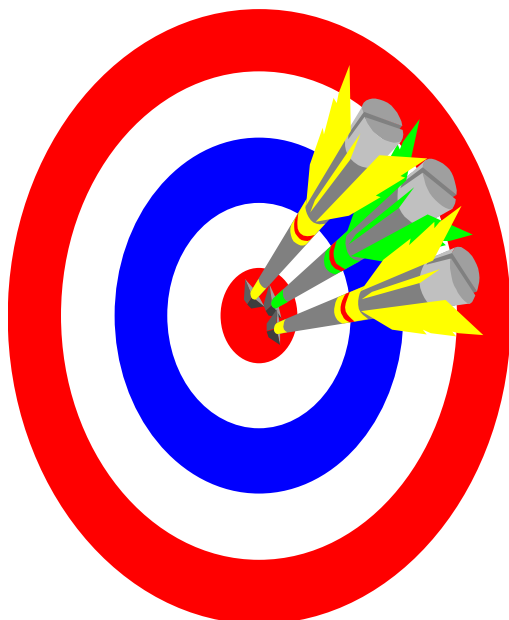


O COMPORTAMENTO DOS JUROS E DO SPREAD BANCÁRIO APÓS A DESVALORIZAÇÃO CAMBIAL



- *O equilíbrio entre os juros externos e os juros internos*
- *O problema do risco cambial*
- *A diferença entre os juros do governo e os juros dos bancos*
- *Medidas para a queda dos juros bancários*

**Autores: Equipe Cavalcante & Associados
(f_c_a@uol.com.br)**

ÍNDICE

	PÁG
◆ APRESENTAÇÃO	3
◆ UM PISO PARA OS JUROS PRIMÁRIOS	4
◆ EQUILÍBRIO ENTRE JUROS EXTERNOS E INTERNOS	6
◆ O RISCO CAMBIAL	7
◆ OS JUROS DO GOVERNO E OS JUROS DOS BANCOS	9
◆ COMPOSIÇÃO DO SPREAD BANCÁRIO	11
◆ MEDIDAS PARA A QUEDA DOS JUROS BANCÁRIOS	12

APRESENTAÇÃO

“A direção que as taxas de juros podem tomar no decorrer do ano é um tema de interesse permanente em virtude do efeito provocado nos negócios. Se de um lado temos um setor público que é sempre acusado de praticar taxas elevadas, do outro lado temos um setor mais silencioso, a banca privada, que multiplica aqueles juros por 3 ou 4.

*No **Up To Date**® desta semana vamos concluir o tema iniciado no **Up-To-Date**® 98 onde explicamos o comportamento dos juros no período recente da nossa economia. Desta vez, nossa análise vai se concentrar no comportamento dos juros cobrados pelo setor bancário ‘na boca do caixa’.*

Com a desvalorização cambial, o governo passou a ter mais controle sobre a política de juros interna, o que trouxe a taxa over para o patamar mais baixo desde o início do plano real. No entanto, parece que foi atingido um piso para a taxa over, dado a resistência do governo em promover reduções significativas no seu valor desde setembro último.

O valor de 19% ao ano, que prevaleceu até recentemente, quando comparado ao período anterior à desvalorização nem parece tão elevado. O que parece bem elevado é a taxa de mais de 80% ao ano cobrada pelos bancos comerciais dos clientes pessoa física.

*Neste **Up-To-Date**®, estaremos abordando os motivos da rigidez dos juros Selic para baixo dos 19,0% e os motivos da cobrança de uma taxa de juros tão elevada do consumidor final pelos bancos”.*

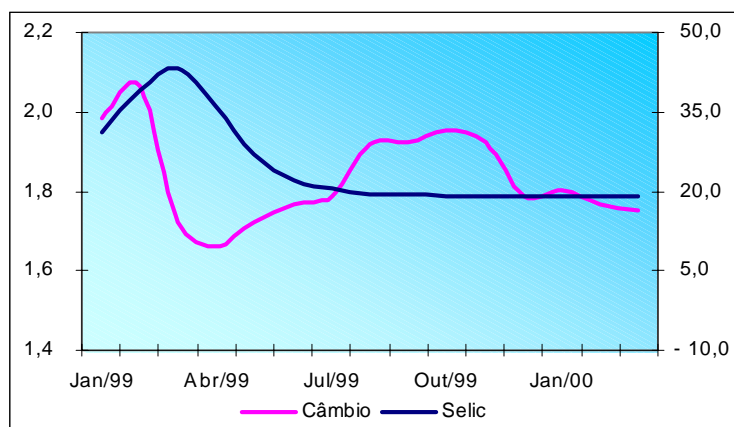
UM PISO PARA OS JUROS PRIMÁRIOS

No **Up-To-Date® 98** argumentamos que, na época da taxa de câmbio administrada, os investidores internacionais investiam no Brasil calculando o cupom cambial.

Com a desvalorização cambial essa abordagem tornou-se bem mais complicada de ser feita, em virtude da volatilidade própria do regime de câmbio flutuante. Apesar disso esse cálculo continua a ser feito, mas de forma mais sutil.

Argumentamos que, com taxas de câmbio flutuantes, o governo poderia concentrar-se apenas na política monetária interna, deixando que o mercado decidisse a taxa de câmbio de equilíbrio. Desequilíbrios no balanço de transações correntes seriam corrigidos pela própria variação da taxa de câmbio, sem interferência do governo.

Câmbio e Juros após a desvalorização cambial



Fonte: Banco Central

O problema prático foi demonstrado no período de julho a novembro de 1999. A taxa de câmbio desvalorizou-se de forma acentuada devido a diversos fatores.

Evidentemente essa desvalorização trouxe novas pressões inflacionárias. Os agentes econômicos ficaram apreensivos, pois as metas de inflação estavam ameaçadas. A saída mais imediata seria aumentar os juros novamente, para evitar repasses de custos e atrair recursos externos que afetassem a taxa de câmbio. O governo não adotou essa idéia, o que mostra que a política monetária adquiriu algum grau de liberdade, apesar do lento processo de queda da taxa *over*.

A solução adotada para a reversão do câmbio foi a revisão do acordo com o FMI, que permitiu maior disponibilidade de reservas para uma intervenção mais efetiva no mercado de câmbio. Mas esse já é assunto para uma outra oportunidade.

O que ficou claro com esse processo é que, mesmo com algum grau de liberdade para atuação do governo, as taxas de juros primárias atingiram um novo piso. Mas esse piso existe mesmo? Existe alguma lógica na resistência em se reduzir a taxa do *overnight* ?

EQUILÍBRIO ENTRE JUROS EXTERNOS E JUROS INTERNOS

Para entender melhor o problema precisamos definir qual é a taxa de juros de menor risco que o Brasil oferece hoje em dia para o investidor estrangeiro. O mercado utiliza a taxa do C-Bond, título de dívida do governo brasileiro denominado em dólares¹, como parâmetro para calcular esta taxa. O C-Bond é considerado risco Brasil puro porque não possui nenhum tipo de garantia acessória. Também é um título que possui boa liquidez no mercado secundário, o que significa que a formação de seu preço é um processo competitivo.

Se essa é a menor taxa de juros que um investidor estrangeiro exigiria para tomar o risco Brasil, qual seria a menor taxa que o investidor exigiria para assumir o risco Brasil, mas em um título denominado em reais?

No **Up-To-Date®** 98 definimos cupom cambial como a rentabilidade em dólares que uma aplicação em títulos do governo brasileiro denominado em reais fornecia ao seu tomador, dada uma expectativa de desvalorização cambial. De agora em diante, vamos modificar a ótica de análise. Nossa pergunta é: *qual é a taxa de juros que torna indiferente tomar o risco Brasil em dólares ou tomar o risco Brasil em reais?* Essa modificação se justifica pelo fato de que a taxa de câmbio é flutuante: não há mais garantia implícita do governo sobre a trajetória da desvalorização do câmbio. De fato, não se sabe sequer se o câmbio vai se valorizar ou se vai se desvalorizar.

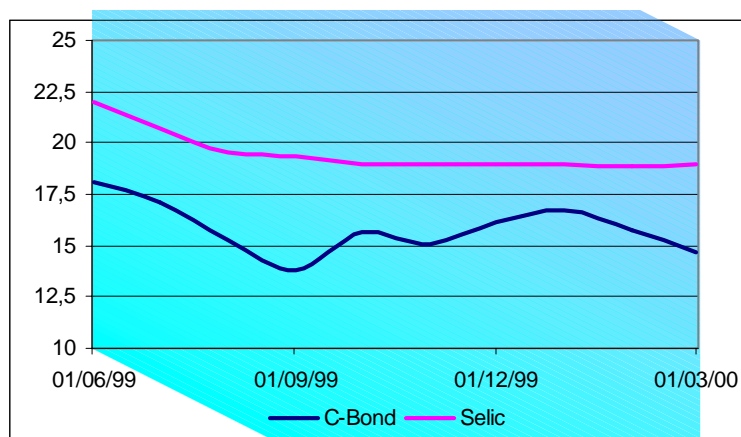
¹ Deve-se mencionar que existem empresas brasileiras que conseguem taxas menores do que essas no mercado externo, mas às custas de algum tipo de garantia acessória, tais como direitos de recebimento de contratos de exportação, ativos no exterior, aval das matrizes ou de algum *eximbank* estrangeiro.

O RISCO CAMBIAL

Continuando com nosso raciocínio, o candidato natural a ser o piso da taxa de juros interna é a taxa Selic *over*, praticada nas operações de *open market* do Banco Central e que regula o custo do dinheiro no mercado financeiro interno.

O quadro abaixo mostra a evolução do retorno dos C-Bonds e a taxa do *overnight*, desde junho de 1999, quando as expectativas sobre o Brasil começaram a se estabilizar.

C-Bond x Selic



Fonte: Banco Central e consultorias independentes

Note que a taxa do C-bond varia tanto para mais quanto para menos, enquanto que a taxa Selic *over* se estabiliza no patamar de 19,0%. Isso mostra a recuperação da política monetária interna, pelo menos no que diz respeito a um *aumento* da taxa. Quanto à *redução* da taxa, parece que a política monetária encontrou um piso.

Deste modo, a diferença entre as taxas *overnight* e C-Bond pode ser chamada de risco cambial. O risco cambial é a volatilidade que a taxa de câmbio apresenta² devido ao regime cambial flutuante.

Nessa perspectiva, os investidores estrangeiros só estariam dispostos a colocar dinheiro no Brasil caso a rentabilidade dos títulos de curto prazo em reais seja no mínimo igual ao risco Brasil mais o risco cambial.

² E aqui consideramos volatilidade como *proxy* para risco, de acordo com a teoria de risco e retorno mais aceita atualmente pelo mercado.

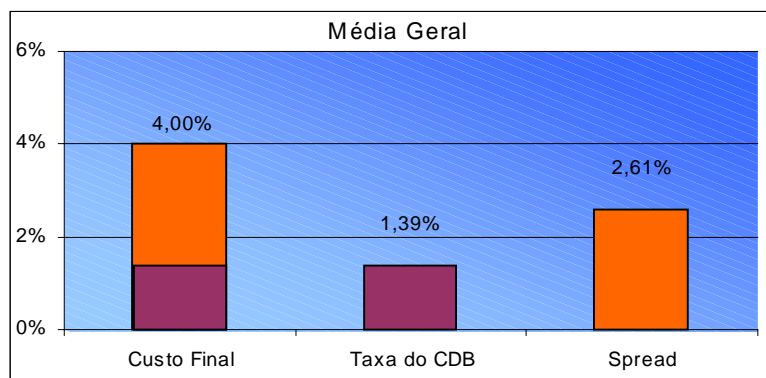
OS JUROS DO GOVERNO E OS JUROS DOS BANCOS

Mesmo com as taxas de juros cobradas pelo Governo nos títulos públicos estando em seu patamar mais baixo desde o início do Plano Real, as taxas de juros para o cliente final continuam elevadas o que prejudica a atividade das empresas e tem levado muitas pessoas à condição de falência.

Que tipo de fatores podem estar atuando para que ocorra essa distorção?

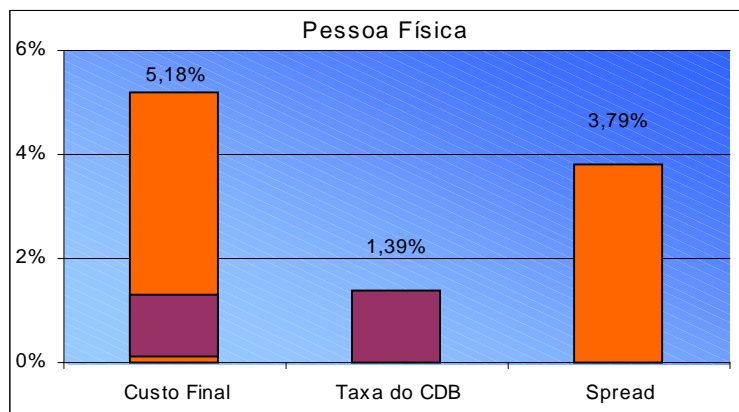
Já vimos neste trabalho que a taxa mínima que o governo tem obtido está por volta de 19,0% a.a.. Se considerarmos que a expectativa de inflação para este ano gira em torno de 7,0% a.a. temos, a grosso modo, uma taxa real de 12,0% a.a. Esse último número soa até razoável, mas a média das taxas que os bancos estão cobrando é de 60,0% a.a.!

Quando observamos a tabela abaixo, verificamos que o nível do *spread* bruto das instituições financeiras é elevado. O valor abaixo, de 2,61% ao mês, representa a cifra de 36,2% ao ano. Note ainda que a taxa mensal média paga pelo CDB dos bancos é de 1,4% ao mês, ou aproximadamente 18,0% a.a.

Spread Geral, em janeiro de 2000

Fonte: Banco Central

Quando nos referimos ao *spread* bancário obtido nas operações de crédito de pessoa física os valores são mais impressionantes. O valor de 5,18% ao mês representa um spread bruto de 82,7% ao ano!

Spread Pessoa Física, em janeiro de 2000

Fonte: Banco Central

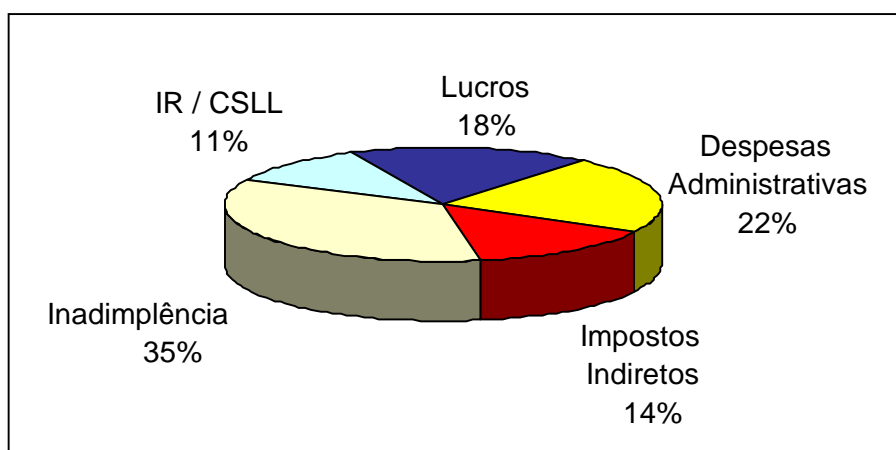
Os números acima são uma média composta das operações de cheque especial e crédito direto ao consumidor.

O que está por trás de uma diferença tão grande entre o custo de captação dos bancos e a taxa cobrada do consumidor final?

COMPOSIÇÃO DO SPREAD BANCÁRIO

Conforme relatório mensal publicado pelo Banco Central, a composição do spread bancário dá-se da seguinte forma:

Componentes do *Spread* Bancário



Fonte: Banco Central

O spread bancário deve cobrir as despesas administrativas, os impostos indiretos, os impostos diretos, a inadimplência e o próprio lucro dos bancos.

MEDIDAS PARA A QUEDA DOS JUROS BANCÁRIOS

Existem diversas medidas que podem ser tomadas para que as taxas de juros finais possam ser reduzidas. Algumas delas dependem do poder Executivo, outras do Legislativo. Outras dependem apenas do mercado, na forma de mais profissionalização e maior competição entre os bancos. Listamos abaixo algumas dessas possibilidades:

- *Redução da cunha fiscal* – a cunha fiscal responde por 25% do spread bancário. A reforma tributária pode vir a contemplar a redução de impostos indiretos, tais como o IOF o PIS e o COFINS;
- *Redução de compulsórios e obrigatoriedades sobre as captações dos bancos* – sua diminuição contribui para a alavancagem das operações de crédito;
- *Aumento da transparência do setor bancário* – via divulgação dos preços dos serviços e diminuição das taxas primárias, que incentiva a concessão de crédito, com a tentativa de os bancos manterem sua rentabilidade e via competição entre os próprios bancos;
- *Aumento da eficácia dos mecanismos de concessão de crédito* – automatização de processos de concessão de crédito pessoa física via instrumentos estatísticos e capacitação técnica dos analistas de empresas. Separação entre as funções de prospecção de negócios e de aprovação das operações;

- *Melhoria dos sistemas de cobrança* – separação jurídica entre o valor do principal e dos juros objeto de disputa judicial. Trâmite mais rápido dos processos de cobrança (exemplo: criação de cédulas de crédito bancário).
- *Diminuição das despesas administrativas* – ganho de produtividade com processos automatizados, tais como sistemas de *credit scoring* para concessão de créditos de pequena monta e popularização dos serviços automatizados e via internet.

Acima de tudo, a manutenção de um ambiente macroeconômico estável é condição régia para que o sistema financeiro funcione de maneira adequada, possibilitando que um horizonte mais largo de planejamento contribua para a alavancagem das operações de crédito, contribuindo de forma efetiva para a diminuição da distância entre as taxas primárias e as taxas oferecidas aos tomadores finais.