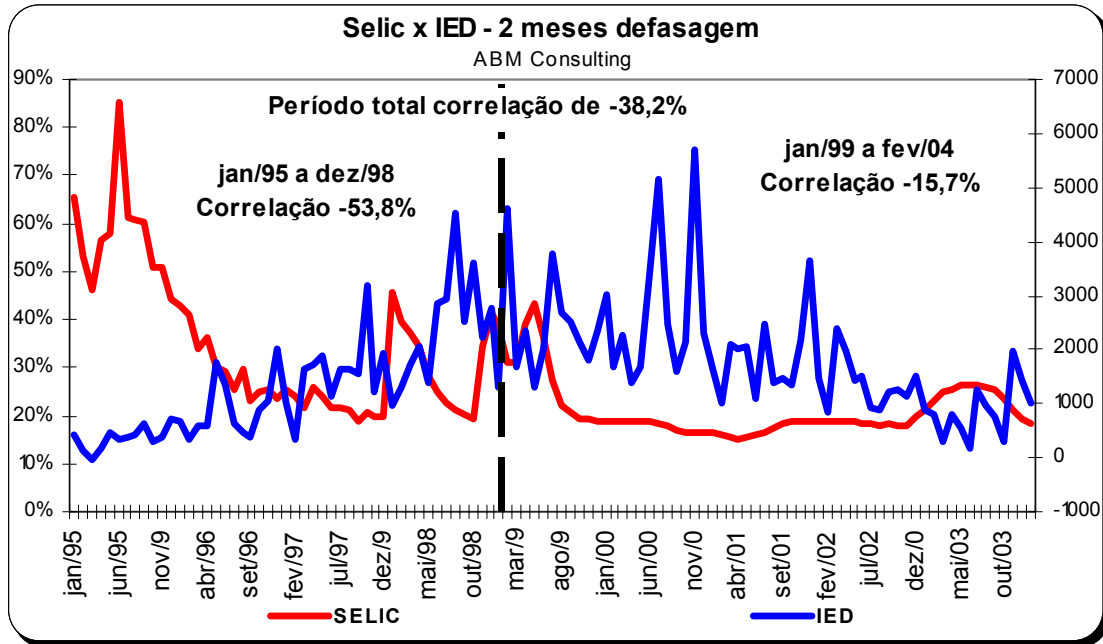
Defasando a taxa de câmbio em dois meses em relação à Selic, observamos uma correlação negativa de 49%, não significativa. No primeiro período a correlação é negativa de 63,7%, também não significativa, lembrando que este período foi marcado pela taxa fixa de câmbio. No segundo período foi negativa de 6,9%. Vejamos o gráfico.



No tocante ao fluxo de capitais internacionais, podemos diferenciá-lo de maneira simplificada em dois tipos: especulativo de curto prazo e investimento direto de longo prazo. No tocante à entrada de capital especulativo, este só aumenta a instabilidade cambial e financeira, portanto não deveria ser incentivado, mesmo sob crise, pois as conseqüências a longo prazo são avassaladoras com enorme comprometimento de recursos. Quanto à saída, a evasão de capital especulativo deveria ser administrada. Ainda sob esta ótica, outro aspecto que poderia ser considerado é o de que baixas taxas de juros conduzem à exportação de capital de investimento do país, o que realmente não ocorre somente por causa da redução da taxa de juros do país. Apenas para fomento a esta discussão, no mundo inteiro as taxas são bem inferiores às vigentes no Brasil e não há evasão de capital de investimento por isto.

Como podemos observar pelo gráfico a seguir, o capital de longo prazo, IED – Investimento Estrangeiro Direto, apresenta taxa negativa de correlação com os juros, ou

seja aumentado-se a taxa de juros reduz-se a entrada de investimento no país, com baixa correlação.



Sem defasagem, as correlações não se alteram muito. Negativa em 37,4% para o período total, negativa de 48,9% para o primeiro período e negativa de 6,6% para o segundo período.

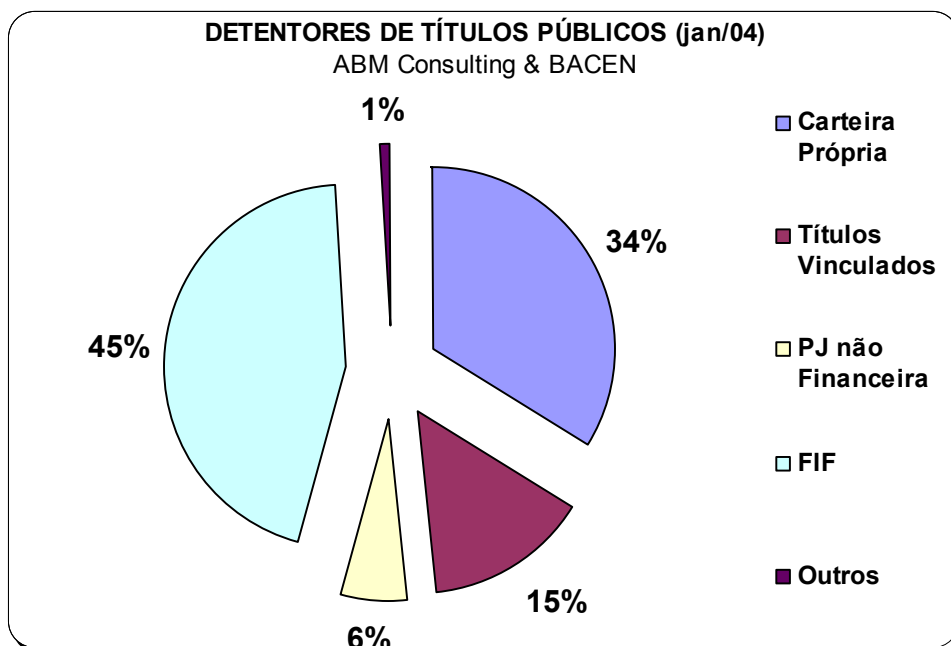
**PORTANTO, REJEITA-SE A HIPÓTESE DE QUE AS
TAXAS DE JUROS SÃO ALTAS PARA GERAR
ESTABILIDADE CAMBIAL NO PAÍS.**

HIPÓTESE 3: Para vender títulos públicos.

Esta hipótese considera que o mercado exige taxas mais elevadas a serem pagas nos títulos públicos para adquirir tais títulos, em razão do risco elevado apresentado pelo Governo Brasileiro. No fundo esta hipótese considera que existe mercado perfeito de compra e venda de títulos públicos.

Assim, para podermos analisar de forma científica esta hipótese, precisaremos avaliar o mercado adquirente de tais títulos. Este mercado é formado por instituições do mercado de capitais, que administram recursos para terceiros e mantém parte em suas carteiras, por investidores institucionais, destacando-se fundos de pensão, fundos de investimento e seguradoras, e por instituições bancárias, para suas carteiras próprias ou para mercado aberto. Os investidores institucionais são compulsórios: os fundos de pensão, por regulação da SPC – Secretaria de Previdência Complementar do Ministério da Previdência, lembrando, ainda, que os grandes fundos de pensão são ligados a estatais e sob administração do próprio Governo; os fundos de investimento, por regulação da CVM – Comissão de Valores Mobiliários; e as seguradoras, por regulação da SUSEP – Superintendência de Seguros Privados. Isto significa que a taxa dos títulos nenhuma influência apresenta sobre a decisão de compra dentro dos limites obrigatórios, ou seja, mesmo que a taxa de juros seja zero, a compra é compulsória. Lembro também que o Governo pode, a qualquer momento, aumentar a obrigatoriedade de aquisição. No caso das instituições bancárias, estas precisam, também, manter uma parte de títulos públicos em carteira como forma de constituição de colchão de liquidez, necessário à adequada gestão de risco de seu fluxo de caixa.

O gráfico a seguir apresenta a composição do mercado adquirente de títulos públicos no Brasil, pelo qual observa-se a participação significativa de investidores institucionais.



Na tabela a seguir apresenta a distribuição da carteira de títulos e valores mobiliários nos maiores bancos do Brasil, considerando o ativo total. Observa-se que 51,1% dos títulos estão em mãos de bancos públicos, que são agentes do Governo Federal e de sua política fiscal. Do restante, 49%, 28% está na mão de Itaú e Bradesco e Unibanco. Lembro que parte desta carteira teria que necessariamente ser alocada como colchão de liquidez.

Composição do mercado de títulos - maiores bancos.

BANCO	TVM CP	TVM LP	TOTAL TVM	% TOTAL
CEF	28.143.706,00	49.382.246,00	77.525.952,00	22,5%
BANCO DO BRASIL	11.238.850,00	56.883.159,00	68.122.009,00	19,7%
BRADESCO	43.537.442,00	10.267.338,00	53.804.780,00	15,6%
ITAU	17.838.845,00	11.580.961,00	29.419.806,00	8,5%
NOSSA CAIXA	11.796.106,08	5.912.407,94	17.708.514,02	5,1%
UNIBANCO	9.812.553,00	5.692.889,00	15.505.442,00	4,5%
ABN AMRO REAL	9.947.112,00	5.550.046,00	15.497.158,00	4,5%
BANESPA	1.954.247,00	9.473.223,00	11.427.470,00	3,3%
VOTORANTIM	9.308.888,14	922.508,81	10.231.396,95	3,0%
BNB	3.277.311,86	4.140.998,22	7.418.310,08	2,2%
SAFRA	6.457.386,23	837.860,90	7.295.247,13	2,1%
BANRISUL	2.398.685,87	3.256.697,11	5.655.382,98	1,6%
HSBC BANK BRASIL	3.159.207,12	1.894.916,96	5.054.124,08	1,5%
JP MORGAN	3.659.827,08	492.879,91	4.152.706,99	1,2%
CITIBANK	3.422.218,00	701.500,00	4.123.718,00	1,2%
DEUTSCHE BANK	3.197.593,27	253.838,05	3.451.431,32	1,0%
SANTOS	2.860.871,00	2	2.860.873,00	0,8%
PACTUAL	2.782.518,62	47.698,21	2.830.216,83	0,8%
BANKBOSTON	1.470.939,20	535.106,83	2.006.046,03	0,6%
RURAL	884.838,00	0	884.838,00	0,3%
Total Bancos Públicos	56.854.659,81	119.575.508,27	176.430.168,08	51,1%
Total da amostra	177.149.145,47	167.826.276,94	344.975.422,41	100,0%

Dados de 31/12/2003

Fonte: ABM Consulting

Para que possamos determinar o excedente de aplicações em títulos, o que em tese constituiria o mercado livre, precisamos comparar a participação da carteira de títulos dos bancos brasileiros com bancos comerciais internacionais, que apresentam uma aplicação em tesouraria da ordem de 8,7%. A tabela a seguir apresenta a aplicação em tesouraria dos maiores bancos brasileiros ao final de 2003, pela qual observa-se que a média de aplicação dos bancos privados é de 34%, havendo um excedente de 25% aplicado em títulos. Assim, somente 25% dos 49%, que tais bancos representam do total deste segmento do mercado, poderia ser considerado mercado, ou seja, apenas cerca de 13% do total aplicado por este segmento.

A seguir apresento quadro com a composição dos ativos dos bancos com maior participação de aplicações em títulos e valores mobiliários, pelo qual observa-se a importância desse tipo de ativo para algumas instituições bancárias.

Aplicações de tesouraria em % aplicações totais

BANCO	% Aplicações
DEUTSCHE BANK	76,2%
JP MORGAN	66,3%
NOSSA CAIXA	64,3%
BNB	58,2%
CEF	51,5%
BANRISUL	47,9%
SANTOS	45,6%
PACTUAL	45,2%
VOTORANTIM	41,7%
BANESPA	37,0%
BRADESCO	30,6%
BANCO DO BRASIL	29,6%
ABN AMRO REAL	28,0%
ITAU	24,8%
SAFRA	23,8%
UNIBANCO	22,3%
CITIBANK	21,4%
HSBC BANK BRASIL	19,2%
RURAL	15,5%
BANKBOSTON	11,9%
Média Geral	38,0%
Média Públicos	46,8%
Média Privados	34,0%

Dados de dez/03

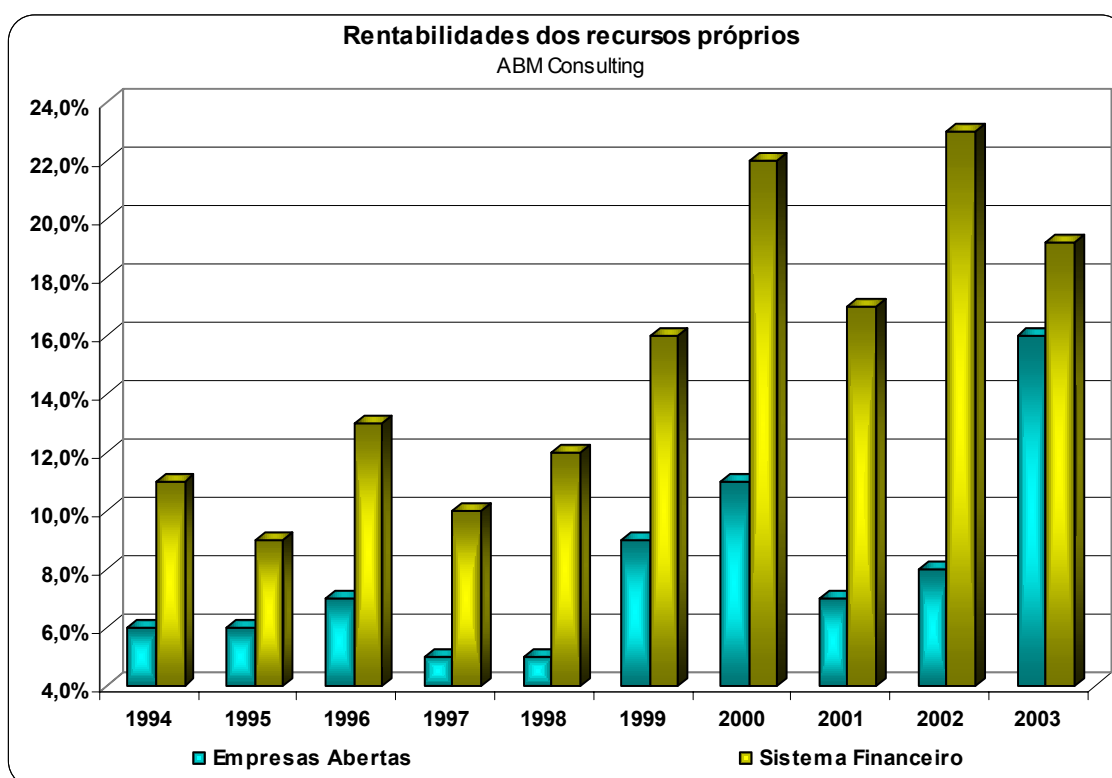
FONTE: ABM Consulting

Pelo exposto, não se pode afirmar que o mercado de títulos públicos no Brasil seja perfeito, aliás, está muito distante disto, e nem tão pouco se pode afirmar que as taxas de juros precisam ser elevadas para se vender títulos públicos. Não existe, pelo aqui colocado, mercado perfeito de títulos públicos no Brasil. Assim, não se pode afirmar que as taxas de juros precisem ser elevadas para que se consiga vendê-los.

**PORTANTO, REJEITA-SE A HIPÓTESE DE QUE AS
TAXAS DE JUROS PRECISAM SER ELEVADAS PARA
VENDER TÍTULOS PÚBLICOS.**

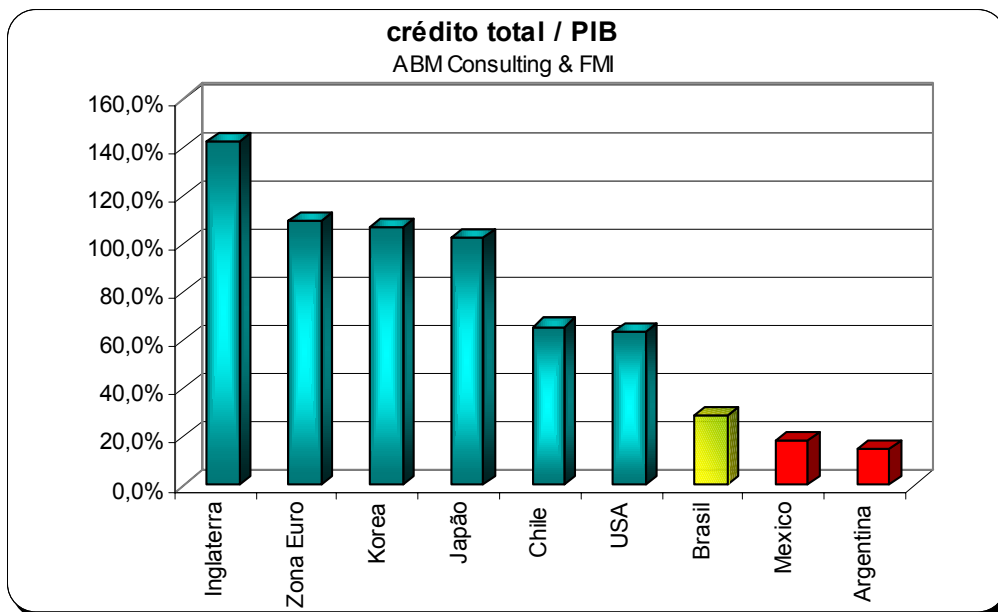
ENTÃO POR QUE SE ADOTOU POLITICA MONETÁRIA DE TÃO ELEVADAS TAXAS DE JUROS NO BRASIL?

As organizações mais rentáveis durante os últimos anos foram as bancárias, conforme pode se observar no gráfico a seguir que compara a rentabilidade patrimonial de empresas de capital aberto e de bancos. Em termos econômicos, a definição da taxa de juros é um processo de transferência de renda. Existe alguma razão para fomento à transferência de renda para o setor bancário?

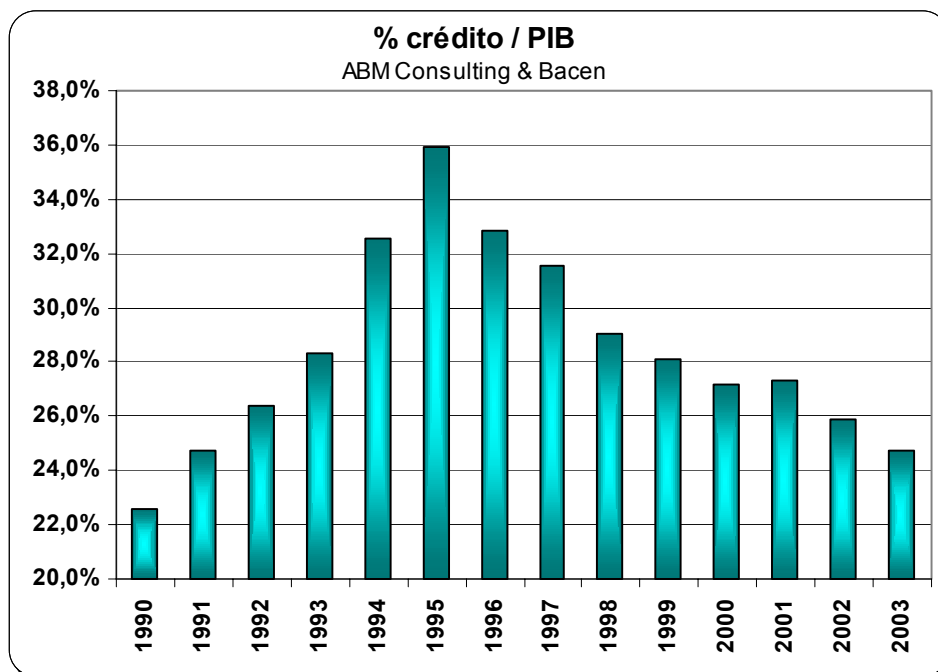


O gráfico a seguir mostra a evolução da relação crédito / PIB no Brasil segundo o BC e a relação crédito / PIB de diversos países segundo o FMI. Podemos observar que o Brasil apresenta a menor taxa do mundo. O México apresenta o efeito das maquiladoras, que contratam crédito nos EUA e produzem no México, e a Argentina vem de uma forte recessão.

Então, no Brasil, temos a maior taxa real de juros do mundo com o menor volume de crédito sobre o PIB do mundo: estamos frente a uma economia com fortes anomalias, pelo que não podemos aplicar aqui a teoria econômica convencional.

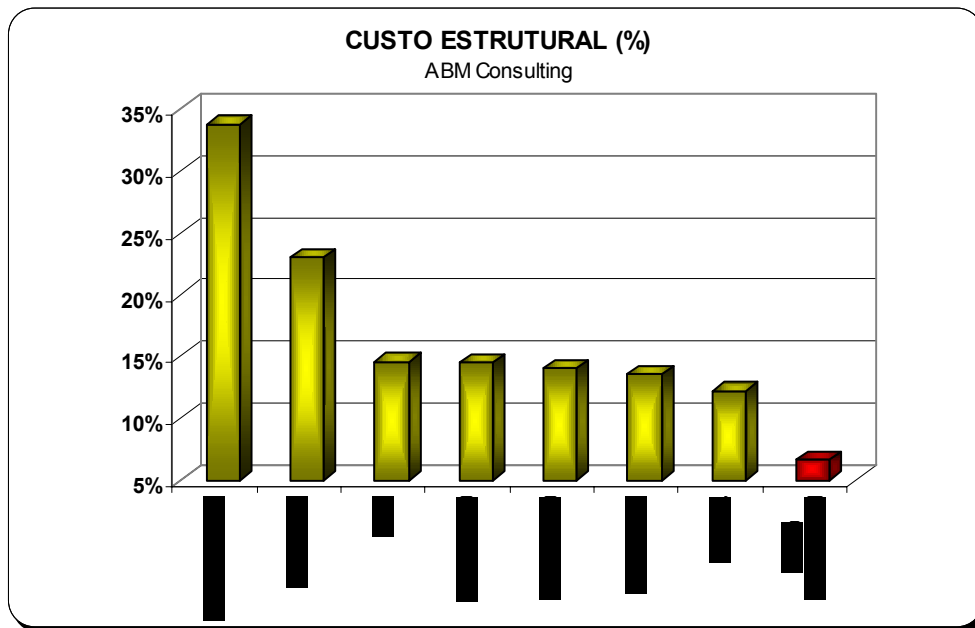


No Brasil os volumes de crédito relativamente ao PIB sempre foram baixos em razão, em alguns momentos, da falsa pré-concepção de que sua elevação iria trazer inflação de demanda e, em outros, da necessidade de se manter baixo o nível de atividade econômica interna para a geração de excedentes de exportação e retração de importações visando o pagamento de compromissos internacionais.



Em decorrência dessa anomalia representada pelo baixo volume de crédito, os bancos no Brasil apresentam uma elevada representatividade de custos estruturais (pessoal e

administrativo) frente às operações de crédito muito pesada para padrões internacionais, em grande parte decorrente do fato exposto do pequeno mercado de crédito. Em síntese, os bancos no Brasil não apresentam economia de escala, pelo que necessitam de apoio de políticas macroeconômicas para sua sustentabilidade. Assim, também, não adianta culpá-los pelas elevadas taxas praticadas: são ao mesmo tempo vítimas e beneficiários dessas políticas. O gráfico a seguir apresenta os índices de custo estrutural relativamente às operações de crédito de alguns bancos brasileiros comparativamente a bancos internacionais.



Dados referentes a dez/03.

Aqui apresento minha teoria quanto à formação de taxas de juros no Brasil, pelo que vejo como necessário trazer uma abordagem histórica.

Antes do Plano Real o Governo cobria seu déficit com emissão monetária, provocando os elevados níveis inflacionários que conhecemos. Nesse período os bancos auferiam seus ganhos por *floating*, isto é pela aplicação de recursos sem remuneração (depósitos à vista, recursos de cobrança e recursos de terceiros em trânsito) a taxas elevadas de correção monetária.

O Plano Real apenas alterou a forma de financiamento do déficit público: ao invés de financiá-lo via emissão de dinheiro, passou a fazê-lo pela emissão de dívida, razão que conduziu o País à dívida atual.

O quadro a seguir mostra os ganhos com *floating* dos bancos múltiplos e comerciais de grande e macro porte, pelo qual se observa, um ganho de R\$ 9,6 bilhões em 1994, com apenas meio ano de inflação. Em 1995 não passou de R\$ 1 bilhão, com uma perda de R\$ 8,7 bilhões causado pela mudança na forma de financiamento do déficit público implantada pelo Plano Real.

Ganhos com *FLOATING* dos bancos de macro e grande porte.

Instituição	dez-94	dez-95
BANCO ABN AMRO REAL S/A	11.077	0
BANCO BAMERINDUS S/A	506.876	53.224
BANCO BANORTE S/A	39.574	966
BANCO BCN S/A	47.342	8.534
BANCO BRADESCO S/A	1.208.881	0
BANCO DO BRASIL S/A	3.157.462	411.051
BANCO DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO S/A (LIQ.EXTRA JUD)	344.370	53.898
BANCO DO NORDESTE DO BRASIL S/A	58.053	13.938
BANCO ECONOMICO S/A	160.751	
BANCO ITAU S/A	851.133	68.811
BANCO NACIONAL S/A	456.759	58.455
BANCO NOSSA CAIXA S/A	141.469	33.635
BANCO PONTUAL S/A	9.228	0
BANCO REAL S/A	285.295	90.879
BANCO SAFRA S.A.	35.349	11.348
BANCO SANTANDER BRASIL S/A	24.768	-4.063
BANCO SANTANDER NOROESTE S/A	29.936	5.525
BANCO SUDAMERIS BRASIL S/A	57.906	24.597
BANCO VOTORANTIM S/A	4.000	2.075
CAIXA ECONOMICA FEDERAL	1.974.748	39.884
UNIBANCO - UNIAO DE BANCOS BRASILEIROS S/A	213.763	14.907
Total	9.618.740	887.664

FONTE: ABM Consulting

Ao alterar a forma de financiamento do déficit, o Plano conduziria o setor bancário à bancarrota, razão pela qual passou-se a conceder uma taxa de juros elevadas na emissão da dívida, e em consequência nas operações de crédito. Os juros passaram a ser elevados, nas operações de crédito e na carteira de títulos, para compensar o setor bancário pela perda do *floating*.

O quadro a seguir apresenta as receitas somada de operações de créditos e de títulos dos bancos de macro e grande porte em 1994 e 1995. Observa-se um significativo aumento nas receitas de R\$ 23,9 bilhões, uma variação de 55% em apenas um ano.

Receita de operações de crédito e de TVM nos bancos de macro e grande porte.

Instituição	1994	1995	Var. %	Var. Valor
BANCO ABN AMRO REAL S/A	180.002	571.165	217,3%	391.163
BANCO BAMERINDUS S/A	2.171.618	3.209.388	47,8%	1.037.770
BANCO BANORTE S/A	268.285	410.745	53,1%	142.460
BANCO BCN S/A	1.178.782	1.785.733	51,5%	606.951
BANCO BRADESCO S/A	2.538.352	6.690.687	163,6%	4.152.335
BANCO CITIBANK S/A	126.157	59.910	-52,5%	-66.247
BANCO DO BRASIL S/A	5.591.461	11.127.679	99,0%	5.536.218
BANCO DO ESTADO DE SAO PAULO S/A	13.324.024	15.568.389	16,8%	2.244.365
BANCO DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO S/A (LIQ.EXTRA JUD)	124.703	381.702	206,1%	256.999
BANCO DO NORDESTE DO BRASIL S/A	238.324	375.818	57,7%	137.494
BANCO ICATU S/A	667.949	214.229	-67,9%	-453.720
BANCO ITAMARATI S/A	37.086	180.092	385,6%	143.006
BANCO ITAÚ BBA S.A.	18.862	222.284	1078,5%	203.422
BANCO ITAÚ S/A	3.313.295	3.688.951	11,3%	375.656
BANCO NACIONAL S/A	2.207.632	2.404.363	8,9%	196.731
BANCO NOSSA CAIXA S/A	915.664	1.669.192	82,3%	753.528
BANCO PONTUAL S/A	72.446	227.687	214,3%	155.241
BANCO REAL S/A	1.146.402	1.750.413	52,7%	604.011
BANCO REGIONAL DE DESENVOLVIMENTO DO EXTREMO SUL	652.867	270.677	-58,5%	-382.190
BANCO SAFRA S.A.	890.732	1.080.484	21,3%	189.752
BANCO SANTANDER BRASIL S/A	128.977	302.534	134,6%	173.557
BANCO SANTANDER NOROESTE S/A	400.346	711.487	77,7%	311.141
BANCO SUDAMERIS BRASIL S/A	398.311	792.630	99,0%	394.319
BANCO VOTORANTIM S/A	116.784	178.726	53,0%	61.942
BANKBOSTON BANCO MULTIPLO S/A	758.746	428.002	-43,6%	-330.744
CAIXA ECONOMICA FEDERAL	5.209.991	10.534.326	102,2%	5.324.335
UNIBANCO - UNIAO DE BANCOS BRASILEIROS S/A	1.076.245	2.816.080	161,7%	1.739.835
Total	43.754.043	67.653.373	54,6%	23.899.330

FONTE: ABM Consulting

O quadro a seguir nos mostra as despesas de intermediação financeira, excluindo-se a provisão para créditos de liquidação duvidosa, observando-se um aumento de R\$ 15,3 bilhões, ou 49%.

Despesas de intermediação (excluindo-se provisões)

Instituição	1994	1995	Var. %	Var. Valor
BANCO ABN AMRO REAL S/A	118.268	258.023	218%	139.755
BANCO BAMERINDUS S/A	1.600.465	2.002.131	125%	401.666
BANCO BANORTE S/A	168.774	293.949	174%	125.175
BANCO BCN S/A	726.868	1.095.034	151%	368.166
BANCO BRADESCO S/A	1.240.670	4.429.476	357%	3.188.806
BANCO CITIBANK S/A	92.751	30.672	33%	-62.079
BANCO DO BRASIL S/A	3.808.115	8.468.311	222%	4.660.196
BANCO DO ESTADO DE SAO PAULO S/A	11.303.841	12.992.208	115%	1.688.367
BANCO DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO S/A (LIQ.EXTRA JUD)	119.266	445.459	374%	326.193
BANCO DO NORDESTE DO BRASIL S/A	137.001	245.466	179%	108.465
BANCO ICATU S/A	553.178	162.872	29%	-390.306
BANCO ITAMARATI S/A	-33.037	94.604	-286%	127.641
BANCO ITAÚ BBA S.A.	28.069	157.334	561%	129.265
BANCO ITAÚ S/A	2.678.264	1.341.234	50%	-1.337.030
BANCO NACIONAL S/A	1.572.437	1.806.374	115%	233.937
BANCO NOSSA CAIXA S/A	673.379	1.090.191	162%	416.812
BANCO PONTUAL S/A	77.266	191.740	248%	114.474
BANCO REAL S/A	634.624	762.321	120%	127.697
BANCO REGIONAL DE DESENVOLVIMENTO DO EXTREMO SUL	302.892	95.619	32%	-207.273
BANCO SAFRA S.A.	586.065	886.366	151%	300.301
BANCO SANTANDER BRASIL S/A	61.912	124.333	201%	62.421
BANCO SANTANDER NOROESTE S/A	137.745	292.960	213%	155.215
BANCO SUDAMERIS BRASIL S/A	289.375	423.161	146%	133.786
BANCO VOTORANTIM S/A	99.015	158.982	161%	59.967
BANKBOSTON BANCO MULTIPLO S/A	754.659	376.837	50%	-377.822
CAIXA ECONOMICA FEDERAL	3.241.603	7.236.510	223%	3.994.907
UNIBANCO - UNIAO DE BANCOS BRASILEIROS S/A	417.772	1.282.721	307%	864.949
Total	31.391.237	46.744.888	49%	15.353.651

Como vimos, as operações de crédito e de títulos dos bancos de macro e grande porte aumentaram R\$ 23,9 bilhões e as despesas destes mesmos bancos aumentaram R\$ 15,3 bilhões. Houve, assim, um acréscimo líquido de R\$ 8,6 bilhões, correspondente, exatamente, à perda de receita que esses bancos tiveram com *floating*.

TABELA RESUMO

	1994	1995	Var.
Receita Floating	9.618.740	887.664	-8.731.076
Receita Crédito e TVM	43.754.043	67.653.373	23.899.330
Despesas Intermediação	-31.391.237	-46.744.888	-15.353.651
Total	21.981.546	21.796.149	-185.397

ASSIM, A POLÍTICA MONETÁRIA CENTRADA EM ELEVADAS TAXAS DE JUROS TEVE QUE SER ADOTADA PARA DAR SUSTENTABILIDADE AO SETOR FINANCEIRO BRASILEIRO.

E quais foram as conseqüências?

A perpetuação das taxas de juros, haja visto o período tão longo, conduziu o país à formação de negócios orientados a ganhos financeiros, aonde houvesse esta possibilidade, como no caso do grande comércio que passou a fundamentar sua rentabilidade essencialmente em receitas financeiras.

Aonde não se pudesse converter a atividade operacional em financeira, e esta fosse aliada à impossibilidade de repasse dos juros ao preço dos produtos, as organizações, principalmente industriais e primárias, passaram a procurar extremos ganhos de produtividade, o que explica em parte a competitividade operacional de segmentos da economia brasileira frente a similares internacionais, ou fecharam as portas.

O quadro a seguir apresenta a formação de custos e despesas de empresas selecionadas do segmento agroindustrial da carne, pelo qual se observa a significativa produtividade industrial e a elevada participação das despesas financeiras. Foram comparadas as estruturas de custo do produto vendido sobre receita líquida (CPV/RL) e despesas financeiras sobre receita líquida (DF/RL) de grandes empresas brasileiras e americanas.

	CPV/RL		DF/RL	
BRASIL	2003	2002	2003	2002
Sadia	71%	69%	0,00%	4,33%
Perdigão	73%	72%	3,54%	7,51%
Seara	73%	70%	2,48%	4,06%
Média	72%	70%	2,01%	5,30%
USA	2003	2002	2003	2002
Tyson	93%	92%	1,21%	1,31%
Conagra	81%	84%	1,39%	1,57%
Média	87%	88%	1,30%	1,44%

No setor financeiro, os ganhos foram diretos. A tabela a seguir mostra o resultado líquido dos 15 maiores bancos por ativo nos anos de 2002 e 2003. Observa-se um aumento mediano de 17,4% no resultado líquido.

EVOLUÇÃO DO RESULTADO LÍQUIDO

Rank.	Banco	Lucro 2002	Lucro 2003	Var. 02-03
1º	Banrisul	149.651	285.435	91%
2º	Nossa Caixa	271.857	449.342	65%
3º	CEF	1.081.093	1.616.145	49%
4º	Votorantim	379.078	549.946	45%
5º	ABN Amro	840.036	1.136.664	35%
6º	Safra	464.560	617.006	33%
7º	Itau	2.376.723	3.151.820	33%
8º	Brasil	2.027.676	2.380.982	17%
9º	Bradesco	2.022.588	2.306.339	14%
10º	Unibanco	1.010.363	1.052.346	4%
11º	Banespa	2.818.149	1.746.997	-38%
12º	BNB	160.854	84.715	-47%
13º	HSBC	184.838	94.888	-49%
14º	BankBoston	829.487	168.915	-80%
15º	Citibank	1.313.326	1.141	-100%
	Mediana	840.036	617.006	17,4%

FONTE: ABM Consulting

O quadro a seguir mostra o percentual da receita de títulos dentre as receitas do banco. Em relação à receita total, a relação mediana foi de 38,8%, dentre a receita de intermediação foi de 44,9%. Isso nos mostra a dependência do sistema financeiro a uma política de altas taxas de juros.

Participação das receitas de títulos

Rank.	Banco	% na receita total	% na receita de intermediação
1º	Votorantim	92,9%	93,4%
2º	Nossa Caixa	62,7%	66,2%
3º	BNB	51,3%	62,0%
4º	CEF	50,8%	60,1%
5º	Bradesco	39,7%	46,3%
6º	BankBoston	39,1%	45,0%
7º	Brasil	39,0%	45,4%
8º	Safra	38,8%	42,1%
9º	Banespa	38,6%	44,9%
10º	Citibank	37,0%	41,0%
11º	Banrisul	31,4%	34,9%
12º	HSBC	26,2%	31,7%
13º	Unibanco	25,5%	30,8%
14º	Itau	24,2%	34,0%
15º	ABN Amro	14,5%	17,5%
	Mediana	38,8%	44,9%

Dados de dez/03

FONTE: ABM Consulting

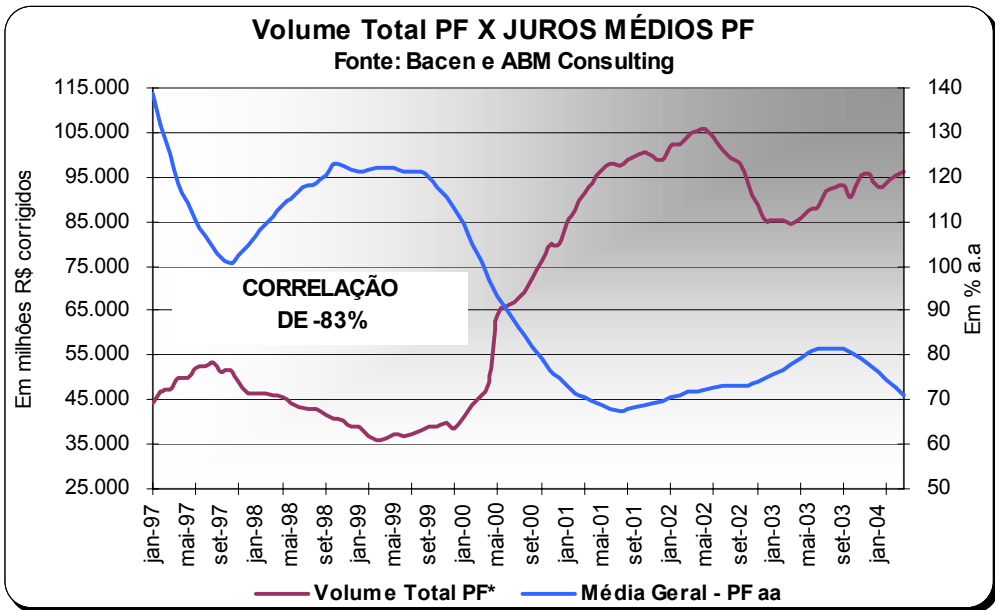
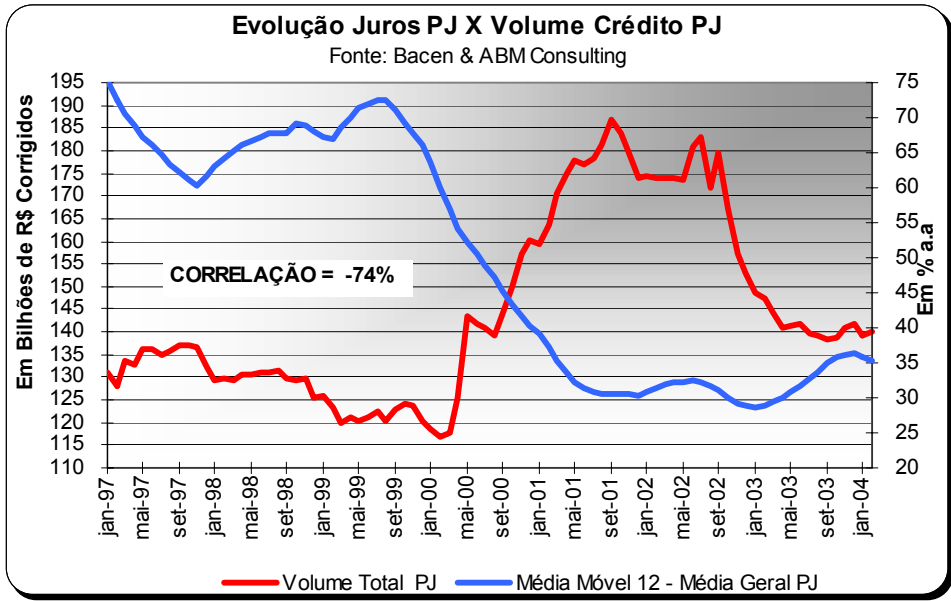
Desta forma, as conseqüências das elevadas taxas de juros, vigentes há longo período no Brasil, foram:

1. Ineficiência do setor bancário em sua função de intermediário financeiro com baixos custos;
2. Aumento do risco do setor bancário brasileiro em razão das elevadas taxas de juros aplicadas sobre os ativos e da dependência a elevadas taxas de juros para fazer frente à sua estrutura de despesas;
3. Elevação da carga tributária e dos preços dos serviços públicos e dos combustíveis para honrar compromissos financeiros;
4. Aumento do risco País em razão da elevação da dívida pública para honrar despesas financeiras e do elevado custo da dívida. Esta é uma das razões do país não ser recomendado para investimentos internacionais por empresas de rating;
5. Desvirtuamento da atividade produtiva do País, conduzindo as organizações a ganhos financeiros em detrimento de ganhos operacionais.

E O QUE FAZER?

O ajuste das economias tem-se dado por planejamento ou crise, sendo que nos países emergentes mais por crise do que por planejamento. Imaginando-se uma solução planejada, acredito como bastante razoável que nosso parâmetro de referência pudesse ser o resto do mundo, o que seria uma inversão no pensar até aqui vigente na década: não é possível acreditar que somente o Brasil tenha política econômica correta no mundo. Assim, se temos os menores volumes de crédito sobre o PIB do mundo e uma das maiores taxas de juros do mundo, precisamos nos adequar aos padrões internacionais, reduzindo juros e aumentando os volumes de crédito, de forma a manter a estabilidade do setor bancário e propiciar o crescimento econômico do País pela maior oferta de crédito.

Os gráficos a seguir apresentam os volumes de crédito PF e PJ com as respectivas taxas de juros médios. Podemos observar por eles três momentos onde os juros caíram e o volume de crédito aumentou significativamente, meados de 1997, o ano de 2000 e o final do ano de 2003. Isso nos demonstra que é possível adotar uma política expansionista do crédito. Obviamente este processo gerará o desenvolvimento do país e com ele os problemas a ele inerentes, notadamente quanto à necessidade de investimentos em infraestrutura.



E SE NÃO FIZER?

As despesas financeiras constituem a principal despesa do Governo Federal e de muitos Estados e Municípios. O Governo Federal pagou de juros cerca de R\$ 120 bilhões no ano de 2003, ou seja, cerca de US\$ 40 bilhões:

O Governo Federal arrecada para pagar juros, e para não apresentar déficit nominal tem que reduzir os investimentos e postergar outros gastos, o que não é sustentável política e socialmente. O gasto orçado para investimento não é aplicado em desenvolvimento, mas sim em juros.

Voltar a investir, nas atuais condições de juros, implicaria em déficit nominal, que teria que ser absorvido por aumento de dívida, para o que não existe mais muito espaço no mercado de fundos de investimento, fundos de pensão, seguradoras e instituições financeiras, o que poderia provocar emissão monetária com um forte processo inflacionário.

Este tipo de postura conduziu o México a uma inflação de 64% em dois dias. A manutenção da atual política monetária poderá conduzir o País ao caos inflacionário. Se tivermos que monetizar os juros da dívida de um ano, isto significará o dobro da base monetária e, portanto, uma inflação potencial de cerca de 200%. A mudança consciente e planejada é necessária e urgente.