

TEXTO PARA DISCUSSÃO

**A Formação da
Taxa de Juros no Brasil**

FERNANDO NOGUEIRA DA COSTA

DISCUSSÃO nº 2

Setembro / 91

INSTITUTO DE ECONOMIA

UNICAMP

A FORMAÇÃO DA TAXA DE JUROS NO BRASIL

Fernando Nogueira da Costa

Prof. Dr. IE-UNICAMP

ÍNDICE

	pag.
INTRODUÇÃO.....	01
O MECANISMO DO OPEN MARKET	05
A FLUTUAÇÃO DA TAXA DE JUROS	12
AS CARTEIRAS DOS BANCOS	20
OS EQUÍVOCOS DA RECENTE POLÍTICA DE JUROS	32

Campinas, setembro de 1991.

A FORMAÇÃO DA TAXA DE JUROS NO BRASIL

FERNANDO NOGUEIRA DA COSTA
Prof. Dr. IE-UNICAMP

INTRODUÇÃO

Os monetaristas, para resistirem à confrontação empírica de suas teses, são frequentemente obrigados a ajustar a definição de meios de pagamentos. Não reconhecem, no entanto, a importância teórica das inovações financeiras, que permitem a criação endógena de moeda, de acordo com rearranjos institucionais. Diferentes conceitos de moeda levam a diferentes prescrições de política de controle monetário. Por exemplo, caso se considere M1 como a única definição relevante de meios de pagamento, então um déficit orçamentário, desde que coberto pela colocação de títulos da dívida pública, não deve ser taxado de inflacionário (na concepção monetarista), já que não expande o M1. Mas, se esses títulos públicos circulam com liquidez tal que se caracterizem como "depósitos remunerados" ou "quase-moeda", devem ser incorporados à definição de dinheiro (cumprem inclusive a função de reserva de valor). Chega-se então à conclusão oposta: o déficit orçamentário, ainda que coberto pela colocação de títulos, cria moeda.

Esse é um problema fundamental para a análise da formação da taxa de juros na economia brasileira. Suponhamos que o Banco Central (BACEN) resolva implementar uma política

monetária "rígida, tradicional e superconservadora". Um dos instrumentos clássicos para tirar dinheiro de circulação é vender títulos públicos. Caso estes tenham "excesso de liquidez", o estoque deles seja desmesurado (p.ex., cerca de US\$ 70 bilhões), é necessário que se tenha força política, para se impor compulsoriamente um plano de alongamento do perfil (e de "calote") da dívida pública e recuperar a política monetária como um instrumento importante de política econômica.

Foi o que ocorreu no chamado Plano Collor 1, lançado em 16 de março de 1990. De maneira tal que resultou, no final do ano, em 50% congelados (US\$ 35 bilhões), 30% confiscados (US\$ 21 bilhões) e somente 20% (US\$ 14 bilhões) no mercado, sendo o relevante para a política monetária cerca de US\$ 8 bilhões, pois o restante estava com tomadores finais até o final do prazo. Com a folga fiscal, devido à queda das despesas financeiras com encargos da dívida, o BACEN pode resgatar mais e mais títulos, provocando uma queda real no estoque total de cerca de 27% - se fossem excluídas do estoque da dívida as LTN especiais, que não representavam ônus para o Tesouro Nacional, a redução do montante devido pelo governo em títulos seria de 36% reais, em 1990. Resultado: passou a haver no mercado mais dinheiro que títulos. O BACEN pode comprar diariamente o dinheiro excedente, pagando os juros que quizesse, para "zerar" o mercado.

Pode também trocar os títulos de dívida pública (LFT), que eram, na verdade, uma "quase-moeda indexada", que venciam todo dia - os

recursos só eram enxugados por um dia - e provocava a necessidade do sequestro de liquidez, por outros títulos de prazo mais longo e prefixados (os juros embutem uma expectativa de inflação), as chamadas LTN.

Outro instrumento clássico para enxugar a liquidez é mexer na alavancagem dos bancos. Eles podem ter em carteira até 30 vezes o seu patrimônio em títulos públicos e 3 vezes em títulos privados. Os bancos podem captar recursos no mercado nessas proporções, que podem ser alteradas para, p. ex., em conjunto com medidas fiscais, delimitar o mercado ADM. Este é um mercado de curtíssimo prazo, lastreado em títulos de dívida privada (CDB), que dão aos bancos comerciais capacidade de emissão de "quase-moeda" sem depósito compulsório. Há uma razão financeira para seu surgimento: a dificuldade em captar a médio prazo. Mas há também uma razão econômica: a taxa de juros de captação por 1 dia é inferior à taxa paga por 60 dias (em valor diário).

O BACEN pode também aumentar o depósito compulsório sobre os depósitos à vista. Por exemplo, aumentar de 38% para 45% as taxas médias dos recursos em conta corrente que os bancos comerciais são obrigados a recolher ao BACEN. As taxas do compulsório podem ser distintas por porte dos bancos e por áreas incentivadas (Norte e Nordeste) ou não (Centro Sul).

Essas medidas reduzem a quantidade de dinheiro disponível para os bancos. Como o juro é o custo do dinheiro, as taxas praticadas tendem a subir. O juro alto, se a instabilidade diminui,

pode provocar o alongamento não compulsório dos prazos das aplicações financeiras. A meta é executar uma programação monetária compatível somente com um baixo crescimento dos preços. Isso significa que, se os preços subirem muito, o BACEN não libera moeda suficiente para sustentar os aumentos. Não tendo dinheiro para sancionar as transações econômicas àqueles preços, a consequência é elevação dos estoques, adiamento da decisão de produzir, aumento da capacidade produtiva ociosa, queda de investimento, desemprego, redução do nível da atividade econômica. Se as empresas tiverem uma posição de liquidez e um poder de mercado suficientes para sustentar, temporariamente, essa "ausência de mercado", ajustarão essas quantidades, antes de promoverem baixas nos preços. É um jogo de forças entre as armas do governo - recessão -, do empresário - inflação -, do sindicato - greve-, com perda para toda sociedade.

① O objetivo deste ensaio é a descrição, com fins didáticos, da formação da taxa de juros na economia brasileira, em período recente. Dada a dificuldade em encontrar na literatura acadêmica tal tema, nosso esforço é no sentido de arrolar informações relevantes a respeito, mas dispersas no jornalismo econômico. Nossa preocupação precípua não é periodizar as contínuas mudanças institucionais. Também não entramos em considerações teóricas, por extrapolar os limites estabelecidos. Ao leitor interessado, sugerimos a consulta aos capítulos específicos do nosso relatório da pesquisa "Política Monetária: Política de Dívida Pública e Política de Juros no Brasil".

O MECANISMO DO OPEN MARKET

Os instrumentos clássicos de controle da liquidez se chocavam (e se adequavam) frente à realidade cotidiana do mercado financeiro brasileiro.

"A colocação dos títulos da dívida pública não se faz como em outros países. Na falta do chamado 'comprador final', isto é, do agente superavitário que aplica seus recursos em ativos financeiros, aparece a figura da aplicação com recompra. As instituições compram títulos emitidos pelo Tesouro, Nacional e Estadual, e financiam esta 'carteira' com recursos captados junto ao público. O mecanismo operacional usado é a venda do título e um compromisso de recomprá-lo dentro de um prazo fixado por mútuo acordo. Como existe uma venda final e o compromisso de recompra não é contabilizado, esta operação não aparece como uma responsabilidade das instituições financeiras. Ela fica registrada apenas nas Contas de Compensação da empresa" (1).

Havia um risco de "descasamento" da rentabilidade e dos prazos dos títulos do ativo - em sua maioria indexados ou à correção monetária ou à correção cambial, com prazos mais longos - e da captação a curtíssimo prazo do dinheiro do cliente à taxa do **overnight**. O risco desse **carrying** negativo dava os limites para a

variação dos juros: o **deságio** estabelecido no leilão primário devia ser tal que compensasse o risco dos compradores finais adquirirem títulos que rendiam só o equivalente à correção monetária e tivesse o custo médio de financiamento da carteira no **overnight** positivo em termos reais. Assim, a taxa do **over** não podia ser maior que a inflação e o deságio médio das carteiras.

O "spread de risco" dava a **rentabilidade de bancagem** e/ou carregamento de uma carteira de títulos de dívida pública, no caso da ORTN. Era dado pela diferença entre a soma da correção monetária, juros de 6% a.a. mais deságio, e as taxas médias de financiamento no **overnight** acumuladas (juros pagos pelas instituições financeiras para bancar suas posições nesses títulos). Deve-se salientar que essa taxa do **over** era uma taxa média ponderada pelos diversos valores dos **fatores de remuneração**. Estes eram dados pela relação entre o preço acertado para o dia seguinte e o preço do título no dia corrente. Dependia, evidentemente, de forças do mercado: o porte do banco, se atacadista ou varejista, etc., frente ao valor da capital a ser aplicado pelo investidor. Este tinha seu comportamento econômico ditado por uma taxa de juro a priori, ou seja, sua expectativa era de uma taxa real (face à inflação esperada), líquida (quanto o ganho de capital superava a BTN fiscal - indexador oficial - para a tributação do IOF e o desconto do IR na fonte), a **médio prazo** (para planejar futuras decisões).

Na realidade, a grande maioria dos investidores recebia taxa de juros real negativa.

Somente os grandes investidores alcançavam a taxa máxima do over. Por exemplo, um grande banco varejista chegava a "carregar" 15% dos títulos de dívida pública em poder do público; quando sua mesa de open fazia cerca de 600 mil operações diárias, somente cerca de 2,2% dos investidores faziam operações de grande porte, representando em torno de 70% do valor total aplicado. Quase 98% dos investidores recebiam taxas de juros inferiores à do mercado. A taxa máxima só era paga para aplicações de valor muito elevado.

Outro ponto que se deve considerar é o que o mercado costumava batizar de "juro dos trouxas": certas maneiras matematicamente incorretas de divulgar as taxas, que acabavam passando para o investidor (no caso, o "trouxa") a impressão de que as taxas eram maiores do que as efetivamente pagas. Na matemática financeira, a maneira mais correta de medir taxas de juros é através do sistema de juros compostos - um sistema que leva em consideração, a cada período, a incorporação dos juros ao principal. Por exemplo, se a taxa mensal é de 10%, a taxa acumulada de dois meses não será igual a 20%, mas sim a 21%. Ocorria que na hora de fornecer a taxa mensal, os bancos simplesmente dividiam a taxa anual por 12, informando a taxa linear e não a efetiva. Isto levava a interpretações equivocadas sobre os juros.

Quando a taxa mensal do over era divulgada, devia-se saber que não significava que a rentabilidade do overnight seria aquela. Na prática, isso nunca acontecia, porque a taxa diária do over variava ao longo do mês. Além

disso, o **overnight** seguia regime de semana inglesa, ou seja, só rendia de segunda a sexta-feira, nos dias úteis do mês (em média 22 por mês; fevereiro normalmente possui 18 dias úteis). Finalmente, as aplicações feitas por pessoas físicas eram tributadas na fonte pelo imposto de renda. Na hora de comparar a remuneração com a de aplicações alternativas, devia-se considerar o rendimento líquido diário do **over**.

O **open market** era um segmento do mercado de aplicações financeiras. Mas essa não era sua única função. O caixa dos bancos oscilava frequentemente em função de saques e depósitos em contas correntes, operações de câmbio, pagamento e recolhimento ao governo de impostos e taxas, etc. Para diminuir o risco dessas oscilações, os bancos adotavam basicamente duas estratégias, ambas ligadas ao **open**: ou faziam reservas ou trocavam dinheiro entre si.

Supondo que um banco tenha recebido cheques de outro na compensação; então o primeiro ganhou caixa e o segundo perdeu. Mas este podia tomar emprestado recursos daquele, por um período. Essa era uma das funções do mercado aberto interbancário: possibilitar a troca de reservas entre os bancos. Por se tratar de grandes quantias, era imprescindível que os recursos retornassem no dia acertado. Para que não se tivesse este risco de **default**, o tomador era obrigado a entregar em garantia títulos públicos (ou privados) que tivessem o mesmo valor do crédito, e que podiam ser, caso haja necessidade, vendidos no mercado com facilidade. Os negócios com títulos públicos eram registrados no

computador do SELIC e os com títulos privados no CETIP.

Aí que surgia a vinculação entre essa função do **open** com outra: a de servir de mercado para a venda de títulos públicos, que ou financiavam os gastos do governo (política de dívida pública) ou controlavam a quantidade de dinheiro em circulação (política monetária). Nos leilões primários realizados pelo BACEN, através das informações angariadas pelos 23 **dealers** (instituições credenciadas a operar no mercado em nome do BACEN), os bancos compravam títulos com recursos de suas reservas. No dia-a-dia, esses títulos eram negociados com outras instituições na troca por dinheiro, com o compromisso de recompra. Portanto, no dia seguinte, os títulos eram devolvidos em troca do dinheiro acrescido dos juros correspondentes. As operações de recompra por um dia eram o **overnight**.

Os bancos não atuavam simplesmente para "zerar" o caixa (casar a quantidade de dinheiro com a de títulos). O negócio era girar bastante dinheiro, captando recursos baratos e repassando mais caro. Os juros acabavam oscilando, refletindo se o mercado estava com mais ou menos dinheiro. O BACEN podia, dependendo do grau de confiança do mercado nos instrumentos utilizados, diminuir ou aumentar a quantidade de dinheiro girando no **over**.

Ao fazerem as operações de **overnight**, as instituições financeiras precisavam "zerar" suas posições de balancete ao final de cada dia, ou seja, empatar o dinheiro captado no mercado com

os títulos que possuíam em carteira e que davam lastro (garantia) às aplicações. O banco pagava ao investidor determinado juro no **over** porque tinha um título em mãos que também lhe garantia uma remuneração.

Com a dependência do BACEN em relação à clientela de investidores nos bancos (ou nas distribuidoras e corretoras), para financiar o carregamento do estoque da dívida pública, surgia um compromisso informal entre a Autoridade Monetária e o mercado no sentido de eliminar os riscos de prejuízos nas operações de recompra.

"Isto era feito através de três mecanismos:
a) existia um compromisso do BACEN de manter o custo do **overnight** inferior à remuneração média dos títulos públicos colocados no mercado;
b) se não fosse possível, em algum momento, manter esta regra, o BACEN 'trocava' a carteira do mercado. Isto era feito através da compra dos títulos antigos pelo BACEN e a venda de outros com uma rentabilidade adequada ao novo nível do **over**;
c) além destes ajustes de natureza econômica, havia um compromisso de 'zeragem automática' da parcela da carteira de títulos que não conseguisse financiamento do mercado. Este ajuste financeiro era feito pela mesa de **open** do BACEN, no fim do dia, e a uma taxa igual à do mercado"(2).

Com o BACEN "zerando" as posições de forma automática, em cima das taxas do próprio **over**, os

² *idem*; *ibidem*; p.8/9

bancos não tinham risco nenhum. Bastava que tivessem sempre a carteira média do mercado, em termos de "prejuízo" ou de "iliquidez", que podiam tranquilamente comprar títulos de 2 a 5 anos de prazo e "carregá-los" com captação de 1 dia. Se um banco captava mais dinheiro do que seus títulos em carteira, o excesso era "vendido" ao BACEN, que depois devolvia a mesma quantia com os juros do over.

No entanto, o BACEN mudou essa política, em 1990, deixando de emprestar, em caso de escassez, pela taxa do over. Com isso, se um banco tiver mais títulos do que dinheiro e não conseguir "zerar" suas posições junto a outros bancos, deve recorrer ao redesconto do Banco Central. Esta "assistência financeira de liquidez" é uma linha de crédito específica para bancos e as taxas de juros cobradas são, em princípio, "punitivas" (mais altas que as de mercado). Através desse "empréstimo de liquidez", o BACEN também tem o poder de influenciar as taxas de juros para cima ou para baixo, dependendo da quantidade de dinheiro que julga ideal para a economia.

A FLUTUAÇÃO DA TAXA DE JUROS

As flutuações nos juros possui limites, para o BACEN. Por um lado, os juros mais altos conseguem atrair os investidores para aplicações financeiras (facilitando a administração da rolagem da dívida pública), que se sentem desestimulados a desviar o dinheiro para a compra de bens ou ativos como dólar, ouro, imóveis, etc. Mas, por outro, elevam os encargos financeiros com o serviço da dívida pública, aumentando o déficit público. O limite inferior está naquele risco de fuga de capitais para o mercado paralelo, que ameaça com a explosão da hiperinflação, por causa da dolarização.

É mais interessante, para o BACEN, passar o risco da oscilação dos juros para os bancos. Assim, títulos cujas taxas de juros são pós-fixadas (como as das LFT), ou seja, definidas a cada dia, garantem o custo médio de seu financiamento a seus possuidores, mas transferem o ônus do aumento do custo de rolagem da dívida pública para o governo. É vantajosa, portanto, especialmente se a intenção é manter a taxa de juros real positiva em época de inflação ascendente, sua troca por títulos com rentabilidade pré-fixada, ou seja, ao vendê-los em leilão, o BACEN define previamente quanto vai pagar por eles. Ao comprar o título, o banco paga ao BACEN seu valor de face menos um deságio, que corresponderá à remuneração da LTN, e ficará com o risco do custo de seu financiamento no **overnight** "engolir" o deságio.

Ocorre que os bancos não têm muita condição de negar essa troca, pois necessitam desse lastro para se remunerarem pelo float - a aplicação, no carregamento da carteira com esses títulos, de qualquer disponibilidade financeira, inclusive dinheiro captado a "custo zero": depósitos à vista, arrecadação de taxas e tarifas, cobranças, etc., no período entre o recebimento da conta e o repasse a quem possui o direito. Essa está entre as maiores fontes dos lucros extraordinários dos bancos.

Quando o BACEN deixa o mercado livre sem a "zeragem automática", ocorre uma enorme flutuação dos juros no mesmo dia. Os juros passam a flutuar conforme a necessidade de dinheiro da instituição financeira no momento, o que gera problemas entre clientes e operadores, pois o ganho pode ser muito diferenciado, dependendo do horário em que é feita a operação. Cerca de 80% do volume aplicado é fechado até a hora do almoço, por juros próximos da estimada (taxa que serve de base de cálculo para o rendimento dos aplicadores). No final do dia, quando há mais dinheiro do que títulos no over, os bancos estão dispostos a emprestar a qualquer taxa, porque ela é melhor que nada. Se acontece o oposto - existe menos dinheiro que títulos - os juros tendem a subir até encontrar a taxa de redesconto (linha de empréstimo punitiva). Na prática, portanto, os juros de mercado podem flutuar entre zero e a taxa do empréstimo de liquidez, fixada pelo BACEN. A oscilação dos juros mostra a situação de liquidez da economia.

Na verdade, a enorme flutuação dos juros,

que é chamada de "gangorra", acaba criando uma tensão no sistema. Somente às 11 horas os bancos ficam sabendo corretamente a sua posição de caixa. Ao longo do dia, ainda ocorrem entradas e saídas de recursos. Como o BACEN está calibrando a liquidez do mercado comprando ou vendendo títulos, o ajuste acaba sendo feito na base de "tentativa e erro".

Quanto à questão das altas taxas de juros cobradas no segmento livre do mercado de crédito, deve-se ressaltar que no Brasil coexistem quatro sistemas de taxas de juros para empréstimos:

- a) taxas compostas de correção monetária mais juros prefixados, praticadas pelos bancos de desenvolvimento e pelo Sistema Financeiro de Habitação, referentes a empréstimos que representavam, respectivamente, 6,4% e 40,4%, ao final de 1988 (último dado publicado);
- b) taxas de empréstimos em moeda estrangeira, compostas de correção cambial, juros flutuantes no mercado financeiro internacional (libor ou prime rate), spread de risco (1% a.s.), imposto de renda, e comissão de repasse dos bancos nacionais (4% a.a.);
- c) taxas subsidiadas (empréstimos do Banco do Brasil e aplicações compulsórias dos bancos comerciais), destinadas sobretudo às exportações, pequenas e médias empresas e agricultura;
- d) taxas livres, praticadas em outras operações dos bancos comerciais, de investimento e financeiras.

O segmento livre do mercado é o sustentado por captação de depósitos a prazo e depósitos à

vista não absorvidos por encaixes ou por aplicações compulsórias, sendo bastante reduzido, correspondendo a parcela diminuta do total de empréstimos.

A maioria dos leigos acredita que as taxas de juros vigentes na economia brasileira são altas somente porque o BACEN retira dinheiro da circulação com a colocação de títulos para cobrir déficit público ou inibir o consumo. Ou então atribuem-nas à avareza dos banqueiros, acreditando que os bancos tenham poder de elevá-las a seu bel prazer e, assim, aumentarem seus lucros. Na realidade, os bancos não lucram com a elevação das taxas de juros, mas sim com o diferencial entre as taxas de aplicação e as de captação. Assim, quando as taxas se elevam excessivamente, diminui o volume de empréstimos e aumenta a inadimplência dos tomadores, sobem a inflação e os custos dos bancos, da captação aos de pessoal.

Os banqueiros alegam que, quando o sistema bancário acaba tendo o governo como grande tomador, corre o risco de receber vários tipos de calotes, desde correção monetária expurgada à tablita e renegociação compulsória de dívidas. Ficam também com o governo mais de 64% do spread ou diferença entre o custo do dinheiro pago ao investidor e o valor que o tomador de empréstimos paga. Assim, sobre a taxa de captação acrescentam-se os seguintes ônus, que acabam sendo repassados às empresas tomadoras do empréstimo e, finalmente, aos seus preços:

- sobre a atualização monetária (TRD) mais juros

cobrados pelo banco ao tomador de crédito incidem 0,65% de PIS-PASEP e 2% de FINSOCIAL;

- sobre o lucro líquido da operação (correção monetária mais juros menos despesas de captação) incidem 15% a título de contribuição social (as demais empresas recolhem 10%);

- sobre os juros incidem, além dos 30% de imposto de renda normalmente pagos pelas demais empresas, 15% de adicional para as empresas financeiras;

- sobre a soma dessas duas parcelas de 30% mais 15% incidem 5% de imposto estadual;

- soma-se ainda uma alíquota de 0,0041% de IOF ao dia (0,123% ao mês) sobre o valor nominal emprestado, cobrado antecipadamente, no ato de abertura do crédito;

- o banco ainda é obrigado a recolher mais 8% sobre o lucro líquido, a título de imposto.

Quanto ao float representado pelos depósitos à vista, que os correntistas deixam em conta corrente, sem remuneração por parte dos bancos, os banqueiros argumentam que esses recursos somam apenas 30% do total de depósitos do banco disponível para empréstimo e não possuem "custo zero", pois os bancos arcam com os custos de manutenção da rede de agências ou de pagamento de pessoal. O governo exige o recolhimento compulsório de 48% deles (em outros países esse recolhimento varia entre 8% e 12%). Além disso, obriga os bancos a emprestar 25% dos depósitos à vista a taxas favorecidas para o setor rural. Finalmente, os bancos necessitam manter cerca de

4% a 6% desses depósitos no caixa de suas agências como encaixe para atender aos saques e transferências da clientela (deduzidos dos depósitos compulsórios). Portanto, 73% dos depósitos à vista estão comprometidos, sobrando apenas 27% aos bancos para empréstimos a taxas de mercado.

Uma proposição frequente é do governo tratar de reduzir as taxas desse segmento livre (na medida em que nos outros já estão prefixadas), via tabelamento. Ocorre que a taxa do *over* é considerada um piso para as taxas de juros. Como a aplicação no *overnight* possui enorme liquidez, rentabilidade real positiva (pelo menos para grandes investidores) e absoluta garantia, é impossível captar depósitos a prazo e letras de câmbio a taxas menores (pois inclusive recolhem tributos que não incidem sobre os títulos públicos). Tabelar juros de empréstimos, portanto, só é possível tabelando os juros da captação via CDB e LC; tabelar estes, por sua vez, depende de tabelar os das LTN. Tomando esta medida, torna-se impossível controlar a expansão monetária, pois um dos seus instrumentos essenciais, a política de *open market*, torna-se inteiramente passiva.

Assim, algumas das consequências mais imediatas de uma eventual implantação da limitação constitucional dos juros a 12% ao ano seriam:

a) desintermediação financeira, ou seja, realização de operações típicas de instituições financeiras fora do Sistema Financeiro Nacional (formação de mercado informal de crédito);

- b) perda de transparência no nível praticado de taxas de juros, na medida em que as instituições financeiras passarem a exigir maior reciprocidade dos clientes;
- c) desestímulo à aplicação financeira, em particular no que se refere à de longo prazo, que exige taxa de juros flexível de acordo com o risco envolvido;
- d) estímulo ao endividamento com taxas de juros reais negativas;
- e) fuga de capitais das aplicações financeiras para operações especulativas, como ouro e dólar paralelo, e para ativos reais, com alterações prejudiciais em seus preços relativos, bem como para aplicações no exterior;
- f) aumento do risco de hiperinflação, com a dolarização da economia;
- g) dificuldades na condução da política monetária pelo BACEN, pela impossibilidade criada de manejar adequadamente as taxas de juros;
- h) incompatibilidade com o sistema de taxas flutuantes que vigora no mercado financeiro internacional, impedindo o acesso a esse mercado, bem como inviabilizando contratos já existentes;
- i) necessidade de aplicação de uma política fiscal mais apertada, dada a dificuldade de financiamento interno e externo;
- j) incompatibilidade com o atual nível de tributação sobre as operações financeiras (ativas e passivas).

Na realidade, para se falar em "equilíbrio" da taxa de juros no mercado financeiro, tem de ocorrer uma "arbitragem" entre as diversas taxas de juros dos diferentes segmentos: open (cerca de US\$ 68 bilhões antes do Plano Collor, 47% dos

haveres financeiros), depósitos a prazo (US\$ 13 bilhões ou 9%), depósitos de poupança (US\$ 50 bilhões ou 35% - ajuste não na taxa, que é prefixada, mas na quantidade, via depósito ou saque), interbancário (US\$ 3 bilhões), dólar paralelo (US\$ 25 milhões ou 0,1% do giro diário do over). Estima-se que, entre os investidores no mercado financeiro, 30% são as próprias instituições financeiras, 55% as pessoas jurídicas não-financeiras, e somente 15% as pessoas físicas. Entre eles, surge a figura do **arbitrador**, especulador entre diferentes mercados, que busca tirar vantagens das distorções entre preços por prazos, localidades, mercado físico e futuro, etc. Por exemplo, se a taxa de empréstimo se encontra a 19% a.m. e o índice da bolsa de valores no mercado futuro está a 21% a.m., na venda (entrega), o arbitrador toma dinheiro emprestado e adquire uma "cesta de ações" semelhante à que compõe o índice à vista, para ganhar o diferencial de juros. Alguns analistas acham que sua atuação acaba por regular a pluralidade das taxas de juros em torno de um centro de gravitação.

AS CARTEIRAS DOS BANCOS

Mesmo após o Plano Collor 1, os bancos continuaram sendo os grandes concentradores de operações de recompra do sistema financeiro, sendo responsáveis pela rolagem de um volume de recursos equivalente a 3/4 do total. No entanto, a distribuição de lastro entre os bancos sofreu alteração significativa após o lançamento do Plano Collor. Os papéis privados passaram a ocupar fatia significativa do portfólio total.

De dezembro de 1989 a setembro de 1990 já se constatava brutal alteração na participação relativa dos ativos nos haveres financeiros. O papel moeda em poder do público subiu de 2,8% para 7,2%; os depósitos à vista de 4,3% para 13%; os depósitos a prazo de 11,6% para 24,1%; a dívida pública estadual de 8,3% para 12,3%. Caiam a poupança - de 22,3% para 19,9% - e a dívida pública federal fora do BACEN - de 49,7% para 21,9%.

A chamada "poupança financeira" do país despencou de US\$ 116,6 bilhões, em dezembro de 1989, para US\$ 82,6 bilhões (incluindo os US\$ 23,7 bilhões em cruzados novos bloqueados), em março de 1991. Uma queda de US\$ 34 bilhões, pelos dados do BACEN. Em 1989, o equivalente a 33% do PIB circulava no mercado financeiro. Em março de 1991, contando com os cruzados novos bloqueados, a soma ficava em 24% do PIB (um declínio de 9% do PIB); sem eles, em 17% do PIB.

A perda dessa "poupança" é explicada ou pela fuga de capitais do mercado financeiro e/ou do próprio país (desintermediação financeira através de dolarização), ou pelo resultado de uma brutal transferência de estoque de riqueza do setor privado para o setor público (socialização dos prejuízos advindos do ajustamento fiscal-financeiro do setor público). No primeiro caso, a queda na "poupança financeira" é vista como uma reação do setor privado ao bloqueio dos cruzados novos e às inúmeras alterações das regras contratuais no mercado financeiro. No segundo, como um confisco através da cobrança de IOF sobre os cruzados novos bloqueados e a utilização de um índice de correção monetária menor que a inflação real.

Mas além da redução, a distribuição dos recursos no mercado financeiro alterou-se. Em 1989, estimava-se que 32,5% da "poupança financeira" interna ou 50,4% dos haveres não monetários estavam no over. Apesar de não se saber exatamente quantos cruzados novos, que estavam no over, eram lastreados (garantidos) por títulos públicos e quantos estavam lastreados por títulos privados, estima-se que o calote do Plano Collor tenha possibilitado uma redução de, no mínimo, US\$ 21 bilhões na dívida interna do governo federal, que lastreava o over. Em março de 1991, a soma dos cruzados novos bloqueados mais os recursos aplicados em títulos federais (nos Fundos de Aplicações Financeiras, especialmente) era de US\$ 33,6 bilhões.

Segundo um ranking de alavancagem elaborado pela Associação Nacional das Instituições do

Mercado Aberto (ANDIMA), com dados de maio de 1990, uma amostra de 43 bancos (o segundo maior banco privado do país - o Itaú - não participava) - 33 múltiplos, 8 comerciais e 2 de investimentos - sustentava uma posição de recompra em títulos lastreando as aplicações de overnight, com 42% correspondente a overnight lastreado em LTN; 34% em CDB; e 20% em LFT. Dentre esses bancos, 4 eram responsáveis pelo carregamento de 68% das operações garantidas pelas então recém-lançadas LTN. Estes 4 - pela ordem do ranking: Bamerindus, Bradesco, BCN e Banco Nacional - sustentavam 61% de operações compromissadas com lastro em LFT e 67% em CDB. No entanto, a participação desses três diferentes títulos nas grandes carteiras revelava diversas posições de risco e rentabilidade. O maior banco privado do país, o Bradesco, ocupava uma posição privilegiada, em 31 de maio de 1990, pois mantinha como lastro das operações overnight predominantemente (54%) CDB, que vinham apresentando taxas de rentabilidade extraordinárias, e (37%) LFT - títulos indexados ao próprio custo de carregamento das carteiras -, com apenas 8,7% em LTN - títulos prefixados.

Um conjunto expressivo de 56 instituições (distribuidoras e corretoras) ocupava-se da rolagem de carteira global equivalente a menos de 35% da posição dos 43 bancos. Revelava uma outra distribuição de títulos utilizados como lastro, também confirmando concentração em papéis privados ou estaduais que já estavam em poder do mercado. Havia certa resistência dessas instituições em reforçar as compras de títulos federais prefixados, temendo perda na rentabilidade frente ao custo de carregamento

(taxa de overnight pago ao investidor).

O setor financeiro carregava ativos "longos" (financiamento ao setor público ou ao privado) lastreados por passivos "curtos" (aplicações no overnight e depósitos à vista). Captar recursos por curtíssimo prazo e emprestar por um prazo maior era uma atividade que envolvia risco. A liquidez abandonada também tinha se ser remunerada. O "descasamento" dos passivos e ativos das instituições financeiras era determinado pela propensão a correr risco (pelo qual cobravam) e pelas taxas de retorno nas duas pontas, com conseqüente spread elevado, quando o divórcio era grande e havia muita incerteza.

Após o Plano Collor 1, o BACEN passou a executar política monetária tendo em conta meta para a liquidez agregada. Através do open market, controlava o nível geral de dinheiro em circulação na economia, vendendo ou comprando títulos das instituições financeiras, no mercado secundário. No mercado primário de lançamento de títulos públicos via leilão e/ou de títulos privados de emissão própria, as instituições os adquiriam, com deságio, e diariamente os financiavam no mercado de curtíssimo prazo, "vendendo-os e recomprando-os", para investidores e/ou outras instituições.

Na primeira rodada do dia, recorriam a seus recursos próprios ou a dinheiro que captavam de seus clientes; na segunda, a instituição que recolhia mais dinheiro que necessitava repassava-o via interbancário para aquelas que não conseguiam "zerar" sua posição - equilibrar o

caixa versus títulos. No final do expediente, o BACEN adquiria dinheiro excedente de quem tinha sobra de caixa e emprestava a quem ficava com o caixa a descoberto. Cada vez que esta "zeragem automática" era acionada, aumentava o nível da liquidez agregada da economia, além de propiciar maior risco especulativo às instituições financeiras, na medida em que não eram "punidas" por não captar lastro em dinheiro para suas carteiras de títulos. O BACEN resolveu a acabar com esse tipo de operação, em julho de 1990.

Sem a "zeragem automática", os bancos que não fechavam seu caixa passaram a recorrer às chamadas linhas de redesconto do BACEN - assistência financeira de liquidez com taxas de juros acima do mercado, a que recorrem os bancos com problemas. Esta mudança não conseguiu controlar a liquidez agregada. A que vazava via "zeragem" passou a escoar através do redesconto. Assim, os Estados continuaram a manter o poder de criar moeda: bastava emitir um título de dívida estadual, que não conseguisse tomador, para seu banco estadual ter de recorrer ao redesconto do BACEN.

No segundo semestre de 1990, o BACEN apertou fortemente a política monetária, retirando dinheiro da economia e aumentando as taxas de juros, mas acabou se chocando com a situação das dívidas estaduais. Até então, elas eram administradas através de distribuidoras oficiais (p.ex., DIVESP e DIVERJ). Quando o dinheiro escasseou, a rolagem da dívida se complicou, pois as distribuidoras não podiam recorrer às linhas de redesconto. Para evitar uma crise financeira,

o BACEN passou a injetar dinheiro no mercado através da Gerência de Operações Financeiras (GEROF) do Banco do Brasil. A situação dos financiadores do over ficou assim: as instituições privadas garantiam 50% do financiamento (25% para particulares e 25% para instituições públicas); o redesconto do BACEN bancava 5% (com 3% de ajuda para bancos privados e 2% para públicos); a GEROF respondia por 45% do mercado (10% para instituições privadas e 35% para públicas).

A liquidez agregada continuava a mesma, porque o que não escoava via "zeragem automática" e/ou redesconto, vazava através da GEROF. As inovações financeiras permitiam a manutenção da criação da moeda endógena. A diferença foi que os financiadores passaram a cobrar dos Estados taxas de juros cada vez mais elevadas para aplicar em seus títulos, dando-lhes pesados prejuízos.

Visando enquadrar as finanças dos governos estaduais na estratégia global de controle do déficit público, o BACEN divulgou uma nova regulamentação extremamente rigorosa com os bancos que recorressem seguidamente às linhas de redesconto. Em seguida, tirou da GEROF o papel de financiadora do mercado, num momento que bancava cerca de US\$ 2 bilhões em financiamento a títulos estaduais. Com isto, os bancos privados abandonaram em debandada os títulos estaduais e os Estados passaram a colocar toda sua dívida nas carteiras dos bancos governamentais. Estes tiveram que recorrer maciçamente ao redesconto, o que deixava os Estados diariamente como reféns do governo federal.

O panorama do mercado financeiro alterou-se novamente. Criou-se um "buraco" no mercado correspondente a 60% da liquidez agregada: 25% da parte dos títulos estaduais financiados pelos bancos privados e 35% pela GEROF. Para evitar uma crise financeira, as linhas de redesconto tiveram que bancar 62% da liquidez para assistência aos bancos estaduais. Se o BACEN não definisse uma saída definitiva para a recomposição das dívidas estaduais, não saía acordo em torno dos déficits estaduais; se quebrasse o setor financeiro estadual, todo o sistema financeiro nacional ruiria. Falou mais alto, mais uma vez, a obrigação da autoridade monetária ser "emprestadora em última instância": os governadores aceitaram discutir a consolidação da dívida estadual e controlar seu déficit público, enquanto que o BACEN aceitou "esterilizar" a dívida estadual, trocando títulos estaduais - que tinham dificuldades em ser colocados - por títulos federais, para acabar com o sufoco diário da rolagem.

Mas o mercado mais uma vez deu um xeque na autoridade monetária. No final de janeiro de 1991, fracassou o leilão de títulos públicos. O BACEN recusou todas as propostas de compra apresentadas, para aquisição dos BBC (Bônus do Banco Central). Como era um título prefixado (embutia uma expectativa inflacionária), a autoridade monetária só tinha duas alternativas: aceitar pagar os juros pedidos - e sancionar uma expectativa de inflação galopante - ou passar a realizar uma série interminável de leilões informais (go arounds) para vender títulos de curto prazo e, aos poucos, ir enxugando a

liquidez. A AM ficaria refém do setor financeiro, pois seriam resgatados, no dia seguinte ao do leilão, 30,2% dos títulos que estavam com os bancos, ou seja, poderiam ingressar na economia, em um só dia, o equivalente a 20,8% da base monetária (papel moeda em poder do público mais reservas bancárias). Era o sintoma de que a política monetária estava perdendo totalmente o controle da quantidade de dinheiro em circulação e que o Plano Collor precisava, no mínimo, de remendos.

Quando a AM fica acuada em **corner**, ela reage com reforma institucional. Foi o que ocorreu, mais uma vez. Acabou com a necessidade de financiar os títulos no dia a dia, no **overnight**. Com os Fundos de Aplicação Financeira (FAF), o governo aumentou seu grau de intervenção sobre o mercado financeiro e obrigou as empresas financeiras que constituíram esses "fundões" a aplicar em suas carteiras 43% em títulos federais, 3% em um fundo administrado pela Caixa Econômica Federal, 10% em títulos de desenvolvimento (de longo prazo) e deixar 2% em caixa (conta corrente sobre a qual incidia o depósito compulsório recolhido pelo BACEN). Restavam, para livre aplicação em CDB, no máximo 42% dos recursos, com os quais o administrador do FAF procurava obter uma rentabilidade maior do que a Taxa Referencial (TR) de juros, que passava a balizar o mercado. Os bancos tiveram de refazer seus portfólios, com espaço para crescimento dos negócios com CDB, pois, nos extintos fundos de curto prazo, 70% da carteira era ocupada com títulos da dívida pública, e nos FAF sua participação foi reduzida para 43%.

A novidade era a tentativa de retirar parte do dinheiro que estava no curtíssimo prazo e destinar, através de aplicações nos títulos de desenvolvimento econômico e de desenvolvimento social, para o financiamento de longo prazo. O problema desse sistema não é tanto o descasamento de prazos, mas de juros, entre captação e aplicação.

Houve mudança para um sistema de remuneração por cota, igual para todos os investidores, com pagamento de IOF no dia do saque, caso ocorra antes do vigésimo terceiro dia útil de aplicação, o que diminuiu o risco das empresas tomadoras finais de títulos. Com a esperada queda da rentabilidade dos bancos, provocada pelas mudanças operacionais, surgiram inovações financeiras. Logo houve o lançamento de novos produtos no mercado, em disputa pelo dinheiro, avaliado em US\$ 20 bilhões, que estava no curto prazo (over, ADM e fundos). Ressuscitou-se um sistema semelhante ao das "contas remuneradas", que vincula as contas correntes aos "fundões", com a diferença que o objetivo de burlar o depósito compulsório é, de certa forma, impedido pela "carteira compulsória" do FAF.

Apesar de se terminar com a carta de recompra e o **overnight**, não se acabou com o instrumento clássico de **open market**. As operações de mercado aberto do BACEN permaneceram através da compra ou venda de títulos de sua dívida no mercado financeiro. O objetivo passou a ser a minimização das oscilações dos juros, deixando-os variar somente de acordo com a liquidez, sem nenhuma meta prefixada.

Os juros sobem muito quando há menos dinheiro disponível em circulação do que os bancos e/ou os clientes precisam. Nesse caso, o BACEN recompra seus papéis (BBC) ou "vende" dinheiro - via assistência financeira de liquidez - em quantidades maiores do que os bancos poderiam obter no mercado (com outros bancos ou através da captação junto a clientes) por taxas suportáveis ou competitivas.

Quando é preciso retirar dinheiro de circulação, o BACEN oferece por seus títulos (BBC) taxas de rendimento atraentes para os bancos. Desse modo, os bancos entregam dinheiro para o BACEN por um período determinado - no máximo pelo prazo de vencimento do título -, por uma taxa prefixada, e o BACEN "enxuga" temporariamente a liquidez.

A atuação do BACEN é fundamental porque, como maior controlador da moeda do país, sua política de juros influencia todas as outras taxas praticadas pelo mercado. Suas intervenções ocorrem através de leilões informais (go arounds) ou regulares (às terças-feiras), realizados somente com os bancos.

Finalmente, a reforma financeira de fevereiro de 1991 criou a Taxa Referencial (TR), que funciona como uma espécie de BTN, e a Taxa Referencial Diária (TRD), que é um tipo de BTN fiscal. O governo insistiu na tese de que a TR não era nem uma previsão da inflação, nem um novo indexador, embora corrigisse os impostos devidos. Queria que fosse visto como uma taxa de juros prefixada, baseada na média ponderada das taxas

de mercado para captação via CDB, pelos maiores bancos. Mas, na realidade, o BACEN tem procurado "fabricar" uma TR ligeiramente abaixo das expectativas de inflação presentes no mercado financeiro. Na fórmula de seu cálculo, são expurgados os títulos negociados com grandes investidores institucionais (que possuem as maiores taxas), além do expurgo de 2% a título de impostos e ganho real histórico. A estimativa deste ganho é arbitrária, na medida que os juros dos CDB flutuam de acordo com a liquidez.

A comparação que se fez entre a nova taxa de juros referencial e a *prime rate* americana revelava um certo desconhecimento desta última. Uma diferença é que a *prime* não nasceu da vontade oficial nem tem sua existência regulamentada pelo governo. É uma taxa de mercado, fixada independentemente por bancos, como uma referência para o que cobram por empréstimos e não para o que pagam por captações, como no caso da TR nacional. O custo do dinheiro usado pelos bancos americanos é referenciado pela taxa de desconto do Federal Reserve, o mecanismo pelo qual o banco central americano indica o rumo da política monetária, apesar que o montante que os bancos tomam diariamente do FED representa cerca de 1% do mercado interbancário *overnight* (Federal Funds). Historicamente, a *prime* manteve-se 1,5% a 2% acima da taxa de desconto.

Os juros de longo prazo, como do mercado imobiliário, nos Estados Unidos, seguem as flutuações dos títulos do Tesouro de 30 anos. Na década passada, surgiram empréstimos imobiliários através de contratos com juros variáveis, cujo