

A taxa de juros

OSVALDO HAMILTON TAVARES

Procurador de Justiça e Professor de 7 faculdades

Dedico este trabalho à Vânia Lerosa Telles (diretoria da Lerosa corretora de valores e câmbio), ao Dr. Gabriel Bittencurt Perez, à Dra. Maria da Glória Villaça Borin Gavião de Almeida, ao Dr. Túlio Tadeu Tavares, ao Dr. José Alves de Cerqueira Cesar, e ao Dr. Omar Tavares de Almeida.

A taxa de juros, paga nas operações de empréstimos, difere entre si por duas razões básicas:

- a) por diferenças nos intervalos de tempo e forma de amortização;
- b) por diferenças de risco quanto ao pagamento pelo tomador do empréstimo.

Quando um tomador de empréstimo possui poucas garantias, as instituições financeiras estarão menos dispostas a ceder-lhe fundos em troca da promessa de pagamento futuro. O contrário ocorre quando o tomador apresenta muitas garantias quanto ao empréstimo: o pagamento no futuro é praticamente certo, a menos que ocorram fatores totalmente aleatórios que comprometam a imagem desse agente económico ao longo do tempo.

É bem verdade que o crédito que se concede a um tomador de empréstimos depende fundamentalmente de aspectos subjetivos levados a cabo pela instituição financeira, e provavelmente haverá diferenças de avaliação entre instituições.

Se uma empresa necessita de uma certa quantia de crédito, ela poderá obtê-lo junto a instituições que têm uma boa opinião sobre a mesma e, deste modo, as condições do empréstimo poderão ser-lhe favoráveis. Todavia se ela deseja obter créditos adicionais terá que solicitá-los, provavelmente, em outras instituições onde ela não é conhecida e, neste caso, terá que apresentar garantias adicionais para a obtenção desses créditos.

Uma regra de ouro no mercado financeiro sugere que quem em deve diversificar seus empréstimos em vários clientes, ou seja, procurar não colocar créditos em proporção relativamente grande a seus recursos em uma só empresa. Com isto, evita-se colocar os ovos em uma só cesta”. De qualquer modo, quando o crédito oferecido a uma empresa se torna relativamente importante em relação ao total de recursos disponíveis, o risco aumenta para a instituição financeira e, nesse caso, a operação de empréstimo será efetuada cobrando-se uma taxa maior de juros.

O mesmo vale para os poupadores: eles devem aplicar seus montantes poupados em vários tipos de ativos financeiros, de tal modo que em sua “carteira” se encontrem ativos com várias graduações de risco e, conseqüentemente, de rendimento. Isto porque, quanto maior o risco, maior deve ser o rendimento associado ao ativo e vice-versa.

Taxas Nominais e Reais de Juros

As diferenças entre as taxas nominais e reais de juros merecem uma atenção especial, devido às suas implicações nas decisões de investimento. As taxas de juros nominais constituem um pagamento expresse em porcentagem (podendo ser mensal, anual etc.) que um tomador de empréstimos faz ao prestador, em troca do uso de uma determinada quantia de dinheiro. Se não houver inflação no período, a taxa nominal de juros será igual à taxa real de juros.

Contudo, quando há inflação, torna-se importante distinguir a taxa de juros nominal da taxa de juros real. A taxa real de juros mede o retorno de uma aplicação em termos de quantidades de bens. A relação entre a taxa de juros nominal, a real e a taxa de inflação é dada por:

$$(1 + i) = (1 + r) (1 + AP/P)$$

onde: i = taxa de juros nominal

r = taxa de juros real

AP/P = taxa de inflação

tem-se, então, que:

$$(1 + r) = (1 + i) / (1 + LW/P)$$

e,

$$r = (1 + i)/(1 + AP/P)$$

Vamos supor que a taxa de inflação em um certo mês seja igual a 10,3%. Se a taxa de juros nominal é de 10,8515% nesse mesmo mês, qual será a taxa real de juros? Aplicando-se a fórmula anterior, obtemos 0,05 ou 5% de juros real nesse mês.

A formação de preços de ativos

A formação de preços de ativos baseia-se na análise da carteira, e leva em consideração o efeito da rentabilidade e do risco sobre o valor dos ativos que compõem a carteira (portfólio). Procura-se substituir a especulação e a irracionalidade por uma lógica financeira que permita melhorar a tomada de decisões por parte dos investidores.

O modelo de preços de ativos distingue dois tipos de risco: o risco sistemático e o risco não sistemático. Este último é aquele que pode ser eliminado pela diversificação, seja pela empresa, seja pelo investidor. Já o risco sistemático é aquele cujos fatores afetam de maneira global a totalidade do mercado, com efeitos diferentes para os vários ativos. O risco sistemático não é eliminado por meio da diversificação, pois todos os ativos são afetados por ele.

Evolução do Sistema Financeiro Nacional

Primeiro período: da vinda da Família Real à República

Este período coincide com o término do período colonial no Brasil. Em 1808, com a vinda da Família Real:

- a) abrem-se os portos para as nações amigas e no Brasil estabelecem-se acordos comerciais diretamente;
- b) para tanto, cria-se o Banco do Brasil, em outubro de 1808, que faliu logo em seguida, ao que parece porque o monarca teria levado para Portugal todo o lastro de ouro nele depositado.

Anos mais tarde, foi fundado o Banco do Ceará (1836) e, em 1838, o Banco Comercial do Rio de Janeiro; em 1845, o Banco da Bahia; em 1847, o Banco do Maranhão; em 1851, o Banco Comercial de Pernambuco; e, em 1845, o terceiro Banco do Brasil (o segundo não havia conseguido subscrição das

ações). Em 1853, houve a primeira fusão de bancos: o Comercial do Rio de Janeiro foi absorvido pelo Banco do Brasil.

Alguns bancos estrangeiros também se instalaram no País. É o caso do London e Brazilian Bank (1863) e do Brazilian and Portuguese Bank (1863).

Como se pode notar, nesse período houve um acentuado crescimento da intermediação financeira, não só pelas bases institucionais, mas, principalmente, pelas condições favoráveis observadas na economia brasileira.

Segundo período: 1914-1945

Neste período, entre as grandes guerras mundiais, houve uma expressiva expansão da atividade financeira. Criou-se, por um lado, a inspetoria-Geral dos Bancos (1920); a Câmara de Compensação (1921) e a Carteira de Redes contos do Banco do Brasil (1921). Observou-se um vigoroso aumento do número de matrizes e agências nesta época, pois passaram de 1.360 estabelecimentos em 1940 para 2.074 em 1945. Em relação aos depósitos à vista sobre o estoque de moeda, observa-se que em 1914 era de 36,8%, passando para 57,7% em 1920, 61,2% em 1930 e 65% em 1945.

Terceiro período: 1945-1965

O crescimento econômico interno observado neste período propiciou uma consolidação dos intermediários financeiros.

Criou-se a Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc) como órgão normativo. Foram criados também o Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico (atual BNDES), o Banco do Nordeste do Brasil (BNB), o banco da Amazônia e o Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo-Sul. Houve, de uma forma autônoma, um crescimento das companhias de crédito, financiamento e investimento, ao longo desse período.

Quarto período: o das reformas (1964-1965)

A área financeira foi a que sofreu mudanças mais profundas desde 1964. Apesar de todo o desenvolvimento do período anterior, até 1964, o mercado financeiro consistia basicamente no mercado bancário, especializado em empréstimos de curto prazo, por força da elevação das taxas de inflação.

Por meio da Lei n. 4.380, de 21 de agosto de 1964, criou-se o Banco Nacional da Habitação (BNH, já extinto) e institucionalizou-se o Sistema Financeiro da Habitação (SFH). Pela Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964, instituiu-se a reforma bancária, criando-se o Conselho Monetário Nacional (CMN) e

o Banco Central do Brasil (Bacen), além de definir-se as características e as áreas de atuação das diversas instituições financeiras. A Lei n. 4.728, de 14 de julho de 1965, disciplinou o funcionamento do mercado de capitais no Brasil.

A idéia da reforma era abrir o Sistema Financeiro Nacional, de modo a acoplá-lo ao sistema financeiro internacional e, com isso, internacionalizar parte da excessiva liquidez que existia nos mercados financeiros externos, e dirigi-la para financiar a produção dos vários setores de atividade doméstica.

Ao mesmo tempo, com a criação do mecanismo da correção monetária, implantado em 1964, criaram-se as condições para que os agentes económicos pudessem manter suas poupanças junto aos intermediários financeiros, sem o risco de vê-las depreciadas pela ação da taxa de inflação.

Um dos objetivos básicos da correção monetária, quando plena, foi o de eliminar a necessidade de se antecipar corretamente a taxa de inflação, pois os contratos, ao terem embutidas cláusulas de indexação, estipulam taxas de juros reais ao invés de nominais.

Quinto período: fusões e incorporações de bancos

A partir de 1968 observou-se um movimento de formação de conglomerados financeiros médios e grandes na economia brasileira. Evidenciou-se, a partir dessa data, uma reversão na tendência de se criarem instituições altamente especializadas, conforme era a característica dos anos imediatamente anteriores.

Esse movimento foi consequência da queda na taxa de inflação, a partir de 1965, e da ação das Autoridades Monetárias. A queda na taxa de inflação tornou muitas empresas deficitárias, pois elas subsistiam graças aos lucros extraordinários auferidos via receita inflacionária, o que provocou sua absorção por empresas superavitárias, dentro de um processo de fusões e incorporações.

A ação das Autoridades Monetárias foi a de facilitar o processo de fusões e incorporações, uma vez que limitaram a concessão de cartas patentes para abertura de novas agências o que condicionou o tamanho da rede bancária. Entretanto, as autoridades permitiram que os bancos pudessem transacionar cartas patentes entre si, uma vez que entendiam que o sistema financeiro, naquela ocasião, deveria contar com empresas de maior porte, que pudessem da assistência financeira as outras grandes empresas existentes no País.

O processo de fusões e incorporações dos bancos pode ser explicado, portanto, utilizando-se as seguintes hipóteses:

- a) unia maior taxa de inflação gera urna maior receita para os bancos;
- b) a regulamentação de taxas de juros sobre empréstimos e a proibição de pagamentos de juros sobre os depósitos impedem que os bancos possam concorrer entre si através dos preços dos serviços que prestam. Eles passam, então, a pagar preços implícitos (fazer folhas de pagamento, recolher impostos, fornecer cheques especiais etc.). Tudo isso implica mais recursos reais gastos pelos bancos e, portanto, mais custos;
- c) quando os bancos não podiam pagar esses serviços e as valorizações do mercado imobiliário eram superiores aos retornos sobre empréstimos, natural que, por uma escolha "racional" eles era e es imobilizassem parte de seus ativos. Daí ter surgido, no sistema bancário brasileiro, uma superimobilização nas fases mais agudas da inflação. Todavia, ativo imobilizado, se de um lado da ganhos de capital, de outro é líquido. Deste modo, quando os retornos sobre empréstimos cresceram com relação a ganhos de capita em imobilizações parte dos bancos existentes ficou difícil desmobilizar para gerar maiores rendimentos, o que colocou boa parte dos bancos existentes em uma posição difícil.

Deve-se salientar que as Autoridades Monetárias procuraram incentivar o processo de fusões e incorporações na rede bancária, tomando uma série de medidas que objetivaram aumentar a receita dos bancos, paralelamente a outras que visassem diminuir seus custos operacionais.

Para aumentar a receita dos bancos, o Governo permitiu que eles mantivessem uma proporção de suas reservas compulsórias (55%) sob a forma de Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN) sobre as quais incidiam juros de 7% ao ano, mais correção monetária. Neste caso, a venda de títulos, para substituir parte do compulsório, embora tivesse um efeito neutro sobre a oferta de moeda. Aumentou a rentabilidade dos bancos, caracterizando-se, portanto, por um forte subsidio para esse setor da economia.

Com a receita derivada das ORTNs, muitos bancos, que antes equilibravam sua receita com seus custos, para uma certa taxa de inflação, passaram agora a usufruir um rent. Outros, para a mesma taxa de inflação, mesmo com receita auferida das ORTNs continuaram deficitários, uma vez que essa receita não operacional somada às outras receitas ainda era insuficiente para igualar-se com seus custos.

Como consequência, observou-se ao longo do período 1968-1974 uma diminuição gradativa do número de bancos. Assim, de 338 estabelecimentos bancários que operavam em 1960 passou-se para 216 em 1968, 155 em 1971 e, em 1974, apenas 109 bancos.

Estrutura do Sistema Financeiro Nacional

O Sistema Financeiro Nacional possui dois subsistemas: o normativo e o da intermediação financeira. No primeiro, encontram-se as Autoridades Monetárias: o Conselho Monetário Nacional (CMN); o Banco Central Brasil (Bacen) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). O Conselho Monetário Nacional é o órgão máximo do Sistema Financeiro Nacional. E é por meio de resoluções, circulares e instruções, decorrentes das decisões do Conselho Monetário Nacional, que o Banco Central fiscaliza, controla e regula a atuação dos intermediários financeiros.

No subsistema da intermediação financeira existem instituições bancárias e não-bancárias. As primeiras são constituídas pelos bancos comerciais e atualmente também pelo Banco do Brasil, que deixou de ser autoridade monetária.

As demais instituições de intermediação, além dos bancos comerciais, completam o sistema financeiro brasileiro. E o caso do Sistema Financeiro da Habitação, que, com a extinção do Banco Nacional da Habitação (criado em 1964), tem na Caixa Econômica Federal seu órgão máximo, estando, porém, atrelado às decisões do Conselho Monetário Nacional. No Sistema Financeiro da Habitação encontram-se também as demais caixas econômicas e as sociedades de crédito imobiliário. Destacam-se também os bancos de desenvolvimento. Estes têm no BNDES a sua principal instituição financeira de fomento. O BNDES foi criado na década de 50, juntamente com o Banco do Nordeste do Brasil e o Banco da Amazônia. Antes da década de 60, foi criado o Banco de Desenvolvimento do Extremo-Sul. Mais tarde, foram criados bancos estaduais de desenvolvimento, atuando para o fomento das atividades econômicas do País e, em particular, do Estado-sede.

Os bancos de investimento, por sua vez, tiveram a sua base legal estabelecida pela Lei n. 4.728/65, que fixou diretrizes para seu desenvolvimento, bem como instituiu as condições de acesso a esse mercado. Os bancos de investimento foram criados para canalizar recursos de médio e longo prazos para suprimento de capital fixo e de giro das empresas. Eles operam em um

segmento específico do sistema da intermediação financeira. De maneira geral, são as seguintes as operações dos bancos de investimento:

- a) Efetuar empréstimos, a prazo mínimo de um ano, para financiamento de capital fixo e de giro das empresas;
- b) Adquirir ações, obrigações ou quaisquer outros títulos e valores mobiliários, para investimento ou revenda no mercado de capitais (operações de underwriting);
- c) Repassar empréstimos obtidos no exterior, prestar garantias em empréstimos no País ou provenientes do exterior; e) repassar recursos de instituições oficiais no País, notadamente programas especiais, tais como Finame, Fipeme, PIS etc.

Já as companhias de crédito, financiamento e investimento começaram a surgir espontaneamente no pós-guerra, em função da mudança observada na estrutura de produção do País, que se tomou mais complexa notadamente após a década de 60.

Esta alteração na estrutura de produção teve que ser acompanhada de uma estrutura creditícia adequada, em face dos novos prazos de produção e financiamento das vendas dos bens de consumo duráveis, exigidos pelas condições de mercado. Ocorreu, porém, que a estrutura de crédito vigente não poderia, de forma adequada, atender a este novo tipo de demanda de crédito a médio e longo prazos. O processo inflacionário atingia níveis bastante elevados, o que ocasionava, além de outras consequências, sérias distorções na aplicação dos recursos poupados pelas unidades com superávits.

Deste modo, a saída encontrada foi a expansão das financeiras, muitas delas pertencentes a grupos financeiros, que conseguiam ajustar-se à demanda de crédito, que exigia prazos mais dilatados do que os proporcionados pelo sistema bancário.

6.1. As instituições do sistema monetário

Por ser o sistema monetário o núcleo básico da nossa análise, torna-se necessário examiná-lo mais detalhadamente. Já foi destacado que ele é composto pelas autoridades monetárias, bancos comerciais privados e públicos. Cabe, agora, efetuar um detalhamento das funções de cada uma dessas instituições.

A) Conselho Monetário Nacional

Como já foi salientado, o Conselho Monetário Nacional é o órgão máximo de todo o Sistema Financeiro Nacional. Dentre as suas atribuições, destacam-se:

- a) a autorização da emissão de papel-moeda;
- b) a fixação dos coeficientes dos encaixes obrigatórios sobre os depósitos a vista e a prazo;
- c) a regulamentação das operações de redesconto;
- d) o estabelecimento de diretrizes ao Banco Central para operações a Financeiro Nacional para operações com títulos públicos;
- e) a regulamentação das operações de câmbio e a política cambial;
- f) a aprovação do orçamento monetário elaborado pelo Banco Central.

B) Banco Central do Brasil

O Banco Central do Brasil é o órgão executor da política monetária, além de exercer a regulamentação e fiscalização de todas as atividades de intermediação financeira no País. Dentre as suas atribuições, destacam-se:

- a) a emissão de moeda;
- b) o recebimento dos depósitos obrigatórios dos bancos comerciais e dos depósitos voluntários das instituições financeiras em geral; comerciais e dos
- c) a realização de operações de redesconto de liquidez e seletivo;
- d) as operações de open market;
- e) o controle do crédito e das taxas de juros;
- f) a fiscalização das instituições financeiras e a concessão da autorização para seu funcionamento;
- g) a administração das reservas cambiais do País.

C) Banco do Brasil

Após o Plano Cruzado, o Banco do Brasil deixou de ser Autoridade Monetária, ao perder a conta "movimento" que lhe permitia sacar, a custo zero volumes monetários contra o Tesouro Nacional, e, com essa massa monetária, atender, notadamente, as demandas de crédito do setor estatal. Atualmente, o Banco do Brasil é considerado um banco comercial, embora gerencie uma série de programas do governo federal, notadamente o de crédito rural.

D) Comissão de Valores Mobiliários

Esta comissão possui caráter normativo. A sua principal atribuição é fiscalizar as Bolsas de Valores e a emissão de valores mobiliários negociados nessas instituições, principalmente ações e debêntures.

E) Bancos Comerciais

A atividade bancária compreende duas funções básicas: receber depósitos e efetuar empréstimos. Por lei, os bancos comerciais são obrigados a manter reservas obrigatórias iguais a um certo percentual dos depósitos à vista. Este percentual é fixado pelo Banco Central do Brasil, e faz parte dos instrumentos de que essa instituição dispõe para controlar os meios de pagamento.

Os bancos comerciais também mantêm substancial volume de títulos federais, estaduais e, em muitas casas, municipais. Mantêm também encaixes voluntários no Bacen, com o intuito de atender a desequilíbrios momentâneos de caixa, em geral provocadas pelo serviço de compensação de cheques.