



Carta DAF's nº 050/2004

Rio de Janeiro, 30 de junho de 2004.

Ilmo. Sr.

Dr. Francisco Carlos Theodoro Machado Ribeiro de Lessa

M.D. Presidente do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES

Avenida República do Chile, 100 - 19º andar

Nesta

Ref.: Trabalho do **Dr. Claudio Braga de Abreu e Silva**, denominado

“Definindo o Juro e Câmbio em Base Real e Diária no Brasil – Uma proposta para redução dos riscos financeiro e cambial como forma de reduzir o juro real e viabilizar o crescimento sustentável“

Senhor Presidente,

É com muita satisfação que estamos encaminhado em primeira mão para avaliação de V.Sa. a versão preliminar do trabalho elaborado pelo Dr. Cláudio Braga de Abreu e Silva, engenheiro da BNDESPAR e diretor financeiro da AFBNDESPAR, denominado **“Definindo o Juro e Câmbio em Base Real e Diária no Brasil – Uma proposta para redução dos riscos financeiro e cambial como forma de reduzir o juro real e viabilizar o crescimento sustentável do país“**.

O presente trabalho, como bem mostra seu nome e subtítulo, tem por objetivo contribuir para enfrentamento do que acreditamos ser alguns dos principais problemas atuais da economia brasileira, que estão relacionados à política de juros e câmbio. Trata-se de uma proposição que pretende encaminhar uma solução com base em procedimentos de natureza puramente técnica, sem quebras de contratos, sob o império da lei e sempre conduzida de forma transparente e negociada.

Sendo assim, é nossa expectativa poder contar com o interesse dessa Presidência em promover a apreciação do referido trabalho no âmbito do Sistema BNDES e no seu eventual encaminhamento aos setores de governo diretamente interessados no assunto.

Sendo o que se apresenta para o momento, aproveitamos a oportunidade para reiterar nossos protestos de estima e consideração.

Atenciosamente,

Associação dos Funcionários do BNDES – AFBNDES

Antônio Saraiva da Rocha

Associação dos Funcionários do BNDES Participações S/A - AFBNDESPAR

Adilson Vianna Costa

Associação dos Funcionários da FINAME – AFFINAME

Roberto Flavio de Oliveira e Jane Maria Coelho Duarte

Com Cópias: Vice-Presidente e Diretores do BNDES

Definindo o Juro e o Câmbio em Base Real e Diária no Brasil

Uma proposta para redução dos riscos financeiro e cambial como forma reduzir a taxa real de juro e viabilizar o crescimento sustentável do país (Versão Preliminar)

**Por Claudio Braga de Abreu e Silva
Rio de Janeiro – 30/06/04**

1) Introdução

Essa proposta parte do pressuposto inquestionável de que quanto maior for o risco associado a uma operação financeira maior deverá ser a taxa de retorno requerida pelo agente econômico que nela empregar o seu capital, sendo o inverso também verdadeiro, ou seja, quanto menor for o risco atribuído, certamente menor será a taxa de retorno requerida. Acredito que seja possível a redução dos riscos financeiro e cambial fazendo-se uso apenas de novas formas, de caráter puramente técnico, que permitissem determinar, com precisão e em nível diário, primeiro, qual seria a taxa real de juros de uma operação e, segundo, qual seria a taxa de câmbio de equilíbrio para o país, num horizonte de longo prazo. E tudo isso, sem qualquer quebra de contrato e de forma gradual e negociada. É o que tentarei formular a seguir.

Essa é uma versão preliminar. Acredito que necessite de mais uns quinze dias para fazer a versão final dessa proposta, pois a toda parte relativa aos comentários e fundamentação da nova política cambial proposta ainda não foi concluída. Contudo, acredito que atual versão já dê uma boa visão do que eu estou propondo para a economia brasileira.

Nos dois Itens seguintes apresentadas considerações e fundamentações para minhas propostas para novas políticas de juro (item 2) e câmbio (item 3) em base real, no item 4 serão apresentadas as minhas propostas pra o juro e câmbio, e no item 5 feita as considerações finais.

2) Análise dos juros e operações de crédito no Brasil

Acredito que, no que se relaciona às operações de crédito em geral, as elevadas taxas reais de juro do Brasil tem os seguintes principais componentes:

- a) a elevada e contraproducente tributação existente nas operações e empresas financeiras, que é repassada para os tomadores de recursos pelos bancos, o que aumenta o valor do spread;
- b) o reduzido montante total de operações pelo sistema financeiro oferecido à economia, cuja participação em abril/04 era 26% do PIB, o que impede ganhos de escala e redução de custos administrativos; esse montante reduzido de operações em boa parte é decorrente da elevada taxa de depósitos compulsórios exigidos pelo Banco Central do Brasil (BCB), que chega a atingir inclusive a 23% dos depósitos a prazo, fato esse que também acaba se refletindo na elevação do spread exigido pelos bancos, seja que redução da oferta de dinheiro, seja pela elevação das taxas incidentes apenas sobre os valores emprestados, o que resulta na elevação do spread;
- c) a redução, tanto da oferta quanto da demanda, do montante de empréstimos e financiamentos externos, face à maior incerteza quanto à tendência futura das cotações das moedas estrangeiras, a partir da adoção da chamada política de câmbio livre, com expressivo aumento do risco cambial; como tal fato também resulta numa redução do montante emprestado pelo sistema financeiro à economia produtiva, impedindo os ganhos de escala e redução dos custos administrativos;
- d) a uma legislação inadequada, que protege em excesso o devedor e dificulta, quando não impede, a execução de garantias, aumentando grandemente os encargos com inadimplência;
- e) a grande concentração bancária, o que impede uma melhor concorrência na realização de operações à economia produtiva, e favorece o grande lucro que vem obtendo o sistema financeiro há décadas, o qual é igualmente repassado para o spread e para o juro total cobrado do tomador final;

f) a elevada taxa real de juros básica de nossa economia, representada pela taxa Selic, atualmente fixada pelo BCB em 16% ao ano, enquanto se tem uma inflação anual medida pelo IPCA em torno de 6% ao ano, o que faz com que a todas as demais taxas do sistema financeiro sejam formadas já partindo de patamar real mínimo muito elevado, ressaltando que há anos o nosso país vem ocupando a posição de ter o maior juro básico real do mundo;

g) o descasamento excessivo entre operações passivas e ativas dos bancos, seja em termo dos seus indexadores, seja em termos de seus prazos, o que amplia, de uma forma geral, o risco do sistema financeiro, e do que também resulta um aumento do spread e das taxas finais dos empréstimos;

h) e, por fim, o excessivo spread bancário (decorrente do somatório dos fatos acima relatados e de outros não comentados) resulta na ampliação do risco de cada operação financeira gerar nova inadimplência em função do aumento da incapacidade de pagamento dos devedores, os quais, por sua vez, são, conforme já dito, protegidos excessivamente pela legislação vigente, o que por sua vez aumenta os efeitos da inadimplência.... e por aí vai o ciclo nada virtuoso dos elevadíssimos juros em nosso país.

2.1) Nossas elevadas taxas reais de juros e absurdos spreads

Assim, no Brasil acabam vigorando absurdos *spreads bancários*., conforme se pode ver no Quadro 1 abaixo, elaborado a partir de informações do BCB:

**Quadro 1 - Operações de crédito com recursos livres
em abril de 2004**

Especificação	Unidade	Pessoa Jurídica	Pessoa Física	Total
Volume	R\$ milhões	143.918	96.181	240.099
Participação no Volume	%	59,9%	40,1%	100,0%
Taxa	% a.a.	29,9	63,3	44,7
Spread	p.p.	13,9	47,9	29,0
Captação	% a.a.	16,0	15,4	15,7
Prazo médio	dias corridos	186	283	225
Inadimplência	%	4,0	13,4	7,7

Fonte: BCB

Conforme mostrado no Quadro 1, em abril de 2004, a taxa média de juros cobrada pelos bancos na aplicação dos seus recursos livres foi de 44,7% ao ano, incidente sobre um volume de R\$ 240,0 bilhões emprestados com recursos livres, taxa essa que incorporava um *spread* de 29,0% ao ano, acima do custo de captação 15,7% ao ano, obtido por diferença. Tais operações tinham um prazo médio de 225 dias, o que é muito baixo, e um nível de inadimplência de 7,7%, que é muito alto.

Dos valores do Quadro 1 conclui-se que as taxas de captação dos empréstimos para pessoas jurídicas e físicas são bastante próximas, de 16,0% a.a. e 15,5% a.a., e que, assim, é o elevado *spread* cobrados das pessoas físicas, no valor de 47,9 p.p. , o principal responsável pela elevadíssima taxa de 63,3% a.a. cobrada pelos empréstimos, que assim, acaba sendo 4,1 superior à taxa de captação. Já no caso das pessoas jurídicas, o *spread* é bem inferior, de 13,9 p.p., embora elevado, do que resulta uma taxa de empréstimo de 29,9% a.a., ou 1,9 vezes a taxa de captação. O prazo médio de 283 dias das operações feitas para as pessoas físicas, embora reduzido, é bem superior ao das operações feitas para pessoas jurídicas apenas 186 dias, o que bem demonstra como o nosso sistema financeiro não consegue cumprir a sua principal função que é financiar a produção e o investimento das empresas. Já a inadimplência é 4,0% nas pessoas jurídicas e nada menos que 13,4% nas pessoas físicas. Da análise desses números vê-se que existe uma correlação entre os elevadíssimos *spread* e nível de inadimplência dos empréstimos às pessoas físicas, mas fica muito difícil saber quem saber qual é o fator responsável pelo outro (tal como naquela velha dúvida: quem teria nascido primeiro, o ovo ou a galinha?), pois certamente as elevadas taxas aumentam em muito a incapacidade dos tomadores de honrar seus compromissos.

Ainda em reforço quantitativo às colocações feitas acima, vale acrescentar que, segundo estudos do BCB, a decomposição do valor do *spread* bancário em operações pré-fixadas de 2,67% a.m. (ou 37,2% a.a.) em agosto de 2003 era seguinte: 0,73% a.m. de impostos diretos e indiretos (ou 27,3% do total de 2,67%), 0,51% a.m. em despesas de inadimplência sobre os empréstimos (ou 19,1% do total), 0,43% eram atribuídos às

despesas administrativas (16,1% do total) e 1,0% (ou 37,5% do total) atribuídos à margem líquida dos bancos, a qual certamente é uma grande margem.¹

Vejamos agora Quadro 2 valor R\$ 240,1 bilhões emprestado pelos bancos com recursos livres em abril de 2004 a pessoas jurídicas e físicas decomposto por indexador:

**Quadro 2 - Operações de crédito com recursos livres
Volume por tipo de juros pactuados
em abril de 2004**

Especificação	Prefixado	Pós-fixado	Flutuante	Índice de preços	Total
em R\$ Milhões					
Pessoas Jurídicas	53.841	56.957	32.617	504	143.918
Pessoas Físicas	93.054	1.650	1.459	18	96.181
Total	146.895	58.608	34.075	522	240.099
em % do Sub-Total					
Pessoas Jurídicas	37,4%	39,6%	22,7%	0,4%	100,0%
Pessoas Físicas	96,7%	1,7%	1,5%	0,0%	100,0%
Total	61,2%	24,4%	14,2%	0,2%	100,0%
em % do Total					
Pessoas Jurídicas	22,4%	23,7%	13,6%	0,2%	59,9%
Pessoas Físicas	38,8%	0,7%	0,6%	0,0%	40,1%
Total	61,2%	24,4%	14,2%	0,2%	100,0%

Fonte: BCB

Observa-se que, do total emprestado, 61,2% se referem a operações prefixadas, 24,4 % a operações pós-fixadas (leia-se em moedas estrangeiras, tais como ACC, repasses da Resolução nº. 63, etc.), 14,2% a operações com taxas flutuantes (leia-se conta garantida, financiamento para capital de giro) e apenas 0,2% a operações atreladas a índices de preços. Os empréstimos feitos a pessoas jurídicas se distribuem da seguinte forma: 37,4% em operações pré-fixadas, 39,6% em operações pós-fixadas, 22,7% em taxas flutuantes e apenas 0,4% em taxas atreladas a índices de preços. Já no caso das pessoas físicas só existem praticamente as operações prefixadas, que respondem por 96,7% do total, restando apenas 1,7% para as operações pós-fixadas e 1,5% para as de taxa flutuante.

2.2) As reduzidas operações de crédito do sistema financeiro brasileiro

No Quadro 3, apresentado na página seguinte, tem-se o total das operações de crédito do sistema financeiro nacional em abril/04, no valor de R\$ 425,7 bilhões, que contém, além dos R\$ 240,1 bilhões de operações com recursos livres, outros R\$ 158,0 bilhões de operações com os chamados recursos direcionados, e mais R\$ 10,0 bilhões de operações de leasing e R\$ 17,6 bilhões de operações concedidas ao setor público. Considerando-se o PIB estimado pelo BCB para abril, o total dessas operações representa apenas 26,0% do PIB.

No Quadro 3 apresenta-se também uma tentativa de determinação, feita por mim, da participação dos tipos de juros pactuados nas operações. Para tanto, fiz os seguintes procedimentos: a) aloquei todo o crédito rural no tipo de juros prefixado (ressaltando que a taxa atual dos EGF – Empréstimos do Governo Federal é prefixada, no valor de 8,75% ao ano); b) aloquei todos os empréstimos de Habitação (por serem atrelados à TR no SFH) e, com base no balanço consolidado do BNDES de 31/12/03, estimei como sendo de 66,5% as operações de crédito em moeda nacional feitas por aquele banco (concedidos em TJLP) o valor a alocação ao tipo de juro flutuante; c) os demais 33,5% de operações do BNDES (empréstimos em moeda estrangeira) foram alocados aos juros do tipo pós-fixado; d) por fim, na falta de informações, optei por manter a mesma participação por tipo de juro apresentada no total de recursos livres e direcionados (exclusive outros) para as operações de Leasing, para as operações concedidas ao Setor Público e para o subitem “outros” dos recursos direcionados.

Dentro das premissas apontadas, o total de R\$ 425,7 bilhões das operações de crédito feitas pelo sistema financeiro nacional, 46,6% seriam de operações com juros prefixados, 22,2% com juros pós-fixados em

¹ - Segundo trabalho denominado “Estabilidade e Crescimento”, de Affonso Celso Pastore e Maria Cristina Pinotti, de maio/04

moeda estrangeira, 32,1% com juros pós-fixados flutuantes e apenas 0,1% com juros atrelados a índices de preços.

**Quadro 3 - Operações de crédito do sistema financeiro
Evolução do crédito com recursos livres e direcionados**

Especificação	Juros pactuados				Saldo em Abril de 2 004	em % do total
	Prefixado	Moeda Estrangeira	Flutuantes (TR e TJLP)	Ind. De Preços		
Recursos livres (1)	146.895	58.608	34.075	522	240.099	56,4%
Pessoas Físicas	93.054	1.650	1.459	18	96.181	22,6%
P. Jurídicas M. Nacional	53.841	3.491	32.617	504	90.452	21,2%
P. Jurídicas M. Estrang.		53.466			53.466	12,6%
Recursos direcionados (2)	46.577	29.545	81.910	0	158.033	37,1%
Habituação			23.016		23.016	5,4%
Rural	46.089				46.089	10,8%
BNDES (3)		29.236	58.035		87.271	20,5%
Outros (4)	488	310	859	0	1.656	0,4%
Leasing (4)	4.844	2.207	2.904	13	9.968	2,3%
Setor Público (4)			17.559		17.559	4,1%
TOTAL	198.316	90.360	136.449	535	425.659	100,0%
Participação no total	46,6%	21,2%	32,1%	0,1%	100,0%	0,0%

Fonte: dados básicos do BCB, com estimativas de CBAS

(1) Não inclui sociedade de arrendamento mercantil, companhias hipotecárias e agências de fomento.

(2) Refere-se a créditos a taxas de juros administradas.

(3) Considerado rateio de 66,5% em TJLP e 33,5% em Moeda Estrangeira

(4) Considerado rateio com base no total de recursos livres e direcionados (exclusive Outros)

Vale ressaltar que as cadernetas de poupança e os empréstimos imobiliários são indexados à TR (Taxa Referencial de Juros), que é o indexador do SFH – Sistema Financeiro de Habitação, que é um tipo de juro pós-fixado flutuante. A TR, que também atualiza os recursos do FGTS, é determinada com sendo igual a 65% do rendimento líquido dos CDB's (Certificados de Depósitos Bancários), que são operações prefixadas. Assim, a TR indiretamente, seria, digamos, uma taxa de juro flutuante prefixada, ou prefixada flutuante, se preferir o leitor.

Outra taxa de juros importante é a TJLP, através da qual o BNDES faz suas operações de longo prazo, que na classificação acima, foi considerada como sendo um juro do tipo flutuante. A determinação atual da TJLP, é feita trimestralmente pelo CMN (Conselho Monetário Nacional), da seguinte forma: é a soma da meta de inflação *pro-rata temporis* adotada pelo governo para os próximos 12 meses adicionada de um certo fator de risco, que é estipulado, não se sabe com base em que, pelo CMN. Atualmente seu valor está fixado em 9,75% a.a., sendo, a grosso modo, uma metade dele decorrente da meta de inflação adotada e a outra metade definida como o tal fator de risco. Dessa forma a TJLP poderia ser considerada como uma taxa de juro flutuante que depende parcialmente de índices de preço.

Importa ressaltar que apenas os empréstimos de Habitação, no valor de R\$ 23,0 bilhões, e os concedidos pelo BNDES, no valor de R\$ 87,3 bilhões, poderiam ser considerados com sendo de longo prazo, totalizando ambos R\$ 110,3 bilhões, ou seja, apenas 25,9% do crédito total. Os demais R\$ 325,4 bilhões poderiam ser considerados como sendo de curto prazo (prazo inferior a 1 ano), lembrando que as operações com recursos livres, no valor de R\$ 240,1 bilhões tinham prazo médio de apenas 225 dias. É possível que parte do crédito rural possua prazo superior a um ano, não deixando assim os empréstimos com prazo médio sem qualquer representante no perfil de prazos.

Os empréstimos do BNDES, do crédito rural e da Habitação têm como fontes recursos de fundos geridos (FAT, FGTS) ou captados (EGF) pelo governo federal, embora os bancos privados participem na sua distribuição ao setor privado na condição de agentes. Daí pode-se concluir que o sistema financeiro privado nacional atua apenas através da concessão de empréstimos de curto prazo ao setor produtivo, o que é lamentável, e altamente inibidor do processo de desenvolvimento nacional. Acrescente-se que existem muitas queixas do setor produtivo com relação aos bancos, ligadas ao fato de que eles sempre tentariam "casar" operações de repasses de recursos governamentais (BNDES, SFH e EGF) com suas próprias operações financeiras, onde cobriam taxas de mercado.

2.3) Os elevados juros da dívida mobiliária federal

Todas as considerações feitas acima servirão de base para novas constatações e propostas que serão feitas mais adiante. Vejamos agora as questões afeitas à taxa básica de juros da economia, a Selic, e à importante questão da nossa dívida pública interna.

No caso específico das elevadas taxas de juros que vêm sendo adotadas para a Selic, acredito que seus principais fatores de riscos relacionados são os seguintes:

- a) a incerteza quanto ao pagamento da dívida pública interna pelo governo, considerando o seu alto custo e o seu curto prazo de vencimento (que de um prazo médio de 35,6 meses em jan/02 veio caindo até a apenas 29,7 meses em abr/04), e em decorrência insegurança quanto ao fato governo efetivamente conseguir gerar o necessário resultado fiscal primário para pagá-la;
- b) a uma eventual alteração brusca da política econômica pelo governo, em especial os recém eleitos, considerando que vivemos num país que já sofreu com uma série de malfadados planos econômicos, com quebra de contratos perfeitos, expurgo de indexadores de operações financeiras, entre outras medidas desastrosas, que foram e continuam a poder ser baixadas por uma simples medida provisória;
- c) a questões políticas que levem a uma impressão de deficiência da governabilidade, como, por exemplo, os decorrentes de escândalos gerados a partir de denúncias de corrupção, de atritos entre membros da própria base parlamentar de do governo e de desentendimentos e disputas de poder dentro da própria na equipe governamental;
- d) ao reposicionamento das aplicações do mercado internacional com redução das aplicações nos chamados países emergentes face à eventual necessidade de elevação dos juros nos EUA, bem como muitos outros riscos que poderiam aqui ser citados.

Para uma melhor explicação sobre o que foi dito no item a), apresenta-se na página seguinte, o Quadro 4, que contém os valores da dívida líquida total do setor público consolidado, e o Quadro 5 que apresenta os fluxos de recursos dos Usos e Fontes, referentes a 2002, 2003 e jan-abr/04, ambos contendo informações dos relatórios recentes do BCB.

Ao final de 2003, a dívida líquida do setor público consolidado (governos federal, estaduais, municipais, e suas empresas estatais, e BCB) era de R\$ 913,1 bilhões, equivalente a 58,7% do PIB, dos quais R\$ 726,7 bilhões de dívida líquida interna e os demais R\$ 186,5 bilhões de dívida líquida externa, conforme pode ser visto no Quadro 4.

O governo federal, BCB e estatais federais respondiam por 61,2% da dívida líquida total, 54,9% da dívida líquida interna e por 85,6% da dívida líquida externa. Vale ressaltar contudo que a dívida mobiliária federal representava nada menos que 74,4% dívida líquida total, percentual que sobe para 80,2% do total, se for considerada a participação do BCB na dívida interna líquida, no valor de R\$ 52,6 bilhões.

Com as renegociações de dívidas feitas em 1993, 1997 e 2000, o governo federal passou a ser credor de nada menos que R\$ 263,5 bilhões dos governos estaduais e municipais e suas empresas, os quais praticamente não possuem mais dívidas mobiliárias internas (apenas um total de R\$ 2,4 bilhões, ao final de 2003). Sendo assim, pode-se dizer que o governo federal e BCB respondem pela quase totalidade dos juros internos pagos ao setor privado, numa participação de 98,7% e por 84,8% dos juros externos líquidos, enquanto tem um enorme montante a receber dos estados e municípios, que geralmente atrasam os pagamentos e solicitam renegociações.

No Quadro 5 vê-se que o setor público consolidado gastou nada menos do que R\$ 126,0 bilhões com os juros internos, dos quais R\$ 91,3 bilhões de juros reais e os demais R\$ 34,7 bilhões de atualização monetária.

Considerando-se que a dívida interna líquida média foi de R\$ 690,5 bilhões no ano, pode-se determinar que a taxa média nominal juros foi de 18,2% ao ano, e a real de 13,2% ao ano, se adotada a proporção acima citada. Ora, se adicionados os R\$ 19,2 bilhões pagos de juros externos, chega-se ao total de R\$ 145,2 bilhões de juros pagos em 2003 pelo setor público consolidado.

O superávit primário em 2003, que foi recorde na nossa história, foi de R\$ 66,2 bilhões. Ocorre que esse enorme superávit, equivalente a 4,37% do PIB, conseguiu cobrir apenas 45,6% do total de juros internos e externos, gerando uma necessidade de financiamento adicional de R\$ 79,0 bilhões.

Como em 2003 houve uma redução de R\$ 15,4 bilhões na dívida externa do setor público (decorrente principalmente da redução da taxa de câmbio em 18,2%), foram necessários 94,5 bilhões de aumento do financiamento interno, com aumento de com R\$ 122 bilhões da dívida interna, na medida em que a dívida bancária se reduziu em R\$ 31,4 bilhões. Dessa forma, a dívida mobiliária federal acabou sendo aumentada em nada menos que R\$ 146,4 bilhões, passando de R\$ 532,9 bilhões ou 33,6% do PIB, para nada menos que R\$ 679,3, equivalente a 43,7% do PIB!!

Fica assim evidente que a única forma de equilibrar as contas públicas brasileiras é encontrar uma forma de reduzir sensivelmente os juros da dívida mobiliária federal, e não se buscar ampliar o superávit primário, que aparentemente não tem mais como ser ampliado, sem que se amplie a já enorme carga fiscal, ou se tente comprimir ainda mais os gastos com pessoal do setor público, que tiveram grandes perdas reais nos últimos 10 anos, e para os quais as suas lideranças sindicais e corporativas estão, pelo contrário, buscar aumentos reais para reparar tais perdas.

Quadro 4: Dívida líquida consolidada do setor público R\$ milhões

Discriminação	2002		2003		2004*	
	Dezembro		Dezembro		Abril	
	Saldos	% PIB	Saldos	% PIB	Saldos	% PIB
Dívida líquida total	881.108	55,5	913.145	58,7	926.398	56,6
Governo federal, BCB e Emp. Est. Federais	546.827	34,4	558.594	35,9	562.867	34,4
Governos estaduais e Emp. Est. Estaduais	296.299	18,7	312.836	20,1	320.163	19,6
Governos municipais Emp. Est. Municipais	37.982	2,4	41.715	2,7	43.368	2,6
Dívida interna líquida	654.312	41,2	726.688	46,7	760.006	46,4
Governo federal, BCB e Emp. Est. Federais	351.092	22	398.984	26	422.585	26
Governos estaduais e Emp. Est. Estaduais	268.138	16,9	288.594	18,6	296.611	18,1
Governos municipais Emp. Est. Municipais	86.529	5,5	41.191	2,6	36.417	2,2
Dívida externa líquida	226.796	14,3	186.458	12,0	166.392	10,2
Governo federal, BCB e Emp. Est. Federais	195.735	12,3	159.610	10,3	140.282	8,6
Governos estaduais e Emp. Est. Estaduais	28.161	1,8	24.242	1,6	23.551	1,4
Governos municipais Emp. Est. Municipais	2.900	0,2	2.605	0,2	2.558	0,2
Dívida interna líquida	654.312	41,2	726.688	46,7	760.006	46,4
Gov. federal, BCB e Emp. Est. Federais	351.092	22	398.984	26	422.585	26
Dívida mobiliária do Tesouro Nacional1/	532.893	33,6	679.267	43,7	720.463	44,0
Renegociação (Lei 9.496/1997 e Proes)	-217.439	-13,7	-242.510	-15,6	-252.870	-15,4
Renegociação (Lei 8.727/1993)	-20.111	-1,3	-21.032	-1,4	-21.094	-1,3
Banco Central do Brasil	53.235	3,4	52.694	3,4	60.518	3,7
Emp. Estatais Federais	-12.146	-0,8	-19.486	-1,3	-19.883	-1,2
Outras Líquidas	14.660	0,9	-49.949	-3,2	-64.550	-3,9
Gov. estaduais e Emp. Est. Estaduais	268.138	16,9	288.594	18,6	296.611	18,1
Dívida mobiliária do Tesouros Estaduais	1.254	0,1	1.541	0,1	1.618	0,1
Renegociação (Lei 9.496/1997 e Proes)	190.406	12,0	211.717	13,6	220.619	13,5
Renegociação (Lei 8.727/1993)	38.871	2,4	40.002	2,6	39.866	2,4
Outras Dívidas Líquidas	37.607	2,4	35.333	2,3	34.508	2,1
Gov. municipais Emp. Est. Municipais	35.082	2,2	39.109	2,5	40.810	2,5
Dívida mobiliária dos Tesouros Municipais	672	0,0	830	0,1	872	0,1
Renegociação (MP 2.118/2000)	27.034	1,7	30.792	2,0	32.251	2,0
Renegociação (Lei 8.727/1993)	5.186	0,3	5.377	0,3	5.389	0,3
Outras Dívidas Líquidas	2.190	0,1	2.111	0,1	2.298	0,1
PIB	1 587 670	100,0	1 554 608	100,0	1 636 750	100,0

Fonte: BCB - Boletim de junho de 2004

'Quadro 5 - Usos e fontes - Setor público consolidado**Fluxos acumulados no ano**

R\$ milhões

Discriminação	2002		2003		2004*	
	Dezembro		Dezembro		Abril	
	Fluxos	% PIB	Saldos	% PIB	Saldos	% PIB
Usos	61 614	4,58	79 032	5,22	8 830	1,73
Superávit Primário	-52 390	-3,89	-66 173	-4,37	-32 429	-6,35
Juros internos	96 975	7,20	126 045	8,32	35 360	6,92
Juros reais	575	0,04	91 294	6,03	10 153	1,99
Atualização monetária	96 400	7,16	34 751	2,29	25 207	4,93
Juros externos	17 029	1,27	19 160	1,26	5 899	1,15
Fontes	61 614	4,58	79 032	5,22	8 830	1,73
Financiamento interno	36 980	2,75	94 486	6,24	31 932	6,25
Dívida mobiliária	3 364	0,25	122 438	8,08	38 011	7,44
Dívida bancária	15 068	1,12	-31 361	-2,07	3 767	0,74
Demais	18 547	1,38	3 409	0,23	-9 846	-1,93
Financiamento externo	24 634	1,83	-15 454	-1,02	-23 102	-4,52
PIB acumulado no ano*	1 346 028	100,00	1 514 913	100,00	510 781	100,00

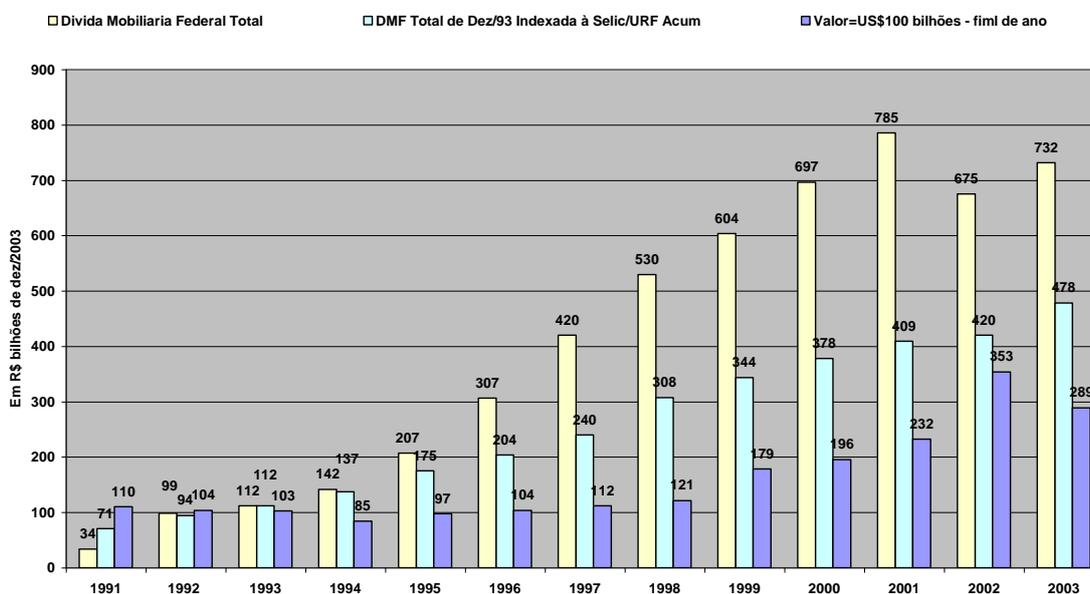
Fonte: BCB - Nota à Imprensa sobre Situação Fiscal, de junho de 2004

2.4) o crescimento e dos indexadores da dívida pública federal (DMF)

A seguir são apresentados alguns gráficos relacionados à dívida mobiliária federal com alguns comentários, que serão de muita utilidade para melhor entender a problemática da Dívida Mobiliária Federal (DMF).

No Gráfico 1 abaixo se vê o grande crescimento da DMF, sempre em R\$ reais de final de 2003, obtidos pelo deflator denominado URF, que seria criado como sendo parte integrante dessa proposta, conforme será visto adiante. Importa no momento informar que sua variação mensal é igual à média das variações mensais do IGP-DI, IPCA e IPC-Fipe.

Gráfico 1: Evolução da Dívida Mobiliária Federal (DMF) em final de ano - 1991 a 2003 em R\$ reais de dez/2003

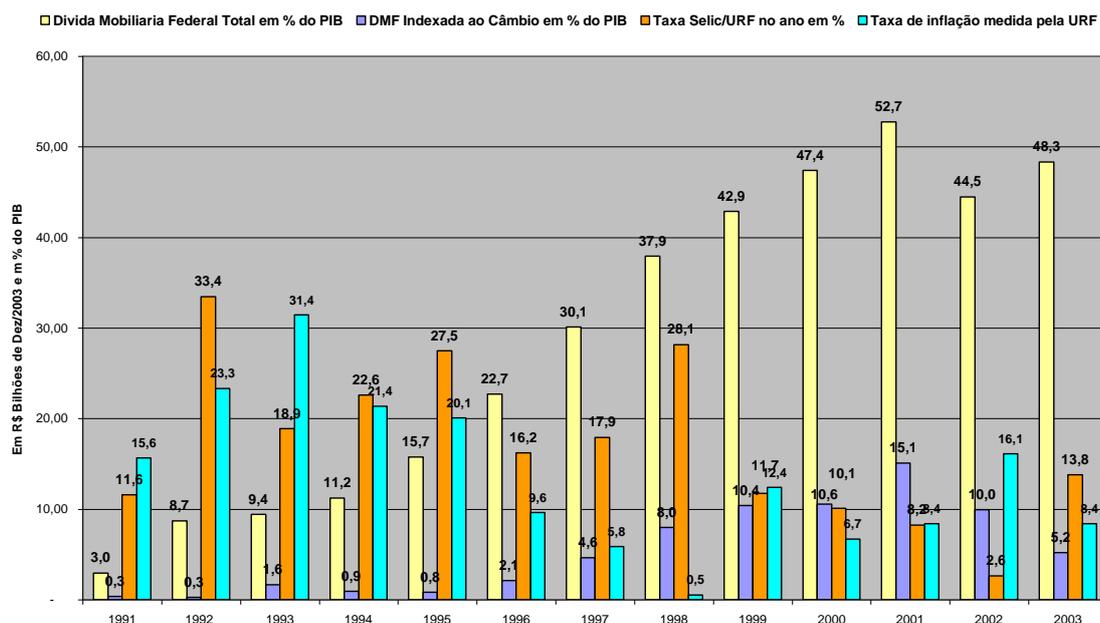


Em dez/93, antes do Plano Real a DMF era de R\$ 112 bilhões e em dez/03 atingiu R\$ 732 bilhões, num crescimento real de nada menos que 565%, chegando a bater num valor máximo de R\$ 785 bilhões ao final de 2001. No gráfico apresenta-se também, para fins de ilustração, o valor da dívida de dez/93 atualizado pela variação acumulada da Selic real, ou seja, dividindo seu valor nominal da pela variação da URF. Dessa forma, é possível ver que a DMF em final de 2003 havia crescido R\$ 254 bilhões acima do valor da dívida de dez/93 atualizado para a mesma data, o que indica que outros fatores além da elevada taxa Selic contribuíram para o crescimento da dívida no período. Apenas para fins de informação o Gráfico 1 também apresenta o valor equivalente em R\$ a US\$ 100 bilhões.

No Gráfico 2 acima se vê a evolução da relação DMF/PIB em %, que de era de apenas 3% no final de 1991, de 9,4% em dez/93, antes do Plano Real, e que atingiu o valor máximo de 52,7% ao final de 2001, caiu para 44,5% ao final de 2002 e voltou a subir para 48,3% no final de 2003.

O Gráfico 2 mostra também a evolução da relação dívida interna indexada ao câmbio em relação ao PIB, que oscilou em torno de 1% até final de 1995, depois começou a subir em 1996, chegando no final de 1998, antes da maxidesvalorização de jan/99 atingiu o valor de 8,0%, subindo em 1999 para 10,4%, para 10,6% em 2000, atingindo p máximo de 15,1% em 2001, e caindo depois para 10,0% em 2002 e para apenas 5,2% em 2003, o que sem dúvida reduziu bastante a exposição da DMF à flutuação cambial. Da análise conjunta da evolução da cotação do US\$ no Gráfico 1 com o % de DMF atrelada ao câmbio pode-se concluir que existe uma correlação entres as variações positivas e negativas dessas duas variáveis.

Gráfico 2: Dívida Mobiliária Federal - em R\$ reis de dez/2003 e % do PIB



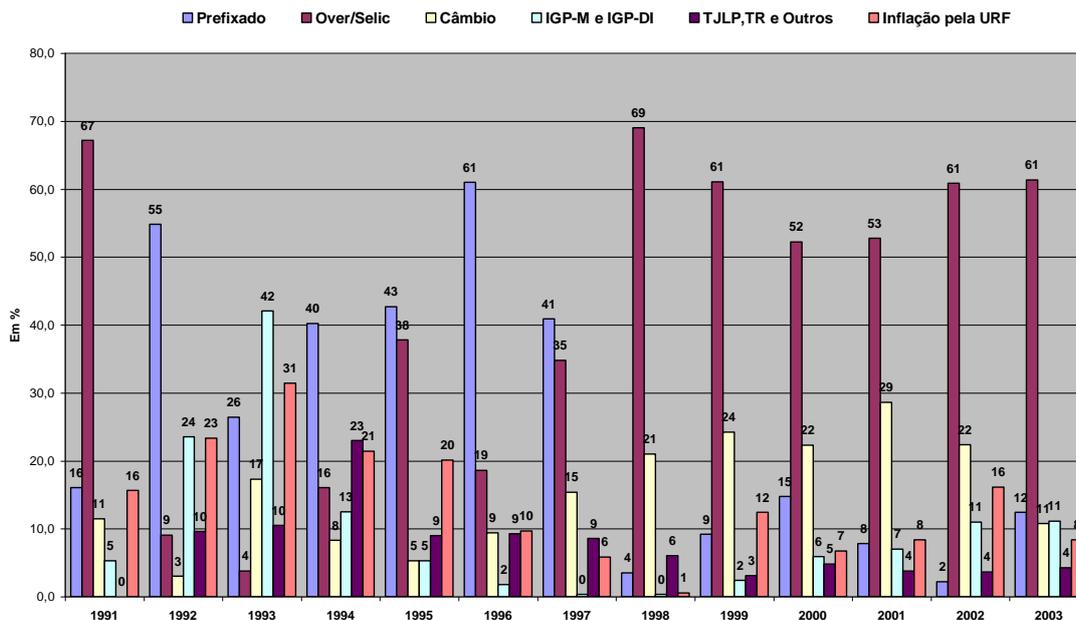
O Gráfico 2 apresenta, por fim, a evolução da taxa Selic real ao ano, ou seja, a taxa nominal anual deflacionada pela URF. Antes do Plano Real, a taxa Selic real era elevadíssima, apresentando valor médio de 21,3% ao ano, chegando ao máximo de 33,4% no final de 1992, ano da saída do presidente Collor. O valor médio dos finais de 1994 a 1998 foi também muito elevado, de 22,5%, ressaltando-se que no final de 1998, ela atingiu seu segundo valor máximo, de 28,1% ao ano. Após a maxidesvalorização do R\$ de janeiro de 1999, no final dos três seguintes, a Selic real caiu para o valor de 10,0% ao ano, e para apenas 2,63% no final de 2002, neste caso em face do expressivo aumento da inflação no final do ano, em resposta à grande variação ocorrida no câmbio. No final do ano de 2003 a Selic Real voltou a subir para 13,8% ao ano, e no final de abril/04 estava em 14,5%, se considerado um período de 12 meses, e de 0,57% ao mês, ou um valor anualizado de 7,47%, considerando-se 252 dias úteis no ano e que o mês de abril teve 20 dias úteis. Importa ressaltar que acabamos de nos deparar com o assunto que será a principal preocupação dessa proposta que é a de definir com precisão qual é taxa real de juros numa operação financeira.

O Gráfico 3 apresenta, na página seguinte a evolução da composição da DMF por principais indexadores nos finais dos anos do período 1991 a 2003, que foi bastante volátil.

No período 1994 a 1998 houve uma tendência nítida de queda da inflação, que foi era de 31% ao final de 1993, caiu para 21% ao final de 1994, para 20% ao final de 1995, 10% ao final de 1996, 6% ao final de 1997 e apenas 1% ao final de 1998. Notar que nessa situação o mercado demanda títulos prefixados, o governo o atende. Notar que em 1998 essa regra não funcionou, pois o mercado certamente prevendo que viria uma maxidesvalorização do Real, e conseqüente aumento da inflação, resolveu demandar títulos indexados à Over/Selic e ao câmbio, fato que se repetiu em 1999, quando a inflação fechou o ano em 12% anuais. No final de 2000 a inflação caiu para 7% e novamente a participação dos prefixados subiu para 15%. Em 2001 é inverso, enquanto a inflação sobe para 8%, os prefixados passam a ser de apenas, em 2002, quando a inflação sobe para 16%, os prefixados caem para apenas 2%, e finalmente, em 2003, quando a inflação cai para 8%, os prefixados sobem para 16%.

Análise com conclusão semelhante poderia ser feita para a tendência da taxa de câmbio versus a tendência da participação na DMF dos títulos cambiais, mas deixo essa tarefa para o leitor.

Gráfico 3: Evolução da Composição da Dívida Mobiliária Federal por Indexador



O que se conclui dessas duas análises é que o mercado aparentemente sempre acerta e ganha, enquanto que o governo sempre fica com a conta dos elevados juros a pagar, seja porque a inflação caiu e ele emitiu um grande número de títulos prefixados, seja por que a cotação do dólar subiu e ele emitiu um outro grande número de títulos indexados ao câmbio. Ouvi dizer que existe uma assimetria no mercado: os aplicadores nunca são obrigados a ceder seus títulos ao governo, contudo, esse último tem uma espécie de obrigação de dar liquides ao mercado, ou seja, ele deve, sempre que solicitado, permutar os títulos já emitidos por outros que tenham os indexadores demandados pelos aplicadores.

Em suma, embora não seja possível se afirmar com segurança, é bastante provável que os fatos aqui apontados expliquem uma boa parte do crescimento real da DMF acima do valor acumulado da Selic/URF no período dez/93 a dez/03, que não foi nada pequeno, pois foi de nada menos que 326,3%, do que resulta uma média geométrica de 15,60% ao ano. Conforme já dito a DMF cresceu mais ainda, ou seja, 565% no período, ou o equivalente a média geométrica de nada menos que 20,6% ao ano!

Esta é uma taxa de retorno que dificilmente algum projeto industrial ou comercial, mesmo tendo reduzido risco, apresenta. Notar que as aplicações em títulos governamentais indexados à Over Selic, ao a qualquer outro indexador se caracterizaram nos últimos anos como sendo o melhor investimento possível de serem feitos no mercado, na medida em que possuíam, simultaneamente, o baixíssimo risco, liquides diária e rentabilidade elevadíssima. Não foi por outro motivo que não se viu nenhum empresário nacional reclamar do processo de desnacionalização que assolou país no primeiro governo FHC. Afinal eles ganharam muito mais dinheiro aplicando nos juros do Malan o dinheiro que receberam por suas empresas, do que poderiam ganhar com elas, que certamente não tinham como competir com as empresas estrangeiras, seja por causa do câmbio apreciado e alíquotas rebaixasadas de importação, seja pelos enormes juros que tinham de pagar nos empréstimos, em valor muitas vezes superior aos dos concorrentes estrangeiros.

2.5) A questão da indeterminação dos juros reais na economia brasileira

Propositamente não apontei ainda o que acredito ser um dos mais importantes fatores na formação da elevada taxa de juros real brasileira, tanto no que se relaciona às operações de crédito em geral, quanto à taxa básica Selic. Refiro-me à dificuldade que existe em se determinar qual é a efetiva taxa real de juros uma operação financeira no Brasil. Essa questão é o cerne maior dessa minha proposta.

Notar que ninguém sabe ao certo qual é **a taxa de juros real** de uma operação financeira no Brasil, pois ela depende do **indexador utilizado** (IPCA, IGP-DI, IGP-M e IPC-Fipe, por exemplos) e do **período de tempo considerado** (um dia, um mês, um trimestre, um semestre e um ano por exemplos), período esse que ainda pode ser passado ou futuro.

Existem vários índices de inflação no país. O mais tradicional e conceituado é o IGP-DI da FGV que é uma cesta de índices, pois é composto considerando peso de 60% do IPA-DI (Índice de Preços no Atacado), peso de 30% para o IPC-Br (Índice de Preços ao Consumidor – Brasil) e peso de 10% para o INCC (Índice Nacional da Construção Civil). Ele que tem um irmão que é o IGP-M, que difere do IGP-DI apenas quanto ao período de apuração: o IGPM é apurado do dia 21 de um mês ao dia 20 do mês seguinte, enquanto que no IGP-DI o período é o próprio mês. Importa ressaltar que esses dois índices sofrem muita influência das variações cambiais, e, sinceramente, acredito que não se prestam para uma boa apuração da inflação brasileira, que a exemplo de demais países deveria ser apurada por índices de preços ao consumidor puros.

Em segundo lugar vem a família de índices elaborados pelo IBGE, dos quais o mais importante é o IPCA, por ser o utilizado pelo governo no seu Sistema de Metas para a Inflação. Ele é o Índice de Preços ao Consumidor Amplo, que tem por irmãos o INPC, o IPCA-E entre outros, que diferem diferindo entre si pela base de renda adotada para definição de seus parâmetros e período de apuração. Eles são todos apurados em oito regiões metropolitanas, do que resulta uma boa abrangência.

Além desses existem outros dois índices de preços ao consumidor importantes, referentes apenas à cidade de São Paulo: um, muito tradicional, é o IPC da Fipe, que é o mais antigo índice de inflação do país. O outro é ICV (Índice do Custo de Vida) do Dieese, que passou a apurá-lo para servir de referência aos sindicatos de trabalhadores nas suas negociações de salários. O ICV tinha anteriormente imperfeições, mas recentemente passou por grande reformulação na sua tabela de pesos para melhor se adaptar a uma cesta de consumo mais atual, e assim passou apresentar melhores resultados. O ICV, contudo não encontra muita aceitação junto ao mercado, pois é visto como sendo tendencioso, feito para ser utilizado pelos trabalhadores.

O que importa ser ressaltado é que como cada índice possui uma metodologia diferente e se referem a regiões diferentes é lógico que irão apresentar resultados diferentes para a inflação por eles apuradas. E, conseqüentemente, taxas reais de juros para a nossa operação com título da Selic tomada com exemplo.

2.6) a proposta de criação da URF – Unidade Real Financeira

Para contornar esse problema a proposta é se criar um novo índice de preços para utilização como indexador no mercado financeiro, denominado **URF – Unidade Real Financeira** -, cujo valor inicial fosse igual à cotação de fechamento do dia anterior de um dólar americano, e cuja variação mensal seria igual à média aritmética das variações mensais dos três principais índices de inflação do país, a saber: o IGP-DI, o IPCA e o IPC-Fipe.

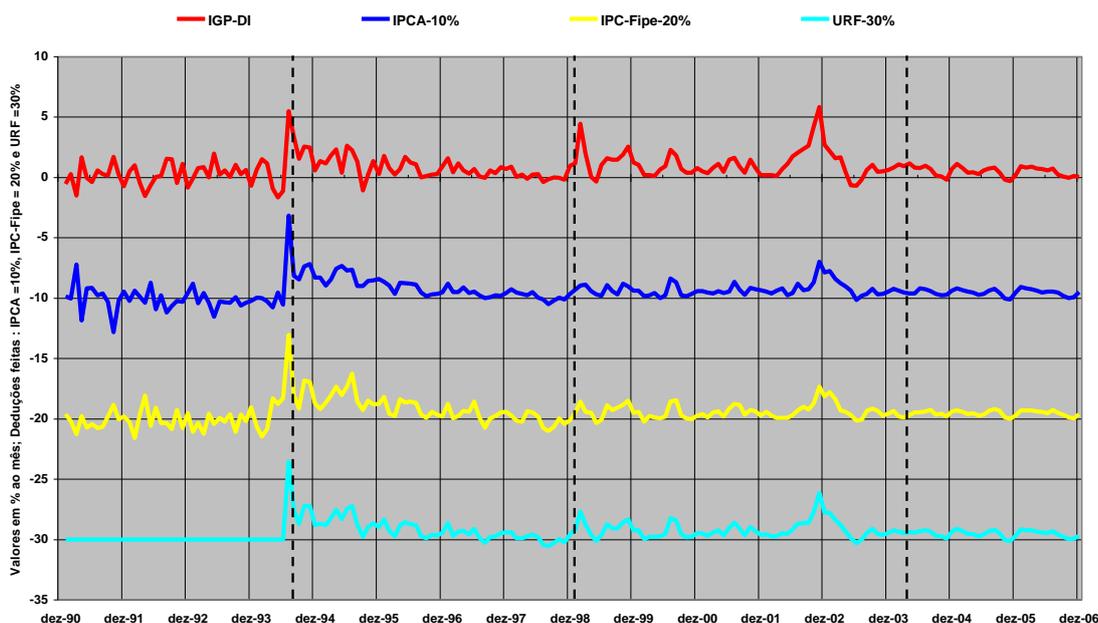
O Gráfico 4, apresentado na página seguinte, mostra as variações mensais desses quatro índices de preços, no período realizado de jan/91 a abr/04 e estimado de mai/04 a dez/06. No período jan/91 a jun/94, os valores apresentados são os valores reais de cada índice em relação à URF, que apresenta sempre variação real nula sobre ela mesma. Para que as curvas de cada índice ficassem embaralhadas, optou-se por deduzir o valor de 10% das variações do IPCA, de 20% do IPC-Fipe e de 30% da URF.

Notar que no período estimado as oscilações dos quatro índices são menores do que as do período realizado. Isso é porque acredito que com a adoção da minha proposta, haveria uma tendência de menor oscilação nos três índices básicos, em função de uma menor oscilação do câmbio, conforme será comentado mais adiante. Para fins de simulação, considerou-se as médias móveis de três meses das variações mensais dos três índices básicos verificadas a partir de maio de 1999, como forma de se buscar uma representação para essa menor oscilação.

Como se pode observar no Gráfico 4, no aspecto geral os quatro índices apresentam uma configuração semelhante; mas uma análise mais cuidadosa indica que existem grandes diferenças entre as variações mensais dos três índices básicos, e que são amainadas pelas da URF, por serem a sua média. Isso pode ser melhor observado no Gráfico 5 que apresenta os índices acumulados de variações mensais dos quatro indexadores analisados, tendo por base jun/94=1.

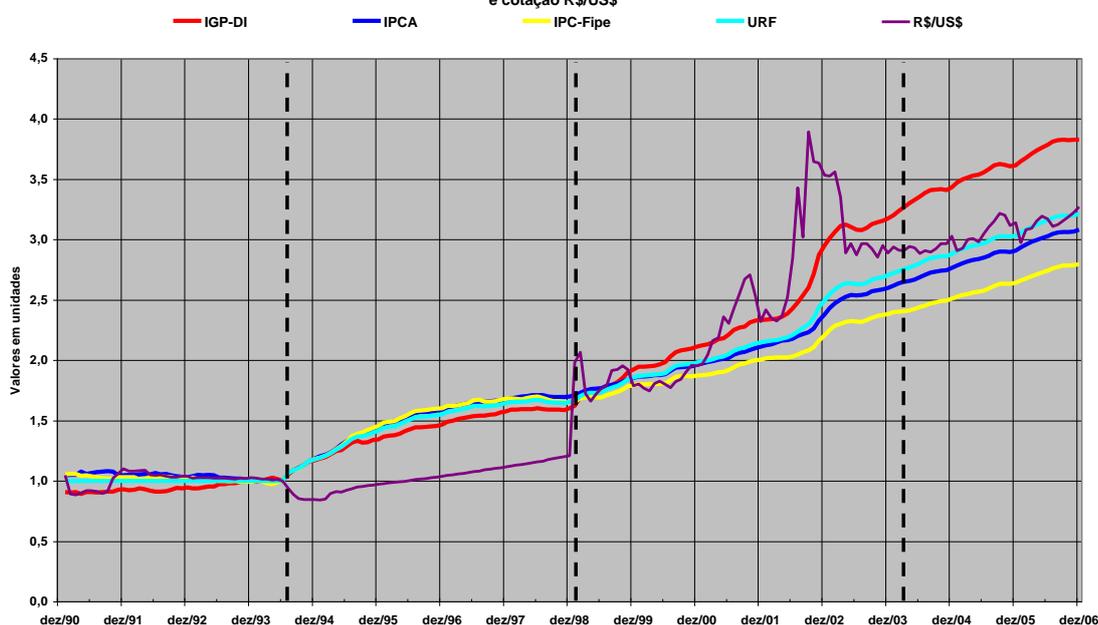
Verifica-se que o IGP-DI até abr/04 teve uma variação acumulada bem superior às dos demais índices. Mas no período jul/04 a dez/98, quando o R\$ ficou apreciado em relação ao US\$, o IGP-DI teve uma variação inferior aos dos demais índices. Já a partir de jan/99, quando vem a máxidesvalorização do R\$ e o câmbio passou a ser livre, o IGP-DI passou a ter maiores oscilações, sempre acompanhando as oscilações para mais ou para menos do US\$. Tal fato decorre do IPA, índice de preços por atacada, que tem peso de 60% no IGP-DI, é muito sensível a variações do câmbio, o que torna diferenciado o comportamento do IGP-DI em relação ao IPCA e IPC-Fipe, que são índices de preços ao consumidor puros.

Gráfico 4: Variações mensais do IGP-DI, do IPCA, do IPC-Fipe e da URF



Acredito que caso essa minha proposta viesse a ser implementada o câmbio, conforme será visto mais adiante não iria oscilar tanto, tal como vem oscilando desde a sua liberação em jan/99. No Gráfico 5 as cotações do dólar estimadas para o período de mai/04 a dez/06 são as decorrentes da minha proposta, e é visível que elas oscilam bem menos que no período do câmbio livre. Assim, acredito que também o IGP-DI iria oscilar menos em relação aos demais índices em análise.

Gráfico 5: IGP-DI, IPCA, IPC-Fipe e URF : Índices mensais acumulados - Base: jun/94 = 1 e cotação R\$/US\$



2.7) As consequências da preponderância de taxas de juros prefixadas

Vejam agora a questão dos períodos a considerar para determinação da taxa real de juros. Eles podem ser, por exemplo, de 1 dia, uma semana, um mês, um trimestre, um semestre, um ano, entre outras possibilidades. Além disso podem ser períodos passados e períodos futuros. Como se pode ver a questão do período a considerar para a determinação da taxa real de juros oferece diversas, senão infinitas soluções.

Exemplo de utilização de período futuro é a expectativa da taxa real de juro embutida na taxa Selic, onde se compara o rendimento anual de um título nela atrelado com a expectativa média de inflação nos próximos

doze meses informada semanalmente pelas instituições financeiras ao Banco Central do Brasil (BCB). Essa visão aparenta ser bastante levada em conta pelo COPOM na definição mensal da meta da taxa Selic. Ocorre que após um mês, tanto a taxa Selic quanto a expectativa de inflação do mercado podem ser alteradas. Assim, se o objetivo for o de determinar a efetiva taxa real de juros de um título pós-fixado à Selic, de nada valerá o valor determinado dessa forma, pois tal ele seria apenas o valor de uma expectativa temporal de qual seria essa taxa e não o seu valor efetivamente realizado.

Em suma vivemos num país em que a taxa de juro nominal é prefixada, enquanto que a taxa real de juro é pós-fixada, e de difícil e demorada determinação. Assim, na dúvida, os aplicadores e tomadores de recursos privados sempre irão exigir um valor mais alto para a taxa de juros prefixada, para se precaver da incerteza quanto à inflação futura. Ainda mais se for levado em conta que atualmente temos o câmbio totalmente livre, cujo resultado é uma grande volatilidade nas cotações do dólar, o que acaba se refletindo na volatilidade nos índices de inflação, em particular no IGP-DI e IGP-M, que têm em seu cálculo 60% de peso do IPA-DI e do IPA-M, índices de preços no atacado, que sofrem muita influência da cotação do dólar. Sendo assim tão incertos o dólar e a inflação, igualmente incerto e de alto risco será o rendimento de uma operação financeira qualquer, e, conseqüentemente, serão requeridas taxas de juros prefixadas nominais e reais mais elevadas.

Vimos na análise do Quadro 3 que **48,3% do total de operações de crédito no país têm juros do tipo prefixado, o que numa economia em que não existe ainda consolidação do processo de estabilização de preços não me parece ser o tipo de juro mais adequado para o nosso sistema financeiro, na medida em que disso resulta um maior valor da taxa nominal e real de juros.**

2.8) A formação das elevadas taxas de juros prefixadas no país

Vejamos um exemplo do começo ao fim, para podermos entender todo o processo de formação das taxas de juros prefixadas no sistema financeiro brasileiro, acompanhando os passos de uma operação de um grande aplicador até o seu destino final. Não será feita aqui a análise para pequenos aplicadores, pois eles não têm poder de negociação junto aos bancos, que lhes impõem a condição do tipo é pegar ou largar, e assim não têm influência na formação da taxa de juros, que é o nosso interesse maior no caso.

É certo que um grande aplicador, que tenha poder de negociação junto aos tomadores de recursos, ao definir o valor de uma taxa de juro prefixada que ele vai querer, primeiro ele vai fazer estimativa para a inflação, para o risco que estará correndo de não receber de volta o dinheiro aplicado, para os impostos que irá pagar (IOF, CPMF e IR no caso de pessoas físicas e mais um porção deles no caso de pessoa jurídica) e estipular quanto deveria ser a sua taxa de retorno líquido. Na dúvida quanto à inflação estimada, e em especial, quanto maior for o prazo, e olhando para a conjuntura do um país cada vez mais incerta, ele irá exigir uma taxa de juros prefixada maior do que aquela que ele havia determinado para obter o retorno mínimo requerido. Isso porque ele irá procurar, por medida de segurança, se resguardar de um eventual surto inflacionário decorrente de diversos fatores possíveis, como, por exemplos, aumentos dos preços do petróleo, dos juros americanos e a da cotação do dólar, que poderiam causar maior inflação. Assim, o grande aplicador sempre irá barganhar e negociar um aumento da taxa prefixada para assegurar-se de que estaria correndo o menor risco possível, com boa margem de segurança. Bem, se o tomador de recurso for o governo federal ele acabará se rendendo ao poder de barganha do grande aplicador, e aceitará pagar pelo seu dinheiro um valor mais alto do que seria recomendável, pois afinal ele, governo, está precisando muito desse dinheiro para rolar a sua enorme dívida. É lógico que quando o governo for o tomador final dos recursos os bancos irão ficar do lado do grande aplicador, que, aliás, pode ser o próprio banco, um de seus fundos de aplicação financeira, ou algum grande cliente para quem eles prestam serviços de aplicação de recursos. E nesse caso, com certeza a taxa prefixada que o governo irá conseguir para captar os recursos acabará sendo maior do que o valor que seria justo.

Vejamos agora o caso em que o tomador de recursos é o próprio banco e não o governo. Nesse caso o banco e o grande aplicador irão fazer uma árdua negociação, mas ao final irão acabar se compondo, com o banco pagando um pouco mais na taxa prefixada para não perder o bom e poderoso cliente, e porque afinal, ele banco poderá aplicar os recursos captados em taxas muitas vezes superiores nos empréstimos e financiamentos a serem feitos para pessoas físicas e empresas de menor poder de fogo, dado que o mercado opera com grande margem segurança e rentabilidade em decorrência dos seus elevados spreads, conforme já comentado anteriormente. Para fins da presente análise o que importa é que no final a taxa prefixada de captação (e de aplicação no caso do tomador ser o banco) acabará sendo estabelecida em valor superior ao que poderia ter sido caso se tivesse a certeza de que a inflação estimada iria de fato ser realizada. E que esse valor é tanto maior quanto maior for o prazo da operação, dado que esse prazo aumenta a incerteza quanto à inflação estimada.

2.9) a TJLP: um exemplo da determinação da taxas de juros prefixadas

O grande exemplo de tudo o que foi dito no item anterior é a própria determinação da taxa TJLP pelo CMN, que conforme já dito define parte pela como sendo a meta de inflação do governo estimada para o período de 12 meses e a outra parte advém de um fator de risco, definido pelo CMN. A seguir transcrevo texto captado no site do BNDES que esclarece bem a questão:

Desde o 4º trimestre de 1999, conforme regulamentado pela Resolução BACEN no 2.654/99, de 30.09.1999, e formalizado através da Medida Provisória nº 1.921, de 30.09.1999, a TJLP é obtida a partir de dois componentes básicos:

i) a meta de inflação, calculada pro rata para os doze meses seguintes ao primeiro mês de vigência da taxa, inclusive, baseada nas metas anuais fixadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN); e

ii) o prêmio de risco, que incorpora uma taxa de juro real internacional e um componente de risco Brasil numa perspectiva de médio e longo prazo.

Neste sentido, o cálculo da TJLP para o período de 01.04.2004 a 30.06.2004, fixado em 9,75% a.a., foi obtido através da seguinte ponderação:

$$TJLP = (9 \text{ meses de } I(2004) + 3 \text{ meses de } I(2005)) / 12 + R$$

onde:

I(2004) é a meta de inflação fixada pelo CMN para o ano de 2004

I(2005) é a meta de inflação fixada pelo CMN para o ano de 2005)

R é o prêmio de risco

No trimestre atual, de abril a junho de 2004, o valor da TJLP foi fixado em 9,75% ao ano pelo CMN. Segundo o site do BCB para os anos de 2004 e 2005 as metas para a inflação estabelecidas pelo CMN são de 5,5% e 4,5% ao ano respectivamente. Vejamos quais foram as parcelas que formaram o valor atual da TJLP, referentes à meta de inflação e ao prêmio de risco. Substituindo os valores na fórmula da TJLP temos:

$$9,75\% \text{ a.a.} = (9 * 5,5\% \text{ a.a.} + 3 * 4,5\% \text{ a.a.}) / 12 + R$$

$$9,75\% \text{ a.a.} = 5,25\% \text{ a.a.} + R$$

$$R = 9,75\% \text{ a.a.} - 5,25\% \text{ a.a.} = 4,50\% \text{ a.a.}$$

Vê-se assim que a parcela referente à meta de inflação na TJLP é de apenas 5,25% a.a., enquanto que o chamado prêmio de risco é de nada menos 4,50% a.a., ou seja, correspondente a 46,15% do valor total da TJLP e a 85,71% da meta de inflação estimada.

Pela minha proposta a TJLP passaria a ser definida simplesmente pela variação da URF mensal anualizada, que em abril/04 foi de apenas 0,6033% ao mês (que é igual a média aritmética da variação do IGP-DI, de 1,15% ao mês, do IPCA, de 0,37% ao mês e do IPC-Fipe, de 0,29% ao mês), ou apenas 7,48% ao ano. Acrescente-se que nos meses de janeiro a março de 2004, quando a TJLP estava fixada em 10% ao ano, pela minha proposta ela teria sido apenas em média de 7,75%, dado que em janeiro a URF foi de 9,21% ao mês, em fevereiro de 7,79% ao mês e em março de 6,25% ao mês.

2.10) Mostrando que os juros prefixados elevam as taxas nominais e reais

Uma grande confirmação da minha tese de que as operações prefixadas tendem a possuir taxas de juros nominal e real mais elevadas será decorrente da análise feita a seguir sobre as taxas de juros incidentes nas operações com recursos livres, segundo os tipos de juros pactuados, que são mostradas no Quadro 6 da página seguinte.

Da análise do Quadro 6 verifica-se que as operações com taxas de juros prefixadas em abril de 2004, que correspondiam a 61,2% do total de R\$ 240 bilhões emprestados com recursos livres, tinham uma taxa geral

consolidada de 55,5% ao ano, ou seja, 2,01 vezes superior à taxa de 27,7% estimada para as demais operações, e 1,24 vezes superior à taxa geral consolidada de 44,7% ao ano.

**Quadro 6 : Taxas de Juros de Operações com Recursos Livres
Posição por tipo de Juros Pactuados em Abril de 2004**

Especificação	Taxa de Aplicação em % ao ano	Relação entre Taxas Prefixadas/Demais	Participação % no Volume Total
<u>Geral consolidada</u>	<u>44,7</u>	<u>1,24</u>	<u>100,0%</u>
Geral Prefixada	55,5	1,00	61,2%
Geral Outras	27,7	2,01	38,8%
<u>P. Jurídica Consolidada</u>	<u>29,9</u>	<u>1,39</u>	<u>59,9%</u>
P. Jurídica Prefixada	41,7	1,00	22,4%
P. Jurídica Pós-fixada	20,1	2,07	23,7%
P. Jurídica Flutuante	25,8	1,62	13,6%
P. Jurídica Índices Preços	n.d	n.d	0,2%
<u>P. Física - Consolidada</u>	<u>63,3</u>	1,00	<u>40,1%</u>
P. Física - Prefixada	63,3	1,00	38,8%
P. Física - Outras	63,3	1,00	1,3%

Fonte: BCB com estimativas em vermelho de CBAS

Analisando-se as operações feitas para pessoas jurídicas verifica-se que as suas taxas prefixadas foram de 41,7% ao ano, superiores em 2,07 vezes às taxas pós-fixadas (leia-se, indexadas ao câmbio) de 20,1% ao ano, e 1,62 vezes superiores às taxas com taxas flutuantes (leia-se, indexadas às taxas do CDI e da Selic), e 1,39 vezes superiores à taxa consolidada das pessoas jurídicas, que foi de 29,9% ao ano.

Nesse caso fica bastante visível que quanto mais confiável for o indexador utilizado nas operações não prefixadas, menor é a taxa de juros das operações: a taxa de juros das operações pós-fixadas ao câmbio (que é um indexador inquestionável, e que os riscos da oscilação do câmbio são totalmente arcados pelo tomador de recursos) foram de 20,1% ao ano enquanto que as operações com taxas flutuantes, indexadas às taxas do CDI e Selic foram de 25,8% ano, ou seja, 1,28 vezes superior às primeiras.

As operações com recursos livres feitas às pessoas físicas em abril de 2004 com juros prefixadas (que, conforme já visto anteriormente no Quadro 2, responderam por 96,7% do total feito a tais pessoas) apresentaram uma taxa média de 63,3%, o que vem a ser 1,52 vezes superior às taxas prefixadas das operações feitas às pessoas jurídicas. O Quadro 7 apresentado na página seguinte nos auxilia a tentar explicar o porquê dessa grande diferença.

No quadro 7 se pode ver que, em abril de 2004, o subtotal 88,5% de operações prefixadas analisadas tinha uma taxa de 66,6% ao ano, ou seja, 1,60 vezes superior à taxa de 42,7% ao ano referente às operações feitas às pessoas jurídicas em análise, que correspondem a 79,9% do total das mesmas.

No mesmo Quadro 7 vê-se que o prazo médio das operações prefixadas feitas a pessoas físicas em análise é de 293 dias, ou seja, 2,80 vezes superior ao prazo médio de 105 dias das feitas às pessoas jurídicas. Tal fato aparentemente confirma a afirmação de que quanto maior for o prazo de uma operação prefixada maior tenderá ser a sua taxa nominal e real de juros, na medida em sendo maior esse prazo maior será a incerteza quanto a inflação que efetivamente irá se efetivar no período da operação.

É certo que o percentual em atraso das operações prefixadas com pessoas físicas é de 11,6% do total em análise, ou seja, 2,38 vezes mesmo percentual referente às operações feitas à pessoas físicas, que é de 4,9%. Tal maior inadimplência certamente deve responder por um aumento do *spread* das operações prefixadas das pessoas físicas em relação ao das pessoas jurídicas. Contudo, é aquela história do ovo e da galinha: será que taxas tão elevadas de juros também não respondem por boa parte da inadimplência?

Quadro 7: Operações com juros prefixados com Recursos Livres					
Saldos, Taxas de Juros, Prazo Médio e % em com atraso - em Abril/2004					
Especificação	Saldo total		Taxas de juros % a.a.	Prazo médio em dias	Operações com atraso
	R\$ Milhões	% do Sub-Total			
Total Pessoas Jurídicas	53.813	100,0%	41,70	n.d.	n.d.
Subtotal em análise	42.972	79,9%	42,73	105,3	4,9%
Conta garantida	11.726	21,8%	67,87	23	3,8%
Desconto de duplicatas	7.750	14,4%	41,76	31	4,8%
Capital de giro	11.036	20,5%	36,44	185	7,9%
Aquisição de bens PJ	4.589	8,5%	27,47	309	5,1%
Vendor	7.251	13,5%	21,64	76	2,1%
Hot money	448	0,8%	50,15	14	2,3%
Nota promissória	171	0,3%	53,06	33	7,9%
Total Pessoas Físicas	92.837	100,0%	63,3	n.d.	n.d.
Subtotal em análise	82.128	88,5%	66,6	293	11,6%
Cheque especial	10.370	11,2%	140,2	20	8,8%
Outras com Garantia	71.758	77,3%	56,0	332	12,0%
Crédito pessoal	33.832	36,4%	75,3	243	12,5%
Aq. de bens PF veículos	32.546	35,1%	35,0	453	10,4%
Aq. de bens PF	5.379	5,8%	62,2	157	19,0%

Fonte: BCB, com cálculos de CBAS.

Os valores retirados da Nota à Imprensa de jun/04. Diferem dos dos Quadros 1, 2 e 3 que são de mai/04.

Vejamos agora somente as operações com juros prefixados feitas às pessoas físicas. As operações com cheques especiais foram separadas por serem totalmente diferentes das demais três: notar que embora tendo o menor prazo (de apenas 20 dias) e a menor inadimplência (com 8,8% das operações com atraso) do grupo, elas têm a absurda taxa de 140,2% ao ano, o que somente talvez possa ser explicado pelos fatos delas não contarem com qualquer garantia real e nem terem prazo certo para serem liquidadas. As demais três operações têm prazo médio de 332 dias, e contam com alguma forma de garantia, real ou contratual.

As operações de crédito pessoal apresentam a maior taxa das três, de 75,3% ao ano, e prazo médio de 243 dias. Já as operações para financiamento de veículos possuem a menor taxa, de 35,0% ao ano e maior prazo médio de 453 dias. Como justificativas para tais valores primeiro se aponta o fato de que grande parte dessas operações é proveniente das próprias empresas produtoras ou de instituições financeiras por elas controladas, que têm interesse em financiar a longo prazo seus caros produtos para viabilização de suas vendas, e ,segundo, porque os veículos automotores são excelentes garantias reais, por serem bens móveis de grande liquidez, que podem ser segurados, associado ao fato que a legislação em vigor não protege a execução da garantia tal como o faz no caso dos imóveis residenciais. Finalmente, as operações para aquisição de outros bens, em geral móveis e eletrodomésticos, possuem um taxa de juros bem maior que as dos financiamentos de veículos, de 62,2% ao ano, e prazo médio menor, de 157 dias, sendo a de maior inadimplência, com nada menos que 19,0% com atraso.

Face a tudo o que foi aqui relatado, acredito que posso tomar como verdadeira a minha afirmação de que um dos principais fatores das elevadas taxas de juros no Brasil é o fato de que elas são em sua maior parte prefixada, e quando não o são, são taxas flutuantes indexadas a outras taxas de juros que em sua essência a prefixação, tais como a taxa Selic, e as taxas do CDI, que estão intimamente relacionada com a Selic, a ponto de apresentarem praticamente os mesmos valores nos últimos anos. Na medida em que a taxa Selic responde por 60%

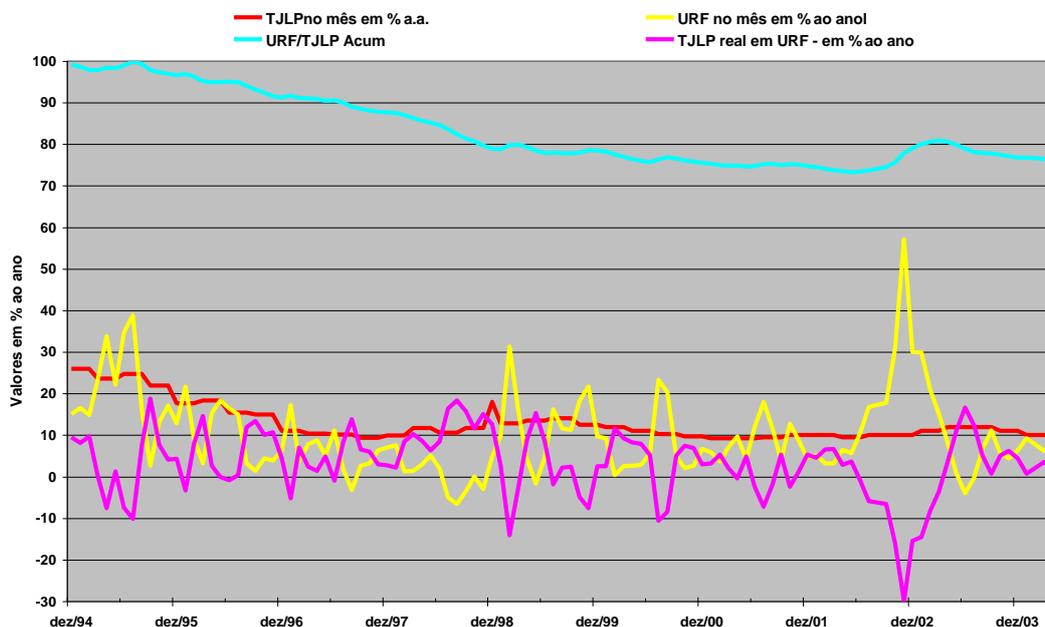
2.11) Comparação da URF com as atuais taxas de juros

Nesse item iremos fazer a comparação da evolução da URF e das as principais de juros do mercado financeiro brasileiro. Infelizmente não consegui obter a série histórica das taxas do credito rural.

O Gráfico 6 mostra a variação mensal da URF e da TJLP de dezembro/94 até abril/04 em taxas anuais e a relação em % entre os índices acumulados da URF e da TJLP, que em abril/04, era de 76,28%, ou seja, a

variação acumulada da URF foi 23,72% menor do que a da TJLP; de outro ponto de vista isso também quer dizer a variação acumulada da TJLP foi 31,01% superior à da URF no período, ou o equivalente a 2,92% ao ano.

Gáfcico 6: Evolução mensal da TJLP e da URF - % ao ano

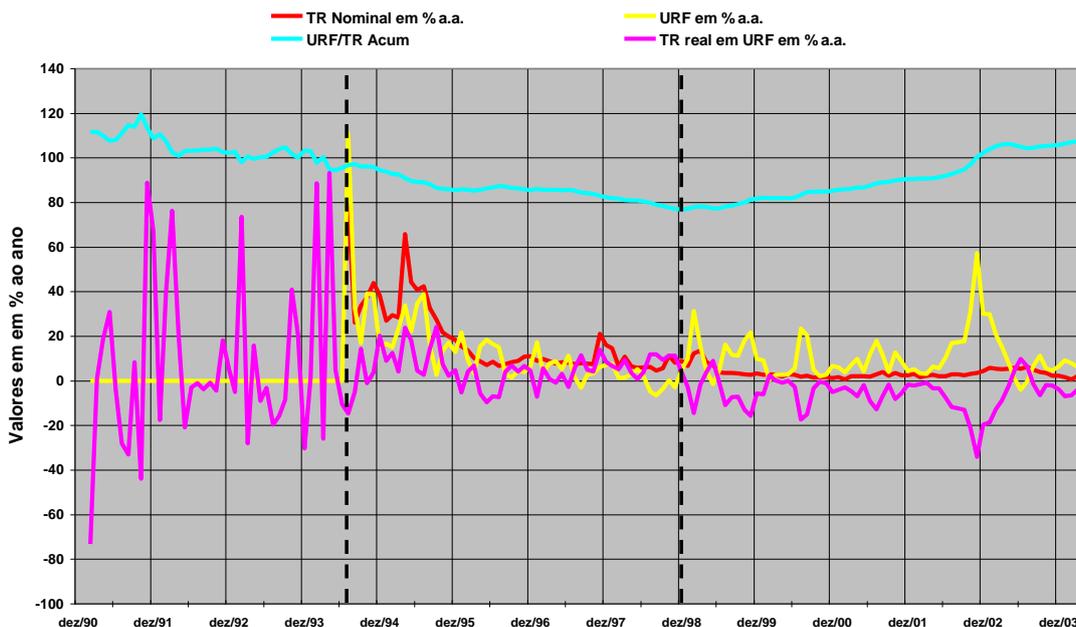


É certo que a URF apresentou uma oscilação muito maior do que a TJLP no período, com seus valores mensais sendo maiores que os da TJLP em 30 dos 113 meses do período, ou 26,5%, mas em compensação apresentou valores menores que os da TJLP nos demais 83 meses, ou 73,5%, ressaltando-se que, a URF apresentou, inclusive, variações negativas em 8 meses, ou 7,1% do total. Vale dizer que se aceita e implantada a minha proposta, acredito que as oscilações mensais da URF seriam bem menores, uma vez que, conforme mostrado adiante, as oscilações do câmbio seriam muito menores no futuro do que o foram no passado. Dessa forma, essa principal desvantagem da adoção da URF em substituição à TJLP seria sensivelmente reduzida.

Da análise da evolução da TJLP e da URF pode-se concluir que teria sido muito mais vantajoso para os tomadores de empréstimos indexados à TJLP que ela tivesse tido a sua determinação feita com variação idêntica à URF.

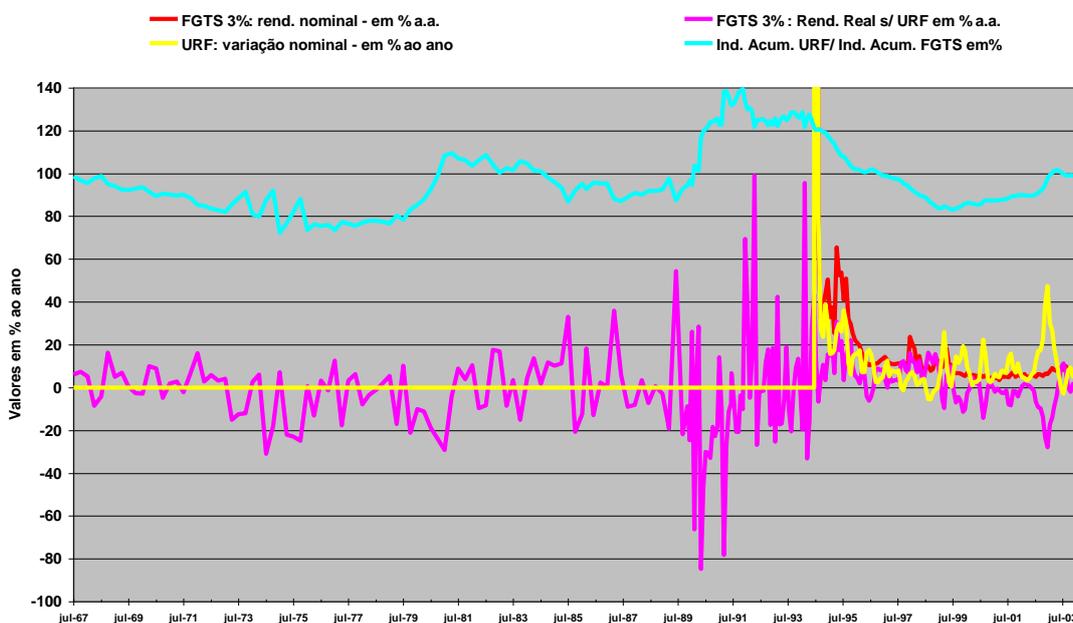
O Gráfico 7 apresenta na página seguinte mostra a evolução da URF e da TR – Taxa Referencial de Juros – desde a sua criação desta última, em fevereiro de 1991, até abril de 2004. Nele se verifica que no período de fevereiro/91 até dezembro de 1998 a variação acumulada (linha azul claro) da URF foi maior do que a da TR, fato esse que se inverteu a partir de janeiro de 1999, a partir da período que nesse trabalho será chamado de Plano Real II. O problema, conforme fica bem claro no gráfico, não é com a URF, e sim com a TR que desde janeiro/99 passou a ter valor negativo, conforme se pode ver na curva lilás, que evolui abaixo de zero. Como a TR atualmente é o indexador do FGTS e das cadernetas de poupança, que rendem, respectivamente, a variação da TR mais as taxas de juros capitalizadas mensalmente equivalente a 3% ao ano no caso do FGTS e a 0,5% ao mês, ou 6,1678% ao ano, no caso da caderneta de poupança, primeiros serão comparadas as evoluções da URF com esses dois rendimentos, para depois serem feitos comentários mais gerais afeitos aos rendimentos e empréstimos indexados à TR.

Gáfico 7: Evolução das variações mensais da TR e da URF - em % ao ano



O Gráfico 8 mostra a evolução dos rendimentos das contas vinculadas do FGTS com rendimento anual de 3% ao ano, desde julho/87 até abril/04. Nele pode-se observar que a relação entre a variação acumulada da URF e a variação acumulada do FGTS de 3% ao ano após várias conformações acabaram praticamente se igualando perto do valor 100%, no início e no final do período de quase 27 anos analisado.

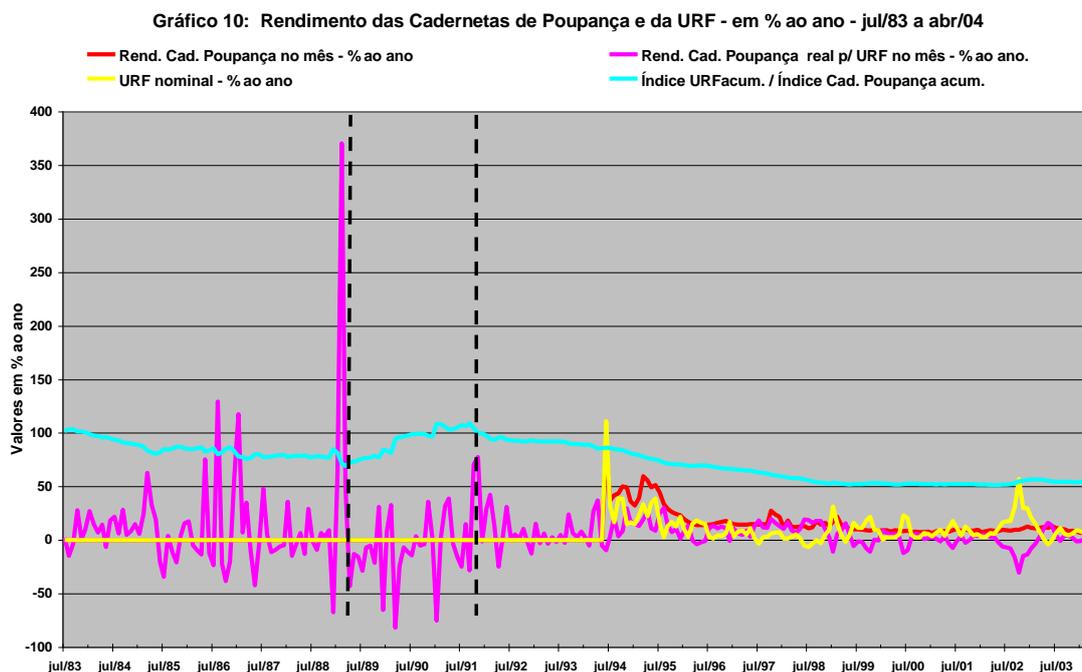
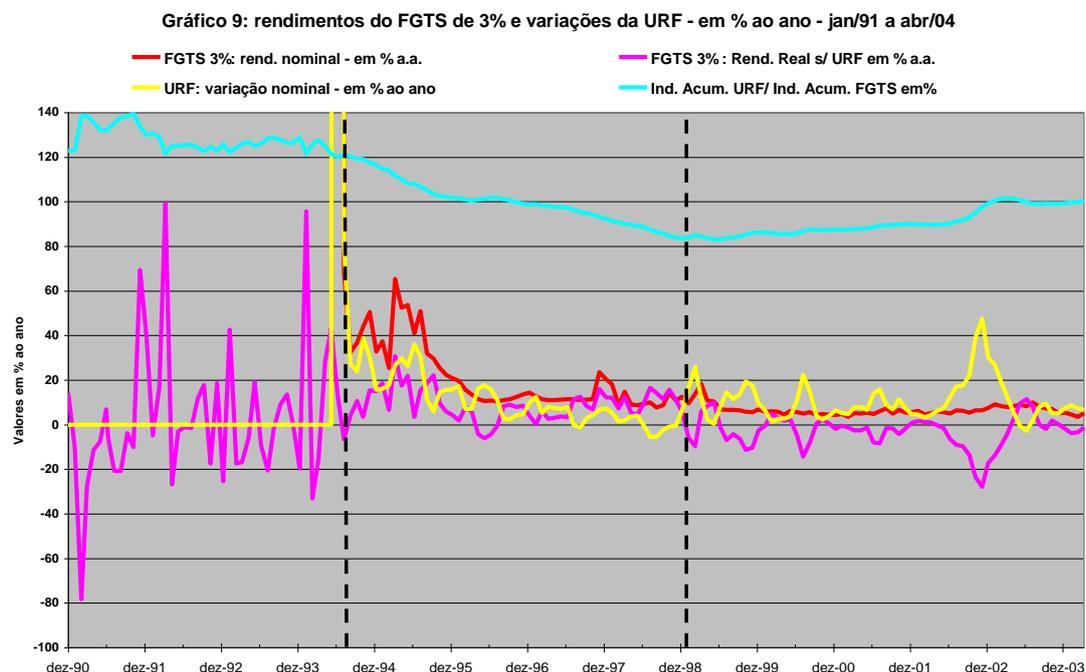
Gráfico 8: rendimentos do FGTS de 3% e variações da URF - em % ao ano - jul/87 a abr/04



O Gráfico 9 apresenta a evolução da URF e do rendimento do FGTS de 3% ao ano desde janeiro de 1991 até abril/04, num total de mais de 13 anos. Ele permite concluir que de janeiro/91 a dezembro/98 a variação acumulada da URF foi sempre menor do que a variação acumulada do rendimento do FGTS de 3% ao ano. Contudo, a partir de janeiro/99 a variação acumulada da URF passou a ser maior do que a do rendimento do FGTS com juros de 3% ao ano, que vem apresentando rendimentos negativos, o que é simplesmente um absurdo e uma injustiça com os trabalhadores, cujo partido pelo menos no nome se encontra atualmente no poder, o que pode ser alentador para a correção desse desvio de rota.

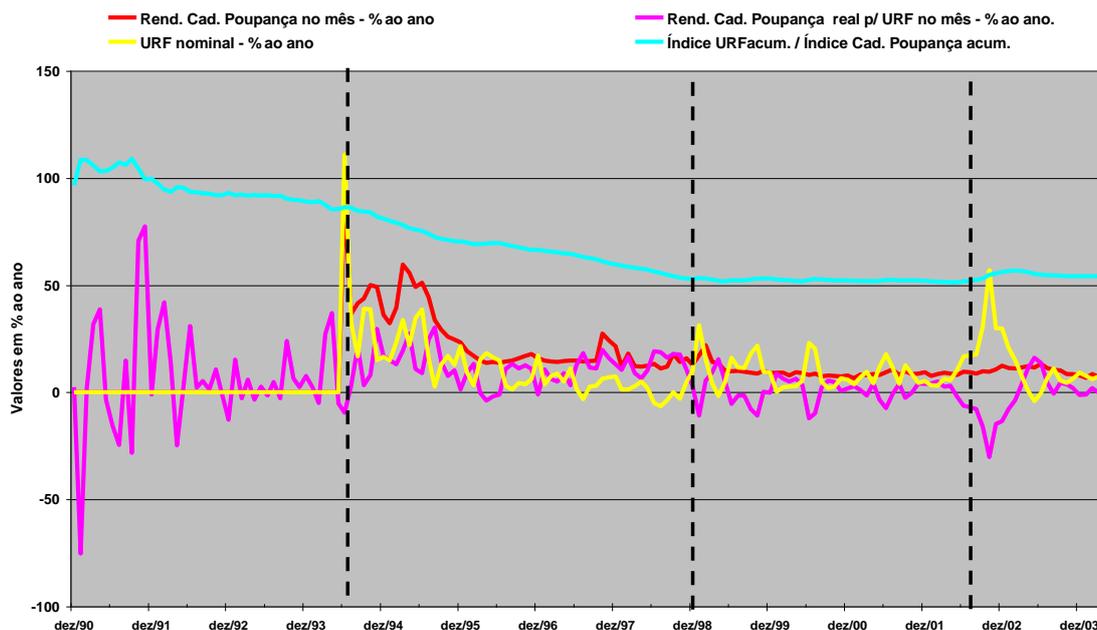
O Gráfico 10 apresenta a evolução da variação da URF e dos rendimentos da caderneta de poupança do dia 1º de cada mês, desde julho/83 até abril/04 numa série de quase 21 anos. Nele se observa que a variação acumulada da URF foi inferior a da caderneta de poupança até o início de 1989, quando foi baixado o Plano

Verão. Nos meses de fevereiro e março de 1989 houve uma valorização excessiva da caderneta de poupança como forma de compensar o expurgo feito no mês de janeiro em decorrência do citado plano. No mês de abril/89 a relação da variação acumulada da URF/ variação acumulada da caderneta de poupança atingiu seu ponto mínimo, no valor de 69%. Depois disso tal relação foi subindo até atingir o seu máximo de 109% em outubro/91.



No Gráfico 11 apresenta-se a evolução da URF e do rendimento das cadernetas de poupança de janeiro/81 a abril/04. Nele se observa que desde o máximo verificado em outubro/91, a variação acumulada da URF foi inferior à do rendimento da caderneta de poupança até valor mínimo de 52% no mês de junho/99.

Gáfico 11: Rendimento das Cadernetas de Poupança e da URF - em % ao ano - ajn/91 a abr/04

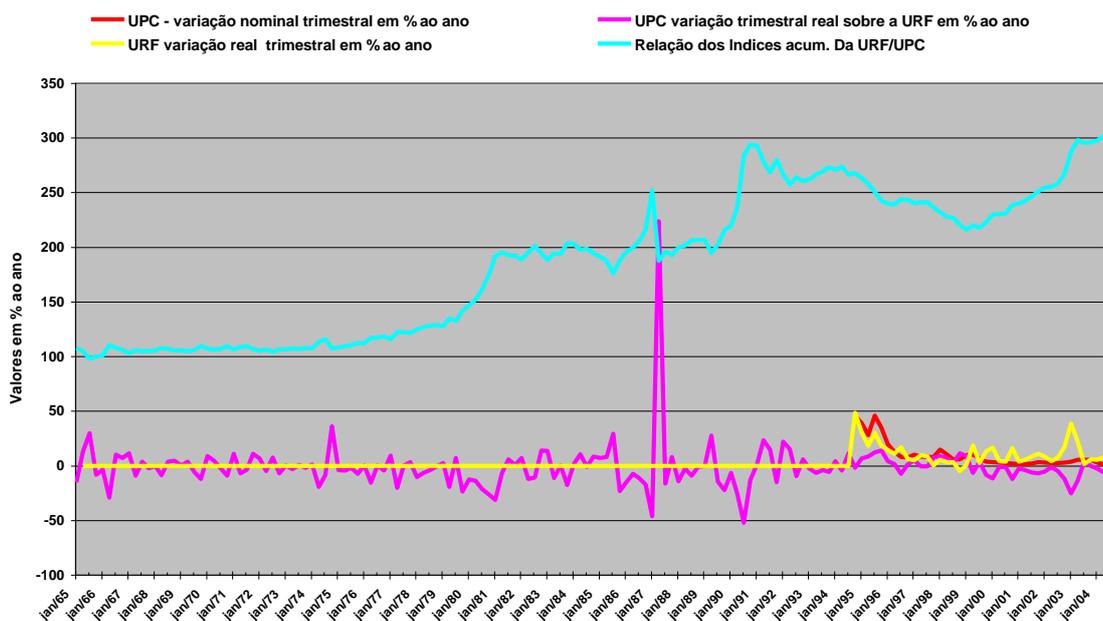


Vale ressaltar que a partir de janeiro/99, mês da liberação do câmbio, até setembro/02, véspera da eleição de Lula, num total de 44 meses, a relação entre as variações acumuladas da URF e da caderneta de poupança ficou muito próxima de seu valor médio no período, que foi de 52,35%. Ora isso significa que os rendimentos da caderneta de poupança apenas cobriram a variação da inflação no período. Mas o pior ainda estaria por vir: a partir de outubro/91 até abril/04, a tendência da curva da relação citada foi de subir, o que indica que o rendimento real da caderneta de poupança foi negativo. Ora isso é um absurdo, ou melhor, como diria o Boris Casoy, “isso é uma vergonha!”, considerando que as cadernetas de poupança são a principal, senão a única, aplicação financeira das classes de menor renda da população brasileira.

O Gráfico 12 apresenta a evolução da UPC – Unidade Padrão de Capital – que foi durante muitos anos a principal unidade de conta do SFH – Sistema Financeiro de Habitação -, desde o mês de janeiro/65 até abril/04, num total de mais de 39 anos, sendo o indexador durante muitos anos das cadernetas de poupança e dos financiamentos e empréstimos imobiliários. A principal conclusão que se tira do gráfico é que a variação acumulada da URF sempre foi muito maior do que a variação acumulada da UPC, o que é mostrado pelo valor da relação entre elas, que partindo de 108% em janeiro/65 atingiu a 302% em abril/04. Face tais valores pode-se afirmar com certeza que o expurgo real aplicado à UPC deve ter sido uma das causas da atual inoperância do SFH, na medida em que ele beneficiou os tomadores de recursos e penalizou os aplicadores nas cadernetas de poupança. Dessa forma, o retorno dos recursos emprestados foi muito inferior ao valor real das operações realizadas, o que descapitalizou o sistema como um todo. Não é por outro motivo que os financiamentos imobiliários no Brasil são mínimos, sendo de apenas R\$ 23,0 bilhões em final abril/04, o que vem a ser apenas 1,4% do PIB, o que é muito aquém do necessário para fomentar um setor tão importante e empregador de mão de obra que é o da construção civil, permanecendo por outro lado o grande déficit habitacional do país.

Para finalizar a seqüência de indexadores financeiros expurgados ao longo de todos esses anos vale apenas verificar o que ocorreu com a variação real das ORTN – Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional – que no Plano Cruzado passaram a ser apenas OTN – Obrigações do Tesouro Nacional -, depois passaram a se chamar de BTN, em seguida de BTNF, quando passou a ter variação diária, e depois foi substituída pela UFIR – Unidade Fiscal de Referência – que foi congelada em no início do ano 2001, no seu valor atual de R\$ 1,0641.

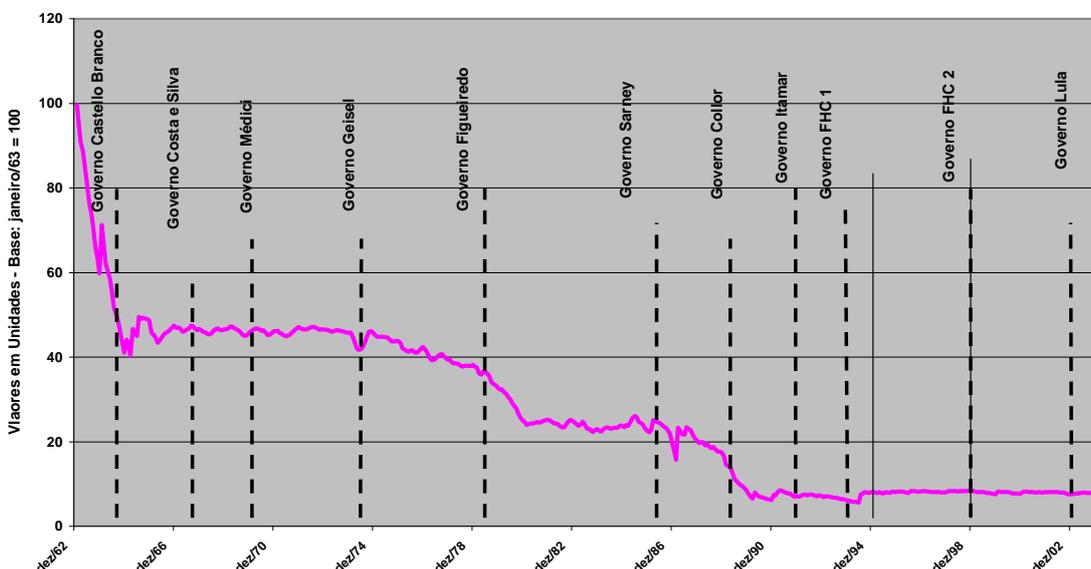
Gráfico 12: Evolução das variações trimestrais da UPC e da URF (defasada de 1 mês) - em % ao ano



O Gráfico 13 mostra tal evolução ao longo do período de mais de 41 anos, e nele procurou-se assinalar cada início de governo presidencial para melhor situar o leitor ao longo do tempo. No gráfico se vê que de um valor equivalente a 100 unidades no mês de janeiro/63 seria de apenas 7,83 em abril/04, com perda de valor real de nada menos que 92,17%.

Gráfico 13: Evolução do valor real da ORTN/OTN/BTN/BTNF/UFIR/IPCA-E deflacionado pela URF
Base: Janeiro/63 = 100

Índice da ORTN e sucedâneos: Base = jan/1963 = 100



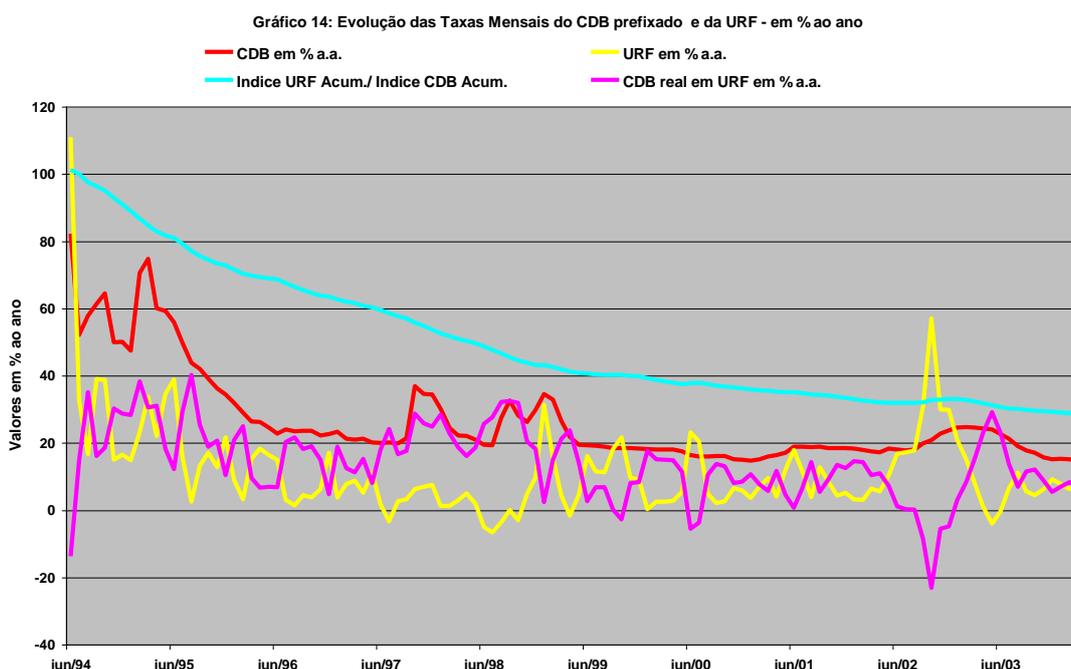
Não é a toa que a nossa dívida mobiliária federal possui um prazo médio tão curto, de apenas três anos. Como vivemos num país que já teve todo um passado de inflação elevada e que todos os indexadores de longo prazo que foram criados sempre acabaram tendo o seu valor real expurgado pelos sucessivos planos econômicos ou mesmo orientações de política econômica. Por causa disso, a forma pela qual eu proponho como resolver isso é criar um novo indexador com base numa média de três índices de preços, que não poderiam, por lei, serem alterados sem que tais alterações fossem anunciadas com até 6 meses de antecedência.

Vejamos agora os indexadores financeiros que têm feito a alegria dos bancos e dos grandes aplicadores de capital no país, por sempre apresentarem variação real acumulada elevada. São eles as taxas de juros do CDB, do CDI e da Selic.

O Gráfico 14 apresenta a evolução do rendimento do CDB em relação à URF, desde julho/94 até abril/04. Verifica-se que a relação entre as variações acumuladas dos dois indexadores que era de 101% em julho/94 caiu para apenas 29% em abril/04. Isso representa uma taxa média geométrica real de 13,65% ao ano nos 118 meses do período.

O Gráfico 15, na página seguinte, apresenta a evolução do rendimento do CDI em relação à URF, desde julho/86 até abril/04. Verifica-se que a relação entre as variações acumuladas dos dois indexadores que era de 99,3% em junho/86 caiu para apenas 10,9% em abril/04. Isso representa uma taxa média geométrica real de 13,17% ao ano nos 214 meses do período.

Por fim o Gráfico 16 , na página seguinte, apresenta a evolução do rendimento da Selic em relação à URF, desde julho/86 até abril/04. Verifica-se que a relação entre as variações acumuladas dos dois indexadores que era de 99,3% em julho/86 caiu para apenas 10,9% em abril/04. Isso representa uma taxa média geométrica real de 11,93% ao ano nos 214 meses do período.



Fiz de propósito esses comentários de forma semelhante devido ao fato dessas três taxas campeãs de rentabilidade real têm em comum o fato de remunerarem os grandes aplicadores de capital. Conforme já vimos, enquanto que as cadernetas de poupança (leia-se aplicadores de baixa renda) e o FGTS (trabalhadores) têm apresentado rendimentos negativos no período de janeiro/99 até abril/04 de respectivamente, 0,43% e 3,31%, os rendimentos reais do CDB, do CDI e da Selic, tem sido positivos no mesmo período, de respectivamente, 7,94% 8,70% e 8,83% ao ano. Na verdade, conforme já vimos anteriormente, caso se considere a migração de investimentos de um indexador para outro, os ganhos dos grandes aplicadores em títulos governamentais seriam muito maiores que os as taxas reais de juros do CDB, do CDI e da Selic.

Outro ponto a considerar é que as aplicações feitas com base nas taxas CDI e Selic são de liquidez diária, enquanto que as referentes à caderneta de poupança são atreladas aos chamados aniversários da cadernetas, ressaltando-se que caso o resgate seja feito fora dessas datas, o aplicador perde o rendimento - e o banco dele se apropria! - que seria auferido se a aplicação tivesse rendimento diário, tal como nas aplicações diárias atreladas ao CDI e à Selic.

Gráfico 15: Rendimentos Mensais do CDI e Variação da URF - em % ao ano - jun/86 a abr/04

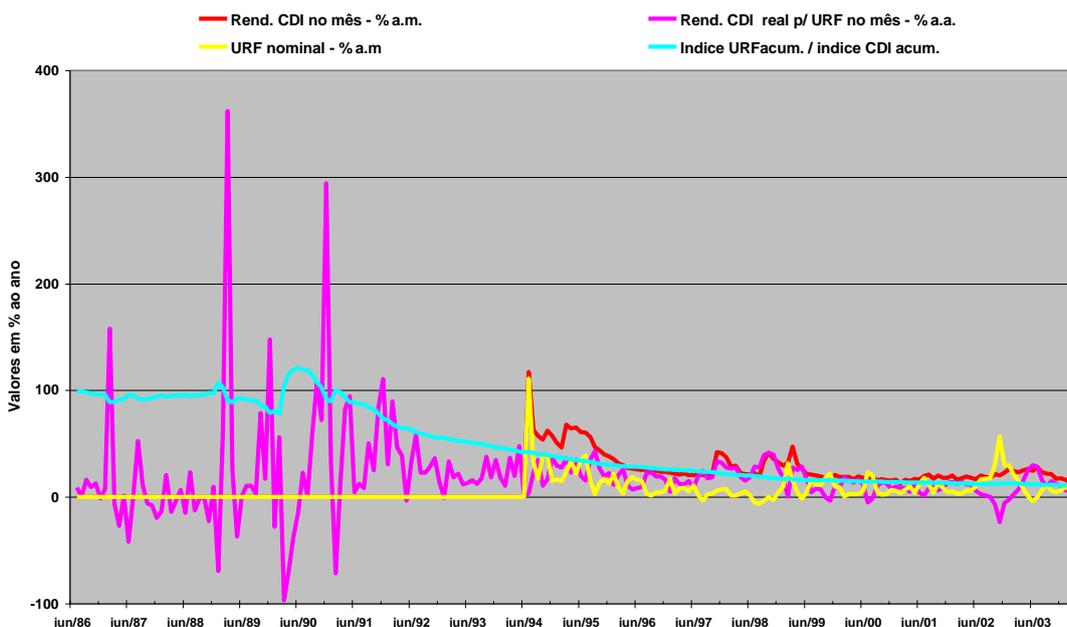
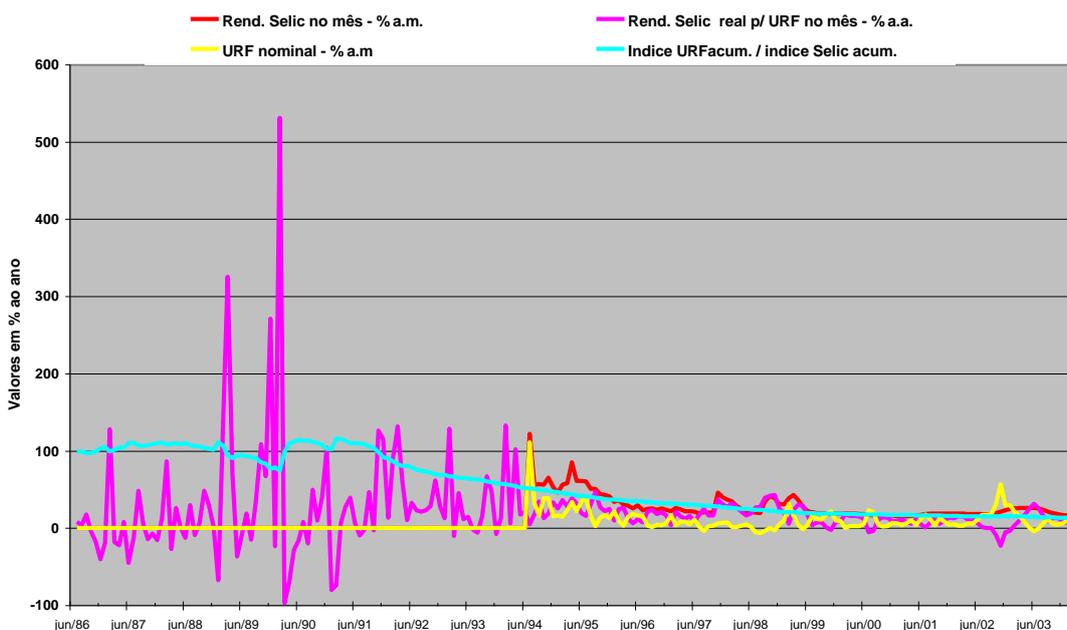


Gráfico 16: Evolução da Selic e da URF - em % ao ano - jul/86 a abr/04



Acredito que está mais do que na hora de se acabar com essa lamentável distorção, ainda mais em um governo de um presidente que veio uma família pobre, retirante da seca do Nordeste. Não é só a fome que tem de ser combatida nesse país, mas também a injustiça social e o favorecimento dos grandes detentores de capital no setor financeiro.

2.11) A criação das taxas reais de juros diárias pós-fixadas à URF

Mas de volta a um dos temas principais desse trabalho, vem a pergunta: **qual seria a forma de se calcular a taxa real de juros de uma aplicação financeira no Brasil de uma forma inquestionável, precisa e eficaz? A meu ver seria uma taxa de juros real pós-fixada que tivesse por indexador um índice de inflação preponderante no mercado e que fosse aceito pelos agentes econômicos como confiável, inquestionável, preciso e não manipulável a longo prazo, e que permitisse a determinação da taxa de**

juros real para o dia presente, ou seja, o mesmo da contração da operação, e não para o algum período passado ou futuro.

Conforme já dito, a minha proposta é criar a **URF – Unidade Real Financeira** (uma espécie de URV, ou uma cesta de índices de inflação, para aplicação no mercado financeiro) que passaria a ser o indexador financeiro dominante que definiria a **atualização monetária diária** para a quase totalidade de operações ativas e passivas do sistema financeiro nacional.

Eu dou muita relevância para a questão da determinação precisa da inflação em nível diário, dado que ela necessita ser conhecida para que se possa determinar qual é a taxa real de juros também em nível diário. Dessa forma, na minha proposta, haveria a opção, dada em lei, a qualquer das partes em exigir que somente fossem feitas as liquidações definitivas dos eventos de um contrato somente após serem divulgadas pelo BCB os **valores diários definitivos** da URF em cada mês, apurando-se e quitando-se as diferenças a receber ou a pagar (devidamente corrigidas pela URF e juros diários dos contratos) decorrentes das liquidações provisórias, feitas com base nos **valores diários estimados** da URF. A lei, contudo, também daria opção para as partes considerarem como sendo definitivas as liquidações feitas com os valores estimados para URF, bastando para tanto ressaltar tal ponto nos contratos. Como acredito que haveria uma tendência de queda da inflação e também de queda da oscilação dos seus índices mensais (neste caso por causa principalmente da menor oscilação que passaria a ter a cotação do US\$), creio que com o tempo a opção pelas liquidações definitivas mediante utilização dos valores diários estimados da URF seria a de maior uso, o que simplificaria a questão.

Criada a URF seria possível serem criadas diversas outras taxas reais de juros, todas elas de determinação diária e sendo do tipo pós-fixado, tendo por unidade de conta nacional a URF. Dessa forma, poderiam ser criadas diversas uma nova taxas de juros reais, sempre identificadas com o sufixo **-R** para serem as substitutas das atuais taxas de juros nas diversas modalidade de operações do mercado financeiro brasileiro, a saber:

- a) a **Selic-R (Selic Real)** para incidir sobre títulos federais pós-fixados à URF, que passariam a ser os preponderantes da DMF, em substituição gradual aos atuais indexados à Selic;
- b) a taxa **CDI-R (Certificado de Depósito Interbancário Real)** para incidir sobre as operações interbancárias pós-fixadas à URF que viessem a ser feitas espontaneamente pelo mercado financeiro;
- c) a taxa **CDB-R (Certificado de Depósito Bancário Real)** para incidir sobre as operações de lançamento de CDB's pós-fixadas à URF, que viessem a ser feitas espontaneamente pelo mercado financeiro;
- d) a **TJLP-R (Taxa de Juros de Longo Prazo Real)**, que passaria a ser utilizada nas novas operações financeiras feitas pelo BNDES, todas pós-fixadas à URF, bem como em operações oferecidas pelo BNDES aos atuais devedores que quisessem permutar suas atuais operações indexadas à TJLP por novas indexadas à URF acrescidas da TJLP-R; a TJLP-R também passariam a ser as taxas de juros de todas as novas operações do FAT, do PIS-PASEP e do FMM, que atualmente são feitas pela TJLP, admitindo-se a realização de novas operações para permuta das atuais operações indexadas à TJLP;
- e) a **TR-R (Taxa Referencial Real)**, que iria ser a taxa de juros de todas novas cadernetas de poupança, das contas do FGTS, dos empréstimos imobiliários, das cédulas hipotecárias, letras imobiliárias e de todas as demais operações atualmente indexadas à TR;
- f) a **TBF-R (Taxa Básica Financeira Real)**, que iria ser a taxa de juro de todas as novas operações financeiras que atualmente tenham por indexador a TBF (Taxa Básica de Juros);
- g) a taxa do **EGF-R (Empréstimo do Governo Federal Real)**, que iria a taxa todas as novas operações financeiras do crédito rural que passariam a ser todas pós-fixadas à URF, ou de novas operações para permuta das atuais operações EGF por novas operações EGF-R;
- h) a taxa do **TDA-R (Título da Dívida Agrária Real)**, que iria ser o indexador de todas as novas operações financeiras do dívida agrária, que passariam a ser todas pós-fixadas à URF;
- h) outras taxas de juros aqui não citadas, e porventura existentes, que viessem a passar a ser pós-fixadas à URF.

A **Selic-R (Selic Real)**, que seria a **taxa real de juros acima da URF**, cuja meta seria mensalmente determinada pelo COPOM, juntamente com a meta da Selic, e divulgada em % ao ano, em % ao mês (considerando-se a taxa anual em 12 meses) e em % ao dia útil (considerando-se o padrão de 252 dias úteis por ano).

O grande mérito dessa proposta é o fato de que ela sempre possibilitaria a determinação da taxa real de juros **presente, diária e única** de uma operação financeira – acabando com a diversidade de valores que podem ser obtidos para tal taxa real de juros, em função dos diversos índices de inflação e períodos de tempo que sejam utilizados no seu cálculo. Notar que dessa diversidade de valores possíveis resulta uma situação de Torre de Babel e de indefinição, e, portanto, de **maior risco** - e, conseqüentemente, em uma maior taxa de juros, tanto nominal quanto real. Já na minha proposta taxa real de juro seria determinada de forma - faça questão de repetir! - **presente, diária e única**, e, conseqüentemente, resultaria numa situação de **menor risco**, e, portanto, de **menor valor**.

Observe-se que estou propondo justamente o inverso do que ocorre hoje no país: atualmente o COPOM define em meados de cada mês a meta da taxa de juros Selic, nominal e em base anual. E, dessa forma, a taxa real de juros acaba ficando em aberto: se, por exemplo, se quiser saber seu valor real mensal será preciso saber a efetiva variação da inflação nos 30 dias do período em análise, o que demandará aguardar a divulgação dos índices mensais do mês em curso e do mês seguinte, para, posteriormente, serem feitos cálculos a partir dos valores diários *pro-rata temporis*, e assim se determinar a inflação efetiva nos trinta dias considerados. E notar que como existem diversos índices de inflação que poderiam ser utilizados a questão fica ainda mais em aberto.

A minha proposta é inverter tudo isso: o que seria definido pelo COPOM em meados de cada mês seria a taxa real de juros básica da economia, a Selic-R, que incidiria sobre a variação da URF, a qual passaria a ser o índice de inflação único e diário do país, dado que ela seria apurada mensalmente como a média aritmética dos três principais índices de inflação do país, a saber, o IPCA, o IGP-DI e o IPC-Fipe, de forma semelhante à da URV, com seus **valores diários definitivos** sendo apurados pelo BCB considerando-se o número de dias úteis de cada mês logo depois de divulgados todos os índices. O BCB, contudo iria divulgar diariamente (e se possível semanalmente) os **valores diários estimados** para a URF ao longo de cada mês divulgando sempre qual seria a variação do indexador que estava sendo considerada para o mês em curso, bem como o valor da diferença entre o valor efetivo e estimado verificados no final do mês anterior, para maior transparência e informação do mercado. Tais valores estimados diários da URF poderiam vir a ser utilizados para a liquidação provisória ou definitiva dos valores dos contratos, conforme neles estipulado.

3) Uma política cambial com definição diária da banda cambial do dólar

Essa questão ainda será melhor abordada na versão final desse trabalho, contudo acredito que através o texto se tem uma visão geral do que será proposto com relação à política cambial. Ainda estou em dúvida quanto à questão de que inflação considerar, se a dos EUA, se a dos quatro países emissores das moedas constantes da cesta ou se inflação nenhuma. Assim é possível que nesse caso específico venha a ocorrer alguma mudança de conteúdo por ocasião da minha proposta final.

Vejamos agora a questão das cotações do dólar norte-americano, que a partir de 1999 passou a ser regida pelo chamado cambio livre, quebrando toda uma tradição brasileira de ter uma política de cambio real fixo, ou seja, determinar a cotação do US\$ a partir de um patamar inicial considerado adequado e de equilíbrio para nossas contas externas, e ir adicionando à cotação inicial o valor da variação da inflação brasileira deduzida da norte-americana.

A meu ver o câmbio livre é totalmente inadequado para o país, na medida em que gera grande volatilidade das cotações do dólar, o que implica, por um lado, uma grande elevação do risco cambial, com substanciais reduções dos investimentos nacionais e estrangeiros e das captações de empréstimos e financiamentos em moeda estrangeira, e, de outro, na elevação da inflação e da taxa real de juros pelo aumento de risco que tal volatilidade gera para a economia como um todo.

Dessa forma proponho a adoção de uma nova política cambial, com a determinação diária de bandas cambiais para a cotação do dólar norte-americano, feita a partir de uma variação de 0,25% para cima e para baixo do seu valor central, o qual seria definido diariamente com base na cotação de uma cesta de moedas estrangeiras expressas em US\$, com dedução das inflações brasileira e norte-americana. Ela seria uma melhoria da política cambial que vigorou de 1995 a 1998 (ressaltando-se que a variação de 0,25% em relação ao valor central foi definida a partir do histórico das cotações nesse período) conforme mostro em maiores detalhes a seguir.

Seria criada a **URC – Unidade Real de Câmbio**, cujo valor seria utilizado para definir o centro da banda cambial diária para as cotações do US\$. Na data da sua criação a URC, que sempre seria expressa em US\$ e em R\$, seria igual ao valor de uma cesta de moedas criada e utilizada pelo FMI desde 1969, denominada DES (Direitos Especiais de Saque ou SDR – Special Drawing Rights em inglês). Essa cesta de moedas é apurada em US\$ e é formada atualmente por 0,577 dólar norte-americano, 0,426 euro, 21 ienes e 0,0984 libra esterlina. O valor diário do centro da banda cambial do dólar seria dado pela divisão da URC expressa em R\$ pelo valor da URC expressa em US\$. O valor da URC em R\$ seria determinado pela adição ao seu valor inicial da variação da URF desde a criação de ambas, a URC e a URF. Já o valor da URC em US\$ seria o valor diário do DES em US\$ inflacionado pela inflação ponderada dos EUA, Zona do Euro, Japão e Reino Unido, deflacionado pela inflação norte-americana acumulada desde a data da criação da URC. Dessa forma, o R\$ passaria a ficar atrelado a uma cesta de moedas mundiais e não apenas ao dólar norte-americano. E as demais moedas seriam livremente negociadas dentro de suas paridades com o US\$ nos mercados internacional e nacional.

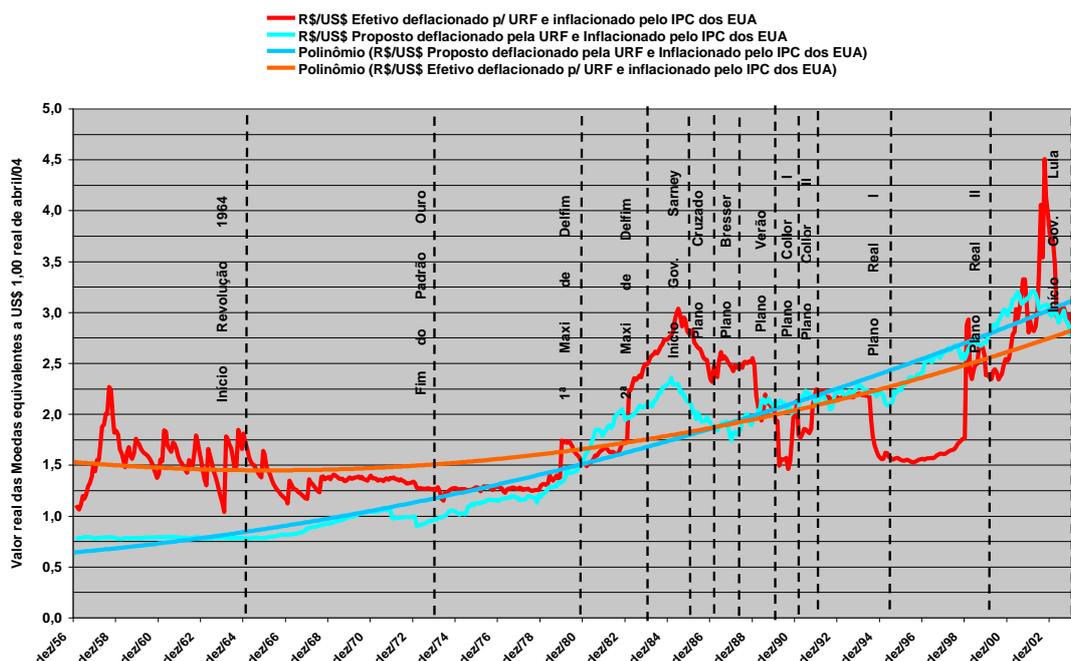
3.1) evolução do Cambio Real e da URC de janeiro de 1957 a abril de 2004

O Gráfico 17 na página seguinte apresenta a citada evolução, assinalando na barras verticais tracejadas eventos marcantes da política e da economia no período. O cambio real, mostrado em vermelho foi obtido deflacionado a cotação em moeda corrente nacional pela URF e depois inflacionando pela IPC dos EUA. Já a cotação do câmbio proposto por mim é determinado pela divisão do valor da URC expresso em cotação em moeda corrente nacional deflacionada pela URF pelo valor da URC em US\$, determinado pela variação dos Direitos Especiais de Saque DES expresso em US\$, deflacionado pela inflação média ponderada dos EUA, Região do Euro, Reino Unido e Japão inflacionado pelo IPC dos EUA.

O mais relevante fato mostrado no gráfico acima é que a curva de tendência do câmbio proposto em final de abril de 2004 tinha a cotação perto de R\$3,15/US\$, o que é praticamente igual à cotação real na mesma data que foi de R\$ 294,47/US\$, que por sua vez é praticamente igual a da curva de tendência do dólar efetivo. Tal proximidade dos valores indica que o atual patamar do câmbio aparenta ser adequado para sua fixação em termos reais, tal como seria nessa proposta, pois aparentemente ele está numa posição de equilíbrio de longo prazo.

Valores Reais de R\$/US Efetiva e Proposta Equivalentes a US\$ 1,00 real de abril/04 e Tendências
1957 a abril/2004

(valores correntes das moedas deflacionados pelo URF e inflacionados pelo IPC dos EUA)



Notar que minha proposta para o câmbio não seria adequada para ser implementada em patamares de câmbio fora de equilíbrio. Ou seja, ela não seria adequada para ser implantada, por exemplo no final de 1998, quando o real estava muito apreciado, com cotação de R\$1,76 / US\$, nem tampouco no final de setembro/02, a 3 dias da eleição de Lula, quando o real esteve no seu máximo de desvalorização, com a cotação de R\$ 4,51/US\$. Pelo câmbio proposto nessas mesmas datas as cotações estariam em R\$ 2,54/US\$ e R\$ 3,07/US\$, respectivamente, enquanto que as cotações da curva de tendência do câmbio proposto seriam em torno de perto R\$ 2,75/US\$ e R\$ 3,00/US\$, também respectivamente.

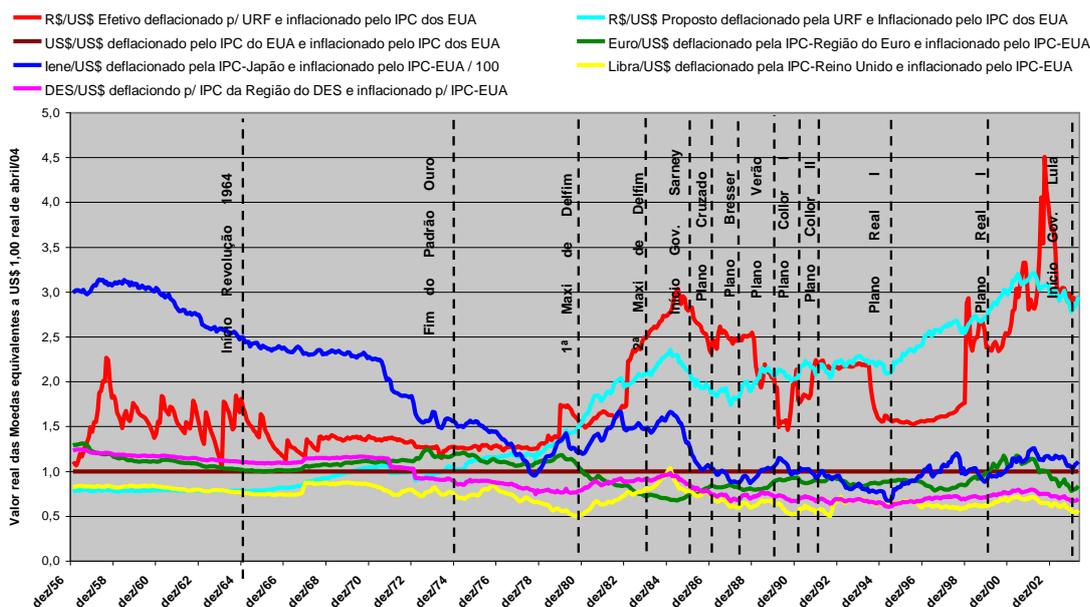
A análise das duas curvas indica que no câmbio proposto haveriam oscilações, que refletiriam as oscilações normais do US\$ frente ao euro, ao iene e à libra esterlina, enquanto que no câmbio efetivo as oscilações foram muito mais elevadas, decorrentes de desequilíbrios de nossa moeda em relação às demais citadas. O resultado disso é que no câmbio proposto certamente o risco da oscilação cambial teria sido muito inferior ao verificado no câmbio efetivo, o que teria como resultado menores riscos financeiros também, e, conseqüentemente, em menores taxas reais de juros, que é o objetivo maior dessa proposta.

Outra observação a fazer é que se o câmbio proposto tivesse sido adotado no período julho/94 a dezembro/98, o real não teria ficado tão apreciado como ficou para depois resultar numa máxidesvalorização fora de controle em janeiro de 1999, do que resultou a implementação de uma política de câmbio livre inadequada calcada na sua oscilação excessiva até abril/94.

Por definição, a cotação efetiva e cotação proposta do câmbio seriam iguais no final de abril/94. O que é curioso é que a cotação efetiva e cotação proposta também foram relativamente próximas no início do período analisado em janeiro/57, de R\$1,08/US\$ e de R\$ 0,77/US\$, respectivamente, o que considerando que se referem a mais de 47 anos atrás é muito alentador.

Para fins de ilustração e informação apresenta-se no Gráfico 18 a seguir as cotações reais das moedas equivalentes a US\$ 1,00 no mesmo período, de janeiro de 1957 a abril de 2004.

Valores Reais das Moedas Equivalentes a US\$ 1,00 real de abril/04
(valores correntes das moedas deflacionados pelo IPC do seu país e inflacionados pelo IPC dos EUA)



Observe-se que o iene sofreu grande apreciação em relação ao dólar americano, partindo de um patamar de 299,32 ienes/US\$ em janeiro/57 para 110,36 ienes/US\$ em abril/04, ou seja, apenas 36,96% do valor inicial.. O euro estimado, a libra esterlina e o DES também tiveram apreciações frente ao US\$, com as relações entre suas cotações finais e iniciais sendo de 64,89%, 68,45% e 55,85, respectivamente. Já o real se desvalorizou 173,59% em termos efetivos e teria se desvalorizado em 280,99% nos termos propostos no período em análise.

14) Algumas considerações sobre o câmbio livre no Brasil (preliminar)

Importa ressaltar que se implantada a minha proposta com certeza cairiam os riscos financeiro e cambial, e eu acredito que a taxa real de juros, que poderia vir a ser reduzida em até 50%, ou mais, em dois anos. Hoje a taxa real de juros está em 9,43% ao ano, se considerada a Selic de 16% a.a. e uma inflação 6% a.a. em 12 meses, e o governo tem gastado R\$ 150 bilhões de juros por ano, dos quais R\$ 94 bilhões são de juros reais e R\$ 56 bilhões de atualização monetária. Observe-se que se a taxa real de juros cair em 50%, a economia seria de R\$ 47 bilhões (=94*50%). Ora, o superávit primário (receitas menos despesas do governo, exceto as de juros), no ano passado foi de R\$ 75 bilhões. Assim, estar-se-ia economizando 62% do tal superávit por uma simples formulação matemática para determinação do juro básico e do câmbio.

Conforme será melhor comentado e apresentado no trabalho final dessa proposta, a ser concluída dentro de uns dez dias, pode-se analisar a evolução recente dos juros básicos e do câmbio no Brasil em três períodos:

- período pré-Real: taxa real de juros muito volátil (e muitíssimo elevada) e câmbio real relativamente estável;
- período julho-94 a 1998: taxas reais de juros menos voláteis (menores mais muito elevadas, por causa da defasagem do câmbio) e câmbio bem menos volátil (pois havia a política de banda cambial);
- período de 1999 até hoje: taxas de juros menos voláteis (em valores ainda altos, porém inferiores ao período anterior) e câmbio excessivamente volátil.

Repare que nos períodos (b) e (c) a taxa nominal de juros apresentou-se relativamente definida, e o que oscilava é a taxa de juros real, pois a inflação oscilava, e oscila, naturalmente ao longo do ano, inclusive por influência da variação cambial e dos reajustes anuais de tarifas, salários etc.

Com a nova política proposta haveria a tendência de a inflação oscilar menos também, pois o câmbio deixaria de oscilar tanto, e assim o IGP-DI e IGP-M - que são utilizados com indexadores em uma série de contratos anuais, de serviços e de tarifas públicas - também deixariam de oscilar. Isso seria mais um fator para redução do risco, e, portanto, mais um fator para respaldar tecnicamente a redução da taxa de juros real.

Vejamos agora as questões referentes ao chamado risco cambial, que passou a existir a partir do início de 1999, quando o R\$ teve de ser desvalorizado, voltando para um patamar real próximo ao que existia em junho de 1994, quando ele foi criado, encerrando assim um período que na história vai ficar sendo lembrado como os quatro anos do populismo cambial. Forçado pelo mercado, o governo teve de fazer em janeiro de 1999 uma máxi atribulada e cheia de favorecimentos e questionamentos, passando a adotar o chamado câmbio livre. A partir de março do mesmo ano, essa política de cambio livre passou a ser parte integrante de uma nova política econômica implantada, denominada de Sistema de Metas para Inflação, que vigora até os dias atuais. Nessa política o objetivo é fixar e perseguir o alcance de uma meta de inflação, deixando o câmbio livre, flutuando ao sabor dos ditames do mercado. Ocorre que aumentos da taxa de câmbio podem aumentar a própria taxa de inflação, em especial quando apuradas por índices mistos, com preponderância índice de preços no Atacado, tal como o são o IGP-DI e IGP-M, que são os indexadores dos reajustes anuais dos contratos de prestação de serviços, tarifas públicas e dos aluguéis. Como exemplo disso basta ver o que ocorreu no ano de 2002.

A partir da adoção do cambio livre, em janeiro de 1999, o nosso país passou a ter mais uma variável de incerteza: é a impossibilidade de se prever com bom nível de acerto qual será a taxa de câmbio até mesmo no dia seguinte. Afinal tudo irá depender do chamado humor dos mercados financeiros nacional e internacional. Começemos por este último. Afinal, se houver um atentado no Iraque, se aumentou o preço do petróleo, se a Argentina ameaça dar um calote na sua dívida externa, se ocorreu mais uma fraude contábil numa grande empresa do EUA ou Itália, se alguma agência ou banco internacional rebaixa a posição de risco do país, o resultado é quase líquido e certo: o chamado Risco Brasil - apurado pelo banco JP Morgan, que apesar do pomposo nome apenas mede o diferencial entre as taxas de juros dos títulos brasileiros C-Bond e as dos os títulos do tesouro norte-americano - irá disparar, e com ele também a cotação do dólar.

Vejamos agora também que o mercado financeiro nacional também é capaz de fazer oscilar a taxa de câmbio por determinados interesses específicos, alguns de natureza escusa. A seguir transcrevo notícia divulgada no dia 18/05/04, no site do Banco Itaú:

Dólar: vencimento de dívida cambial pressiona moeda americana

O dólar comercial encerrou a terça-feira em alta de 0,26% cotado para a venda a R\$ 3,131 e na compra a R\$ 3,129. Na quarta-feira haverá o resgate de uma dívida pública cambial de US\$ 2,5 bilhões. Por isto, houve uma pressão de compra da moeda norte-americana. O cenário internacional teve um dia de recuperação. A melhora da cotação do C-Bond e a entrada de dólares através de exportações impediu que a alta da moeda americana fosse maior. Na BM&F, o contrato de dólar futuro de junho registrou alta de 0,19%, cotado a R\$ 3,148. Foram negociados 140 mil contratos.

Em complemento à notícia acima informo que no dia 18/05/04 a cotação mínima do dólar foi na abertura, a R\$ 3,097, atingindo um máximo de R\$ 3,149, o que dá uma oscilação de nada menos que 1,679% ao dia, o que vem a ser nada quase o dobro da taxa básica de juros do EUA em um ano, fixada atualmente em 1%. E isso tudo num dia que o chamado Risco Brasil caiu 1,9%.

Como se vê existem fatos que, inexplicavelmente, ocorrem no mercado de câmbio brasileiro, sem que o BCB atue no sentido de coibi-los. Digo inexplicavelmente porque mesmo no tempo do populismo cambial, comandado pelo Dr. Gustavo Franco, quando o país estava numa situação externa bem mais vulnerável que a atual, não havia a enorme flutuação que existe no atual mercado cambial brasileiro. Ressalte-se que naquela época o Brasil dependia da entradas de recursos externos de investimentos diretos (daí o porquê de certas privatizações inconseqüentes) e de capitais especulativos para fechar sua conta de transações correntes, uma vez que, em períodos de 12 meses, , se não me falha a memória, o superávit na balança comercial de até US\$15 bilhões ocorrido em 1993, acabou virando um déficit de até uns US\$ 10 bilhões em decorrência do câmbio artificialmente apreciado.

Ora, atualmente o país está tendo saldos recordes na balança comercial (superiores a US\$ 20 bilhões por 12 meses), apresentou um pequeno superávit de alguns US\$ bilhões na sua conta corrente em 2003, e fechou o ano com reservas líquidas de US\$ 53 bilhões. Afinal, o que está se passando na cabeça dos dirigentes do BCB? Torço para que seja apenas uma convicção errada de que o câmbio tem que ser livre e definido pelo mercado, que pode ser revertida caso passe a reinar o bom senso.

Afinal, o vencimento de título governamental indexado ao dólar, uma remessa de divisas para quitação de contrato de empréstimo ou o pagamento dividendos para uma matriz no exterior pode elevar excessivamente a cotação dólar. De modo inverso, uma entrada de recursos para aquisição de mais uma empresa nacional, o

recebimento do montante do lançamento de títulos no mercado internacional ou qualquer outra entrada expressiva de divisas, podem derrubar a cotação do dólar num dia. Isso tudo porque o BCB, por convicção, acredito eu, defende a posição de que o câmbio deve ser definido pelas forças do mercado.

Um bom exemplo do Brasil ocorreu comigo em 2002, quando fiz uma viagem turística de duas semanas ao exterior. Em março e abril quando a planejei, o dólar estava abaixo de R\$ 2,30. Ao embarcar no início de maio, o dólar já estava perto de R\$ 2,40. Quando em junho paguei as despesas feitas no cartão de crédito o fiz pagando o dólar perto de R\$ 2,60, o que me deixou, muito espantado e revoltado. Contudo para minha surpresa e alívio o dólar meses depois chegou a bater R\$ 4,00! Aí vi que a conta havia saído barata... Afinal, se eu tivesse parcelado alguma conta no cartão, certamente seu pagamento teria sido bem superior. Repare que estamos falando numa desvalorização do R\$ de nada menos que 73%, de R\$ 2,30 a R\$4,00 num intervalo de alguns meses. Ora outro dia o ex-presidente FHC declarou que não havia feito uma maxidesvalorização antes de janeiro de 1999 por que tinha medo de que a inflação no país fosse explodir, acabando com a estabilização do proporcionada pelo plano Real, e digo eu, com sua principal bandeira eleitoral, utilizada com muita eficácia e eficiência nas suas duas eleições para presidente da República, em 1994 e 1998. Bem, deixo a política e volto ao que interessa. A tão temida maxidesvalorização do R\$ temida por FHC, teve duas grandes oscilações em relação à cotação do dólar de R\$ 1,2114 do dia 12/01/99: primeira de 63,1%, no dia 29/01/99, quando o dólar fechou a R\$ 1,9832, e a segunda de 70,44%, relativa ao dia 26/02/99, quando o dólar fechou a R\$ 2,0648. O interessante é que esses dois dias foram os últimos dos meses de janeiro e fevereiro, que serviram para a definição das cotações dos contratos de opções cambiais que venciam no dia primeiro do mês seguinte. Teria sido uma coincidência da mesma natureza da que aparenta estar ocorrendo agora, no vencimento da dívida cambial do governo que vence hoje no dia de hoje 19/05/04, atrás mencionada?

4) Definindo o juro e do câmbio em base real no Brasil

Nessa proposta nos ateremos apenas a tentar reduzir o risco, e, conseqüentemente, a taxa real de juros da Selic, bem como a definição de uma nova política cambial, objetivando a redução do risco cambial.

A) Criação da URF (Unidade Real Financeira) e seus desdobramentos no mercado financeiro

A.1) Seria criada a URF (Unidade Real Financeira) com o objetivo de passar a ser o principal indexador do mercado financeiro, dentro das seguintes definições, contidas em lei:

- a) o valor da URF em R\$ no dia da sua criação seria igual ao da cotação de US\$ 1,00 (um dólar norte-americano);
- b) a variação mensal da URF seria obtida pela média aritmética dos três principais índices de inflação do país, a saber, o IPCA (IBGE), o IGP-DI (FGV) e o IPC (Fipe), sendo seu valor mensal determinado e divulgado pelo Banco Central do Brasil (BCB) logo após a divulgação do último índice, quando seriam também definidos os valores diários da URF para cada dia útil do mês anterior;
- c) na lei que criaria a URF seria previsto que as instituições que apuram os índices de inflação citados passariam a ser responsáveis pela sua elaboração permanente em longo prazo, e só poderiam deixar de calculá-los (quando se procederia a sua substituição nos termos previstos em lei) ou efetivar alteração na atual metodologia de seus cálculos, depois de decorrido um prazo mínimo, de digamos 6 (seis) meses, contados da data de sua publicação na imprensa; o objetivo dessas medidas seria assegurar que não poderiam haver no futuro qualquer expurgo ou alteração artificial dos três índices, de forma que a URF passasse a ser confiável e o único e inquestionável medidor da inflação no país, no presente e no futuro;
- d) diariamente (e se possível semanalmente) o BCB divulgaria as cotações estimadas da URF para o dia (ou semana) seguinte, juntamente com os valores estimados para a variação da URF no mês em curso, bem como a diferença entre os valores efetivo e estimado no final do último mês que estivesse sendo compensado no mês em curso; os valores diários estimados para a URF serviriam para a liquidação dos eventos financeiros diários de cada contrato, liquidação esta que poderia ser definitiva ou provisória, dependendo do que houvesse sido livremente negociado entre as partes, assegurando em lei, contudo, o direito de qualquer uma delas exigir que nele constasse a liquidação provisória;

e) divulgados os índices de inflação e os valores diários da URF do mês anterior, naqueles contratos em que houvesse a opção pelas liquidações provisórias haveria a liquidação definitiva dos eventos financeiros, mediante pagamento/recebimento das diferenças apuradas em relação à liquidação provisória, o que asseguraria a aplicação, correta e indiscutível, da atualização diária pela URF e pela taxa real de juros em nível diário, conforme definido nos contratos;

f) o Sistema de Metas de Inflação seria mantido, contudo o seu indexador passaria a ser a URF em substituição ao IPCA.

A.2) Todos os contratos com indexação na TJLP - Taxa de Juros de Longo Prazo - (leia-se BNDES), na TR - Taxa Referencial de Juros - (leia-se, FGTS, cadernetas de poupança e empréstimos e letras imobiliárias) seriam mantidos inalterados, contudo sujeitos às seguintes alterações:

a) a variação da TJLP e da TR passariam a ser idênticas às da URF, o que seria feito através de decreto presidencial que alterasse a sua forma de cálculo, podendo contudo ser estabelecido um prazo mínimo para que tal mudança viesse a ser efetivada, de forma a não alterar substancialmente o atual equilíbrio financeiro de cada contrato;

b) novos contratos em TJLP e em TR não seriam mais realizados, sendo os novos todos expressos em TJLP-R e TR-R, adiante definidos;

c) o objetivo dessas medidas, além de não resultar em quebra de contratos, é tornar boa parte do mercado financeiro já "URFizado" logo por ocasião da sua criação, de forma a tornar a URF o principal indexador de todo o mercado financeiro no menor prazo possível, conforme abaixo mostrado;

A.3) seria criada a taxa Selic-R (Selic-Real), que por definição seria a taxa de juros real anual acima da URF a vigorar nos contratos e operações financeiras, obedecendo às seguintes condições:

a) a taxa Selic-R seria definida mensalmente pelo COPOM, juntamente com a Selic;

b) a taxa Selic continuaria a existir, e seria mantida a sua atual forma de determinação, de modo que ela continuaria a ser utilizada em todo e qualquer contrato a ela referenciado;

c) a Selic-R e a URF passaria respectivamente a ser a taxa de juros anual e o indexador preponderantes, e praticamente únicos, da dívida governamental, pois praticamente os seus novos títulos seriam a eles referenciados, pois não seriam mais emitidos novos títulos indexados a Selic atual, os quais, em final de mar/04, representavam 60% dos títulos federais colocados no mercado;

d) nenhum título governamental atualmente existente no mercado sofreria qualquer alteração e todos seriam honrados religiosamente pelo governo, mantendo-se integralmente todos seus eventos nos dias de vencimento originais;

e) o governo, entretanto, de forma negociada, ofereceria a troca dos títulos atuais por novos títulos pós-fixados em URF/Selic-R, procurando assegurar a manutenção das taxas de juros reais esperada para cada título por ocasião da sua permuta;

f) continuariam a ser emitidos títulos prefixados, embora em menor quantidade, bem como indexados ao IGP-DI, IGP-M, ao IPCA, e ao US\$ atendendo à demanda do mercado; ressalte-se que tal demanda deveria cair significativamente, na medida em que a variação da cotação do US\$ ficaria praticamente atrelada à da URF, através da URC, conforme será visto adiante, e por sua vez o IGP-DI e o IGP-M, passariam a ter também menor variação, dado que a cotação do US\$ (que afeta fortemente o IPA-DI e o IPA-M, que respondem por 60% do IGP-DI e IGP-M) praticamente não iria mais ter grandes variações a curto, médio e longo prazo com a implantação da nova política cambial;

g) estariam criadas as condições para o alongamento gradual da dívida interna federal, pois consolidada a confiança do mercado na URF e reduzida a atual taxa real de juros, o governo começaria a emitir títulos pós-fixados a Selic-R/URF, com taxas reais de juros maiores para prazos maiores; acredita-se que em dois anos a taxa real de juros medida pela Selic-R seria reduzida em até 50%, o que permitiria que títulos com até 10 anos ou mais de prazo de vencimento poderiam ser emitidos com taxas reais de juros iguais ou até mesmo inferiores às atualmente aplicadas a títulos de prazo de 1 (um) ano;

A.4) Criada a URF seria possível serem criadas diversas outras taxas reais de juros, todas elas de determinação diária e sendo do tipo pós-fixado, tendo por unidade de conta nacional a URF. Dessa forma, poderiam ser criadas diversas uma nova taxas de juros reais, sempre identificadas com o sufixo **-R** para serem as substitutas das atuais taxas de juros nas diversas modalidade de operações do mercado financeiro brasileiro, a saber:

- a) a taxa **CDI-R (Certificado de Depósito Interbancário Real)** para incidir sobre as operações interbancárias pós-fixadas à URF que viessem a ser feitas espontaneamente pelo mercado financeiro;
- b) a taxa **CDB-R (Certificado de Depósito Bancário Real)** para incidir sobre as operações de lançamento de CDB's pós-fixadas à URF, que viessem a ser feitas espontaneamente pelo mercado financeiro;
- c) a **TJLP-R (Taxa de Juros de Longo Prazo Real)**, que passaria a ser utilizada nas novas operações financeiras feitas pelo BNDES, todas pós-fixadas à URF, bem como em operações oferecidas pelo BNDES aos atuais devedores que quisessem permutar suas atuais operações indexadas à TJLP por novas indexadas à URF acrescidas da TJLP-R; a TJLP-R também passariam a ser as taxas de juros de todas as novas operações do FAT, do PIS-PASEP e do FMM, que atualmente são feitas pela TJLP, admitindo-se a realização de novas operações para permuta das atuais operações indexadas à TJLP;
- d) a **TR-R (Taxa Referencial Real)**, que iria ser a taxa de juros de todas novas cadernetas de poupança, das contas do FGTS, dos empréstimos imobiliários, das cédulas hipotecárias, letras imobiliárias e de todas as demais operações atualmente indexadas à TR, que passariam ser pós-fixadas à URF;
- e) a **TBF-R (Taxa Básica Financeira Real)**, que iria ser a taxa de juro de todas as novas operações financeiras que atualmente tenham por indexador a TBF (Taxa Básica de Juros);
- f) a taxa do **EGF-R (Empréstimo do Governo Federal Real)**, que iria a taxa todas as novas operações financeiras do crédito rural que passariam a ser todas pós-fixadas à URF, ou de novas operações para permuta das atuais operações EGF por novas operações EGF-R;
- g) a taxa do **TDA-R (Título da Dívida Agrária Real)**, que iria ser o indexador de todas as novas operações financeiras do dívida agrária, que passariam a ser todas pós-fixadas à URF;
- h) outras taxas de juros aqui não citadas, e porventura existentes, que viessem a passar a ser pós-fixadas à URF.

**B) Criação da URC (Unidade Real Cambial) e nova política cambial,
com cotação do US\$ em banda e atrelada a uma cesta de moedas estrangeiras**

Seria definida uma nova política cambial para o país dentro das seguintes condições:

- a) seria criada a URC – Unidade Real de Câmbio – que passaria a ser utilizada pelo BCB para a definição do valor central diário da banda cambial em R\$ em que poderia ser negociado o US\$, ficando assegurado que acima do valor superior e abaixo do valor inferior da citada banda o BCB passaria a vender ou comprar, em operação direta no mercado de câmbio;
- c) por definição o valor da URC no dia da sua criação seria igual ao de uma cesta moedas, criada e utilizada pelo FMI desde 1969, denominada DES – sigla de “Direitos Especiais de Saque” (ou SDR – “Special Drawing Rights” em inglês) cuja cotação é determinada e divulgada diariamente por aquele fundo, que é o resultado apurado em US\$, da seguinte cesta de moedas: 0,577 dólar norte-americano, 0,426 euro, 21 ienes e 0,0984 libra esterlina; em 30/04/04 tivemos as seguintes paridades DES 1,00 = US\$ 1,451830, e inversamente, US\$ 1,00 = DES 0,688786; o FMI também apresenta a cotação de DES nas moedas de todos os países, ressaltando-se que em 30/04/04 DES 1,00 = R\$ 4,28493 e R\$ 1,00 = DES 0,233376, donde se conclui que a cotação US\$1,00 = R\$ 2,951399 utilizada pelo FMI é um pouco diferente da cotação considerada pelo BCB, que naquele dia foi, para venda, de US\$1,00 = R\$ 2,9447;

c) dessa forma, caso a URC tivesse sido criada em 30/04/04 ela teria as seguintes paridades, considerando-se a cotação de venda do dólar americano de **US\$ 1,00 = R\$ 2,9447** utilizada pelo BCB: **URC 1,00 = DES 1,00 = US\$ 1,451830 = R\$ 4,275204**;

d) acredita-se que o atual patamar da taxa de câmbio (que vem oscilando recentemente na faixa de R\$ 2,80 /US\$ a R\$3,20/US\$, ou seja, em torno R\$ 3,00/US\$), seja adequado para o início da nova política cambial, dado que o Brasil tem apresentado expressivos saldos na balança comercial, tendo até apresentado pequeno superávit no balanço em conta corrente em 2003; seria, contudo, importante que o BCB viesse a intervir no mercado, de forma a trazer a cotação do US\$ para próximo de R\$ 3,00, para ser criada a URC num patamar adequado considerando-se que sua variação passaria a ser real por um longo período;

e) a variação mensal da URC, a partir da data da sua criação, passaria a ser definida pelo BCB da seguinte forma:

e.1) a variação acumulada do valor da URC expresso em R\$ seria igual à variação acumulada da URF desde a data da criação de ambas ;

e.2) a variação acumulada do valor da URC expressa em US\$ seria igual ao valor em US\$ da cesta de moedas DES divulgada pelo FMI, deflacionado pelo índice de inflação ponderado da digamos Região do DES, inflacionado pelo índice acumulado da inflação dos EUA medido pelo IPC;

f) o valor central da banda cambial da cotação do US\$ seria dado pela divisão do valor da URC em R\$, determinado nos termos do subitem e.1) acima, pelo valor da URC em US\$, determinado nos termos do subitem e.2 acima;

g) os valores superior e inferior da banda cambial do US\$ seriam definidos como sendo igual a 100,25% e 99,75% do seu valor central determinado nos termos do item f) acima;

h) o BCB divulgaria diariamente os valores da URC expressa em US\$ e em R\$, ambos determinados a partir do valor diário do DES divulgado pelo FMI, bem como o índice acumulado da inflação dos EUA, explicitando também, para maior transparência e informação ao mercado:

h.1) o último valor acumulado conhecido de tal índice obtido a partir da sua última variação mensal divulgada;

h.2) a variação estimada pelo BCB prevista para o mês em curso, resultante das seguintes variações mensais, a serem também divulgadas:

h.2.1) valor estimado pelo BCB para a variação mensal dos índices de inflação da Região do DES e dos EUA para o mês em curso;

h.2.2) diferenças entre as variações dos índices de inflação estimados que foram determinação da URC no mês anterior e a variação mensal efetivamente ocorrida nos índices da inflação da Região do DES e dos EUA;

i) as cotações das demais moedas estrangeiras em R\$ seriam livremente determinadas pelo mercado, considerando suas paridades em relação às cotações do US\$ nos mercados nacional e internacional;

j) diferentemente dos contratos em moeda nacional referenciados a URF, a liquidação dos contratos em moeda estrangeira seria definitiva, com bases nas cotações das moedas dentro de cada banda respectiva;

5) Considerações Finais

Acredito que essa proposta resultaria numa grande redução dos riscos financeiros e cambiais no Brasil, do que resultaria:

- Uma grande redução das taxas reais de juros, seja as relativas à taxa básica que define os encargos da dívida mobiliária federal, seja aos tomadores de empréstimos em geral, empresas e pessoas físicas, neste caso dependendo de medidas complementares relacionada à redução da atual elevada tributação direta e indireta incidente sobre as operações financeiras, mudança da legislação de forma a tornar mais factível a execução de bens reais dados em garantias e à redução dos depósitos compulsórios exigidos pelo BCB;
- Considerando que se poderia reduzir à metade a taxa real de juros atual de 9,43% que é decorrente de uma taxa Selic de 16% e uma inflação de apenas 6%, seria possível reduzir em nada menos R\$ 50 bilhões os encargos da dívida mobiliária governamental, estimados em valor nominal em R\$ 150 bilhões por ano, o que representa nada menos do que 2/3 do expressivo superávit primário governamental, estimado em R\$ 75 bilhões por ano, mas que somente corresponde a 50% do total dos juros pagos pelo governo;
- A grande redução dos encargos da dívida governamental e o alongamento dos prazos de seus títulos possibilitariam ao governo retomar o papel de principal indutor do crescimento do país, pois ele voltaria a dispor de recursos para fazer seus investimentos em setores prioritários de caráter econômico e social;
- Ampliação do volume de operações de crédito no Brasil, seja pela redução do risco em operações feitos em moeda nacional, seja pela expressiva redução do risco cambial, o que viabilizaria o aumento de empréstimos e financiamentos em moeda estrangeira; o que permitiria um boa redução no spread bancário através de redução das despesas administrativas dos bancos em relação ao total de ativos do sistema financeiro;
- Aumento expressivo dos investimentos, e portanto da taxa de crescimento do país, seja pela redução dos juros e aumento do volume de crédito, seja pela redução dos riscos empresariais, diretamente associados aos riscos financeiro e cambial, do que resultaria aumento expressivo dos investimentos estrangeiros diretos no país;
- A entrada expressiva de recursos externos, seja através de investimentos diretos, seja sob a forma de empréstimos e financiamentos, associado a atual situação de equilíbrio em transações correntes, possibilitada pelo grande saldo da balança comercial, resultaria em substancial elevação das nossas reservas cambiais, que poderiam dobrar de valor em apenas dois anos, chegando a uns US\$ 100 bilhões, asseguraria que a nova política cambial seria duradoura e imune a ataques especulativos.
- Maior eficácia no chamado Sistema de Metas de Inflação, dado que, primeiro, a inflação passaria a ser medida pela URF, que sendo uma média dos três principais índices de inflação do País (IGP-DI, IPCA e IPC-Fipe) apresentaria menor oscilação do que o único índice atualmente adotado que é o IPCA, e, segundo, porque a política monetária passaria a ter melhores resultados no controle da inflação na medida em que passaria a fazer a definição mensal da taxa real de juros Selic-R e não mais da taxa nominal de juros Selic.

Rio de Janeiro, 30 de junho de 2004.

Claudio Braga de Abreu e Silva

Definindo o Juro e Câmbio em Base Real e Diária no Brasil

Uma proposta para redução dos riscos financeiro e cambial como forma de reduzir o juro real e viabilizar o crescimento sustentável do país

**Por Claudio Braga de Abreu e Silva
Rio de Janeiro – 31/05/2004**

Versão Preliminar para Discussão

ANEXO

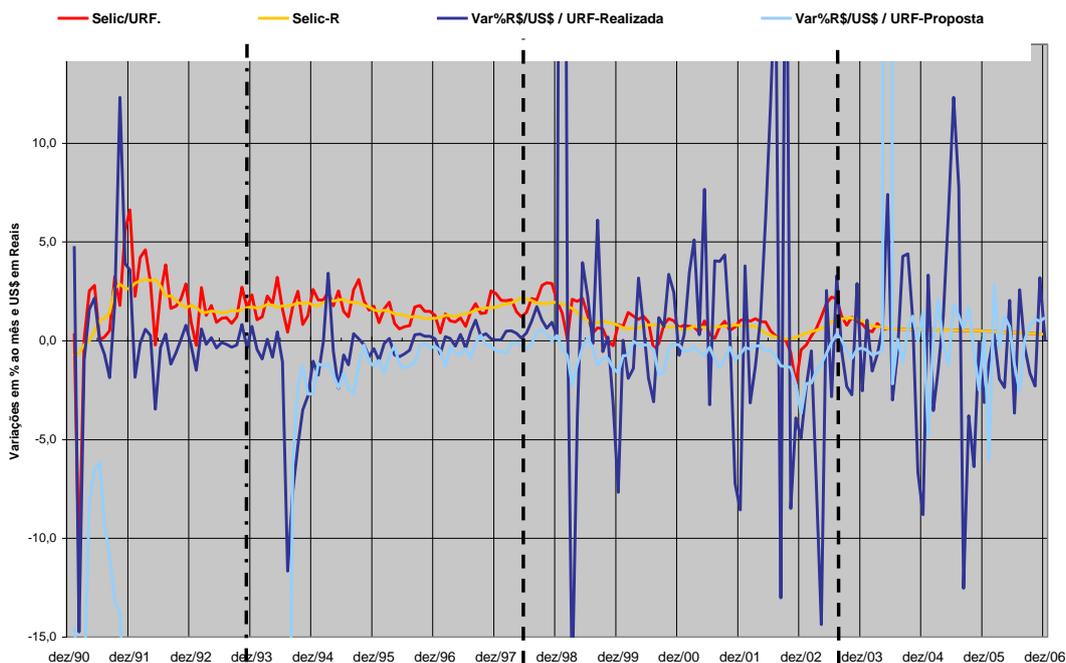
Nesse anexo são apresentados alguns gráficos das variáveis de interesse para esse trabalho, os quais serão comentados por ocasião da elaboração da sua versão final. Procurou-se sempre que possível, séries de dados abrangendo o período 1991 a abril de 2004, com o objetivo de analisar quatro períodos distintos para fins dessa abordagem, os quais são sempre são destacados nos gráficos. Tais períodos são:

- (a) **Janeiro de 1991 a junho de 1994, que nesse trabalho será chamado de Pré-Real:** taxas de inflação elevadas, que foram transformadas em taxas reais mediante pela deflação pela URF, elevadíssimas taxas de juros Selic nominais e reais (idem pela URF) e câmbio real (pela URF) relativamente fixo;
- (b) **Julho de 1994 a 1998, que nesse trabalho será chamado de Plano Real I:** onde as taxas nominais de inflação caíram bastante, as taxas de juros Selic nominais e reais pela URF continuaram elevadas, porém inferiores às do período anterior, e o câmbio real, depois da sua grande apreciação inicial e posterior menor depreciação, foi praticamente fixo, dentro da política de bandas cambiais implantada;
- (c) **Janeiro de 1999 até abril de 2004, que nesse trabalho será chamado de Plano Real II:** taxas de inflação nominais e reais baixas, embora que com alguns repiques e períodos até negativos, decorrentes da variação excessiva do câmbio que passou a ser livre, com grandes oscilações, para cima e para baixo, e taxas nominais e reais da Selic bem menores que do período anterior
- (d) **Maior de 2004 a dezembro de 2006, que nesse trabalho será chamado de Plano Real III:** nesse período, analisa-se como seria a situação com a continuação das atuais políticas de juro e cambio (cujas características em princípio seriam muito semelhantes à do período anterior, e, também, como se estimaria a situação caso fosse implantada essa proposta, onde se acredita que as variações mensais, nominais e reais, dos índices de inflação, da taxa de juro Selic e da taxa do cambio seriam bem inferiores e muito menos voláteis que as realizadas no período anterior; (vale dizer que objetivando a simulação desse período com base em fatos reais, optou-se por adotar as mesmas variações mensais ocorridas a partir de maio de 1999 para os valores mensais da inflação, do juro Selic e do câmbio, dentro de uma hipótese de que eles iriam se repetir a partir de maio de 2004);

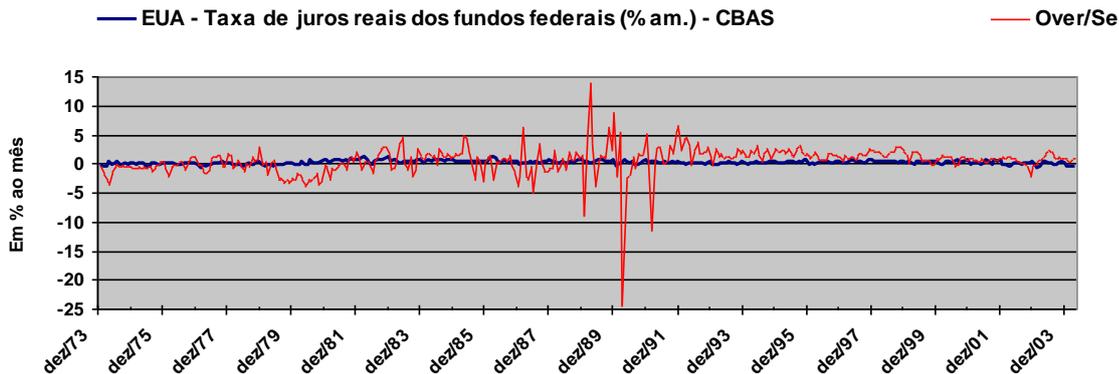
A seguir apresenta-se os diversos gráficos, relacionados aos índices de inflação, taxa de juros Selic, taxa de câmbio do dólar, euro, iene e libra esterlina, dados do balanço de pagamentos e das dívidas internas e externas entre outros, além dos valores determinados para os quatro períodos citados da URF da URC e da Selic-R. Vale ressaltar que outras informações que serviram para fundamentar essa proposta, tal como informações sobre os sistemas monetário e financeiro brasileiros, contas nacionais e algumas informações macro-econômicas do EUA, Região do Euro, Japão e Reino Unido, não serão aqui apresentadas por falta de tempo, mas constarão da versão final.

Por fim, acredita-se que os gráficos a seguir apresentados sejam auto-explicativos, se forem levadas em conta as considerações feitas acima. Infelizmente, por absoluta falta de tempo, não serão apresentados nesse trabalho comentários sobre os mesmos, contudo espera-se que uma boa observação dos gráficos por parte do leitor poderá levá-lo a muitas conclusões.

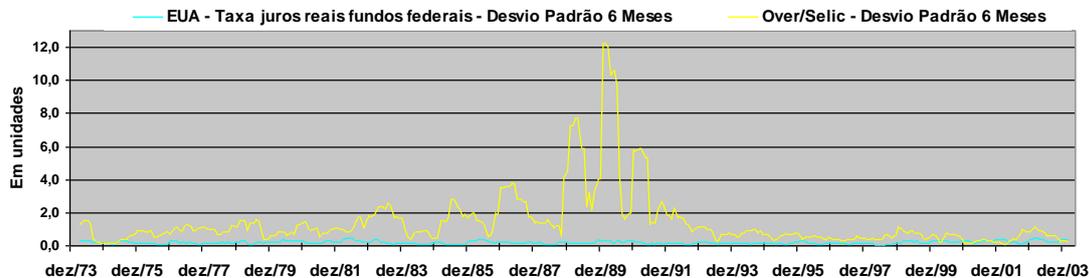
Variações Mensais da Selic , da Selic-R, do US\$ Médio Realizado e Proposto - em % ao mês

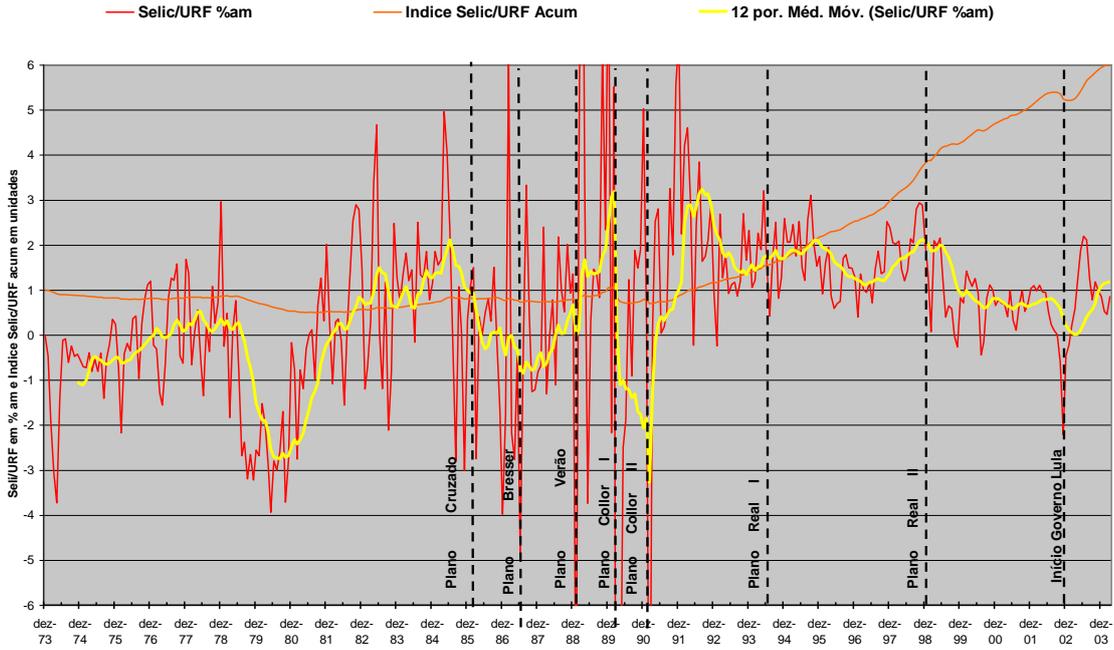


1. Taxas Reais de Juros Basicos em % am dos EUA (Fundos Governamentais) e do Brasil (Over/Selic)

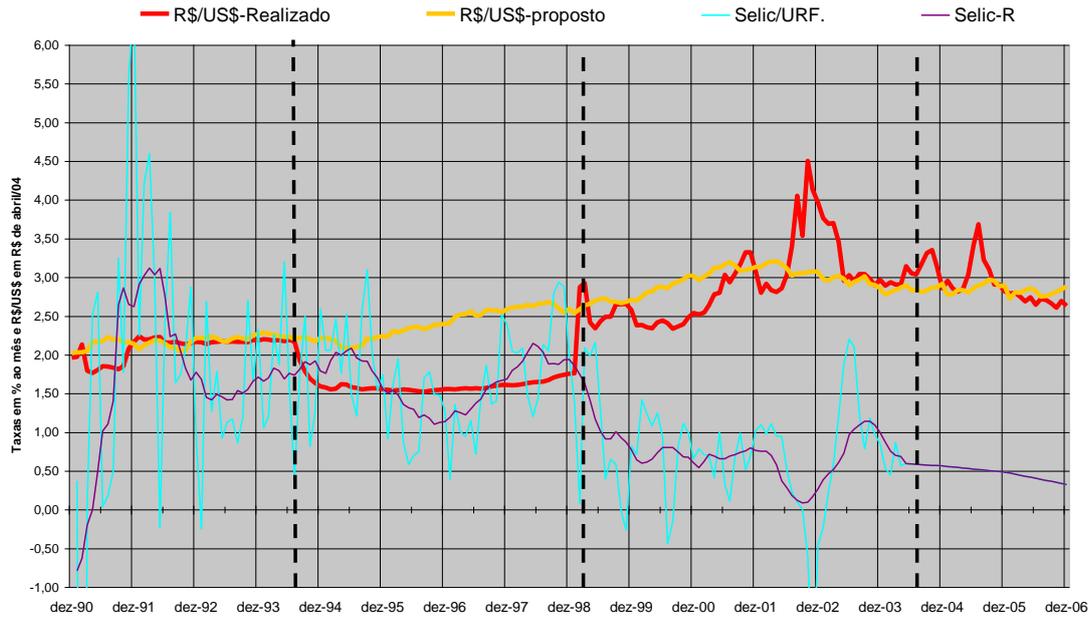


Desvios Padrão de 6 meses das Taxas Reais de Juros Basicos dos EUA (Fundos Governamentais) e do Brasil (Over/Selic)

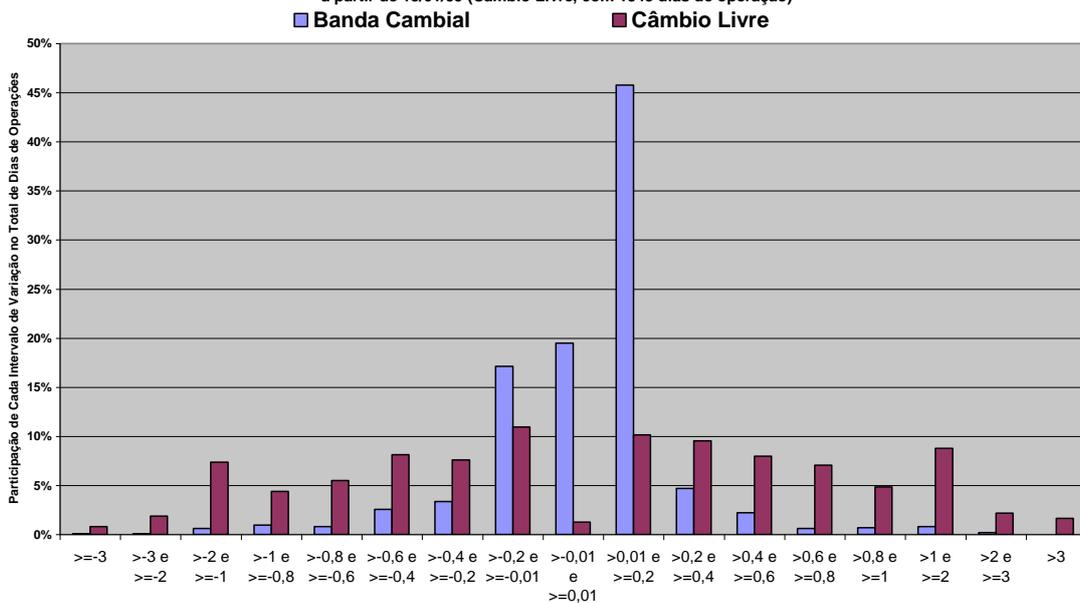




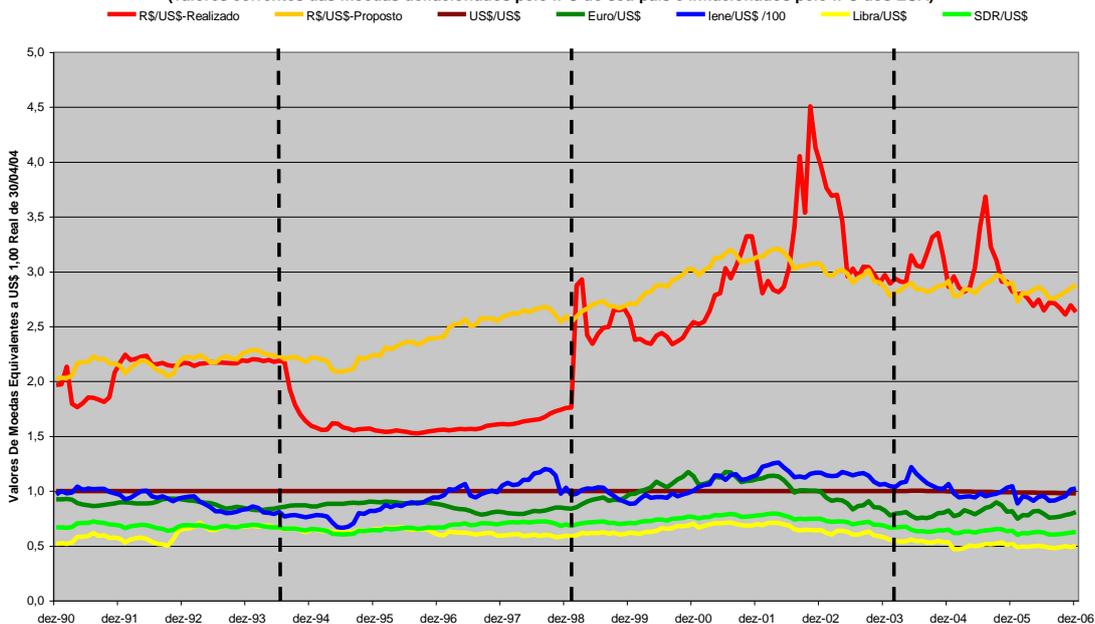
Taxas Selic/URF Realizada Selic-R Proposta e R\$/US\$ Média Mensal Realizada e Proposta (Selic-R considerada como média móvel de 12 meses da Selic/URF)

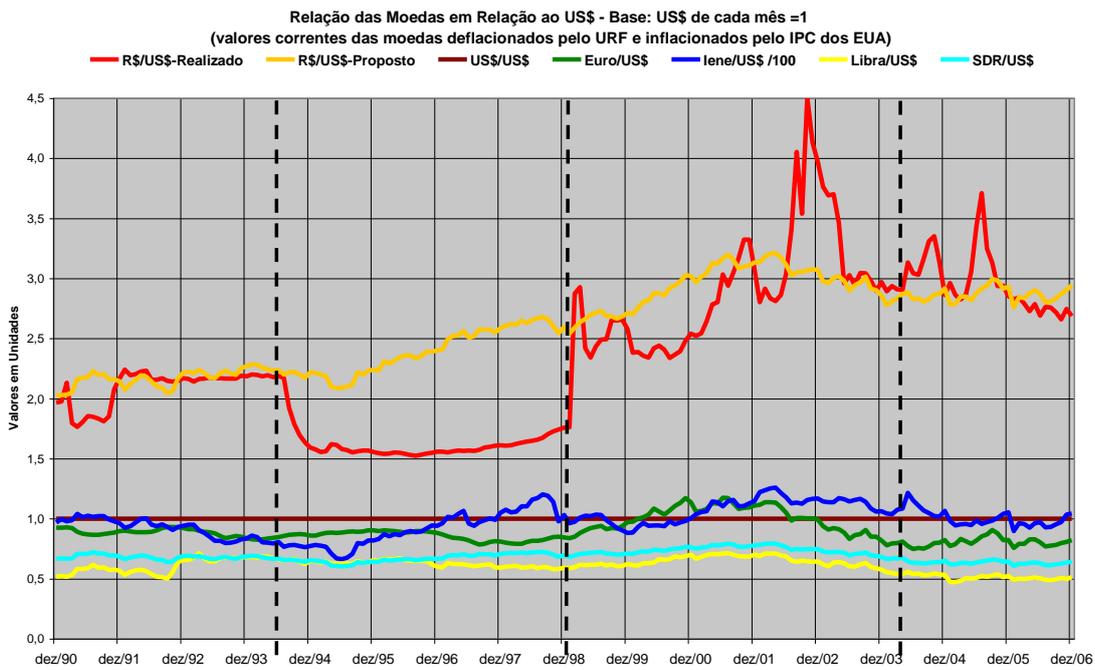
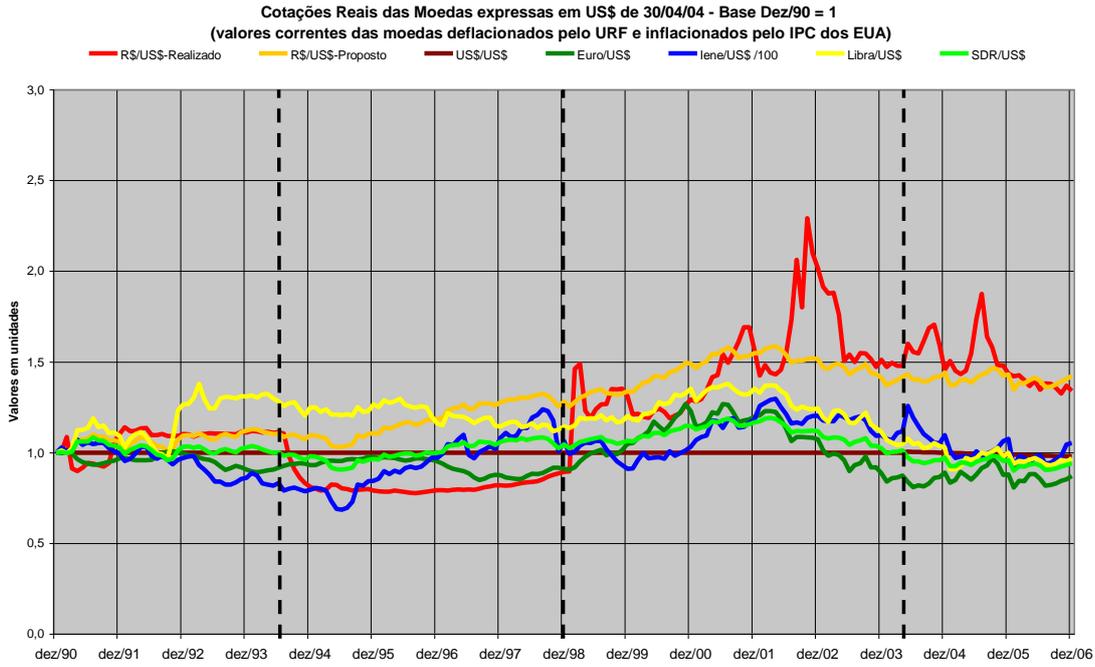


Distribuição de Variação em % da Cotação de Fechamento sobre o Dia Anterior do Dólar no Brasil, no período de jul/94-12/01/99 (Bandas Cambiais, com 1134 dias de operações) e a partir de 13/01/99 (Câmbio Livre, com 1343 dias de operação)

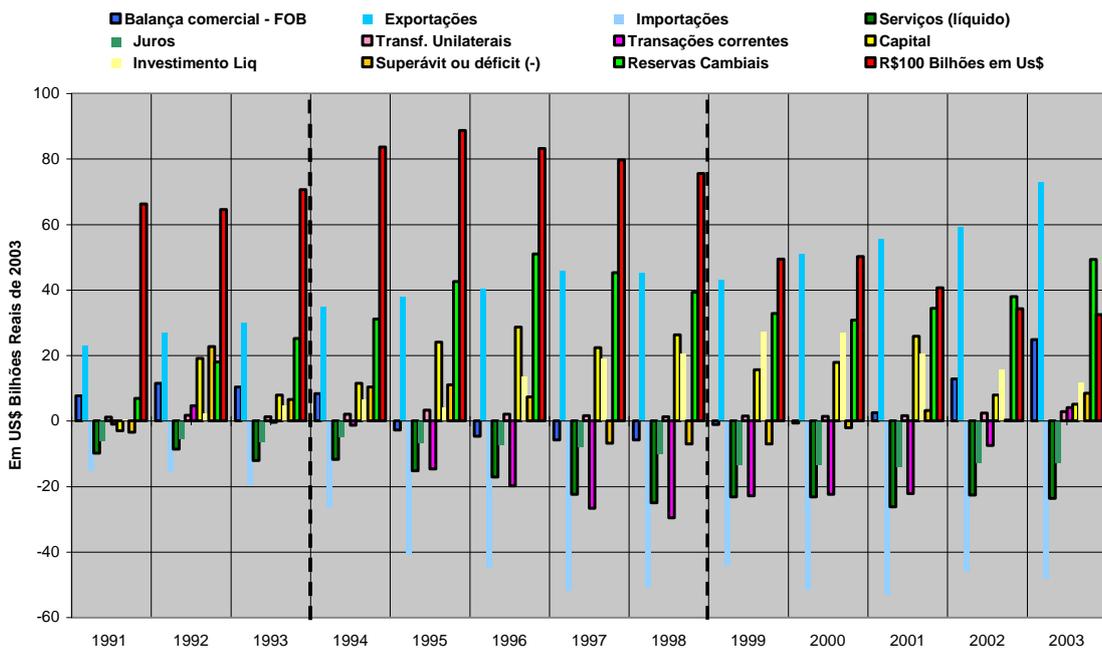


Valores Reais das Moedas Equivalentes a US\$ 1,00 Real de 30/04/04 (valores correntes das moedas deflacionados pelo IPC do seu país e inflacionados pelo IPC dos EUA)

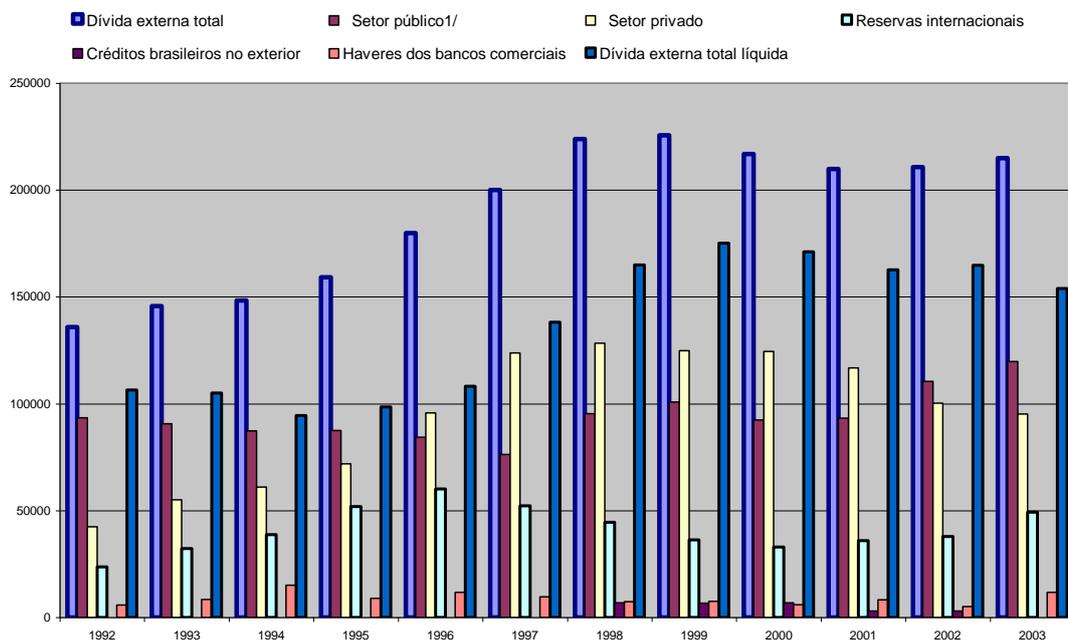




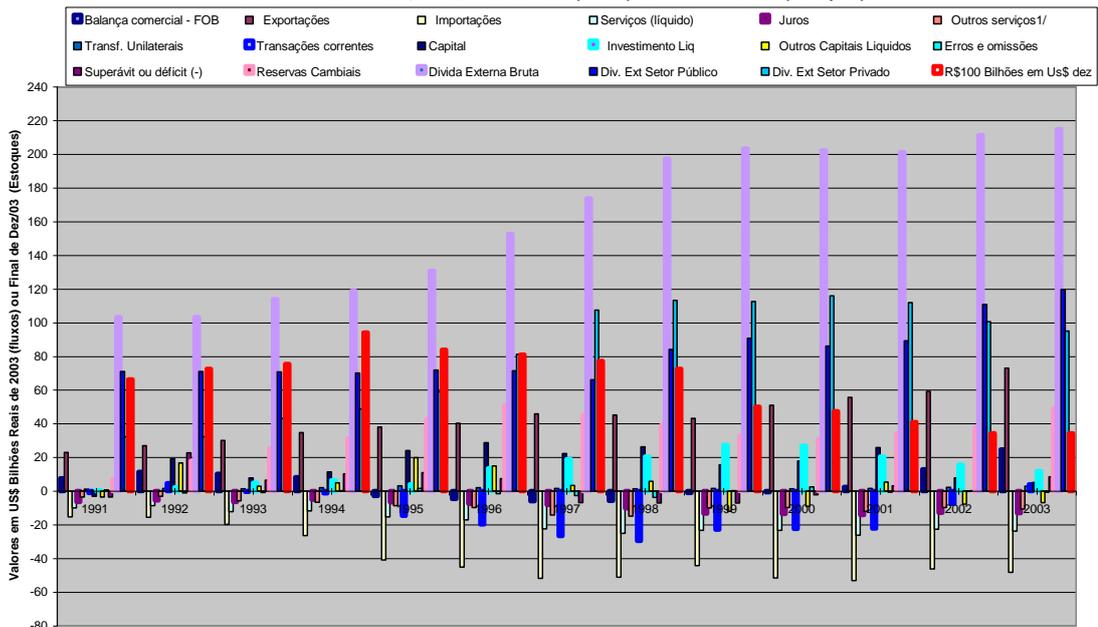
Brasil: Balanço de pagamentos, Reservas Cambiais e Valor de R\$ 100 Bilhões em US\$ reais de 2003



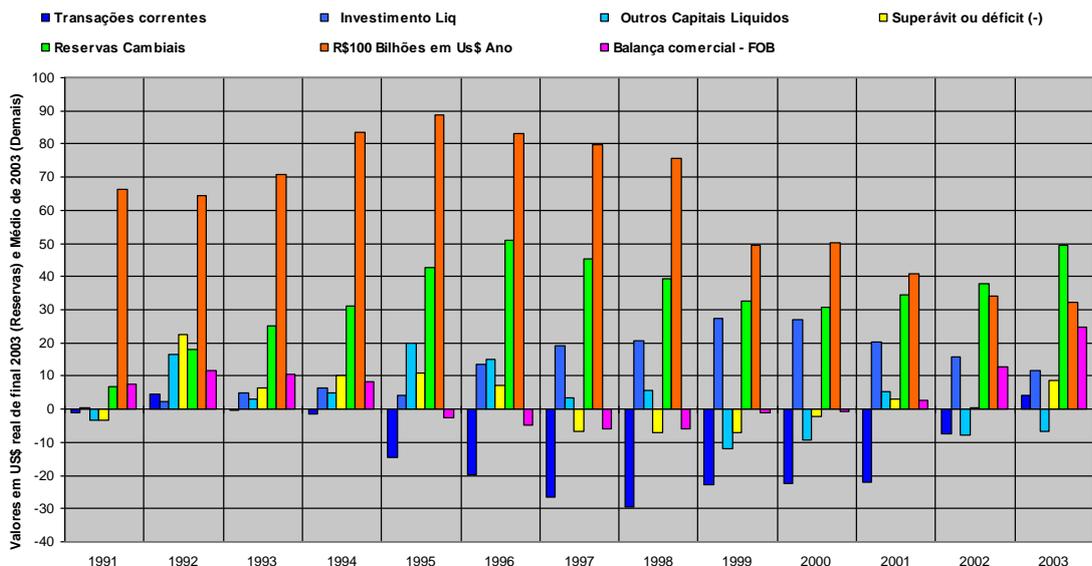
Divida Externa Brasileira em US\$ Milhões Reais de Final de 2003



Brasil: Balanço de Pagamentos, Dívidas Externas Total, Pública e Privada, Reservas e Valor de R\$ 100 Bilhões, em US\$ real de 2003 (fluxos) ou Final de Dez/03 (Estoques)



Brasil: Balanço de pagamentos, Reservas Cambiais e Valor de R\$ 100 Bilhões em US\$ reais de 2003



Brasil : Reservas Cambiais, Dívidas Interna Federal e Externa, R\$ 100 Bilhões em Us\$ reais (final de 2003)
e 5 x as taxas reais da Selic/URF em % (Médias Anuais e Dez/Dez)

