

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**CONSIDERAÇÕES SOBRE A EVOLUÇÃO DAS
EMPRESAS FINANCEIRAS NA ECONOMIA
BRASILEIRA ENTRE 1995 e 2006**

FABIANA MATOS TAVARES
Matricula no 105030483

ORIENTADOR: Prof. Dr. João Felipe Cury Marinho Mathias

SETEMBRO 2010

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**CONSIDERAÇÕES SOBRE A EVOLUÇÃO DAS
EMPRESAS FINANCEIRAS NA ECONOMIA
BRASILEIRA ENTRE 1995 e 2006**

FABIANA MATOS TAVARES
Matricula no 105030483

ORIENTADOR: Prof. Dr. João Felipe Cury Marinho Mathias

SETEMBRO 2010

As opiniões expressas nesse trabalho são de exclusiva responsabilidade do autor.

“Pertence a cada homem só aquilo que ele é capaz de conseguir, e apenas enquanto for capaz de conservá-lo. É esta condição miserável que o homem realmente se encontra, por obra da simples natureza.”

Thomas Hobbes

AGRADECIMENTOS

A realização do presente trabalho não seria possível se não existesse dentro de mim o Deus forte e amigo que me ajudou a superar todos os obstáculos nesses quatro anos até mesmo muito antes de entrar para Universidade

Agradeço aos meus pais Sebastião e Leonora que participaram de cada dia da minha vida, apoiando e me ajudando em tudo o que eu precisei para chegar aqui. Eu dedico esse trabalho a eles! Só nós sabemos o quanto sonhamos por esse dia! E esse dia chegou.

Aos meus avós Antonio (in memoriam) e Ana, que estiveram sempre por perto me apoiando e torcendo por mim.

Ao meu marido Roni Baldanza, que sempre me apoiou e sempre esteve ao meu lado para me acalmar nos meus momentos de angústia. Obrigada por estar ao meu lado sonhando, planejando e realizando comigo todos os nossos sonhos de uma vida pessoal feliz e profissional bem sucedida nesses quase cinco anos.

Ao meu orientador João Felipe Cury, que muito me ajudou em todas as etapas deste processo. Sua dedicação e profissionalismo foram fundamentais para conclusão deste trabalho.

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo analisar a evolução das Empresas Financeiras na economia brasileira no período de 1995 a 2006. Mais precisamente, busca-se entender como as elevadas taxas de juros praticadas no período, como instrumento para se promover a estabilidade econômica, contribuíram para tal evolução. Para isso, o trabalho usa como base a teoria Pós-keynesiana de Política Monetária aplicando seus principais conceitos na interpretação de dados concretos da Economia Brasileira a fim de delinear como se estruturou tal evolução .

SUMÁRIO

| | |
|--|-----------|
| INTRODUÇÃO | 8 |
| CAPÍTULO I - TEORIA DA POLÍTICA MONETÁRIA DE KEYNES E DOS POS KEYNESIANOS.... | 10 |
| I.1 - ECONOMIA MONETÁRIA..... | 10 |
| I.2 - TOMADA DE DECISAO EMPRESARIAL NUMA ECONOMIA MONETÁRIA | 12 |
| <i>I.2.1 - Formação de Expectativas.....</i> | <i>13</i> |
| <i>I.2.2 - Decisão de Produção, Investimento e Composição de Portfolio.....</i> | <i>14</i> |
| I.3 - CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA..... | 15 |
| <i>I.3.1 -Objetivos e Metas.....</i> | <i>16</i> |
| <i>I.3.2 - Intrumentos de Politca Monetária.....</i> | <i>17</i> |
| <i>I.3.3 - Transmissão da Politca Monetária.....</i> | <i>18</i> |
| CAPÍTULO II -POLÍTICA MACROECONÔMICA E ASPECTOS GERAIS DA ECONOMIA BRASILEIRA DE 1995 A 2006..... | 22 |
| II.1 - PERÍODO DE 1995 A 1998..... | 22 |
| II.2 - PERÍODO DE 1999 A 2002..... | 26 |
| II.3 - PERÍODO DE 2003 A 2006..... | 30 |
| CAPÍTULO III -ANÁLISE DAS EMPRESAS FINANCEIRAS NO PIB..... | 35 |
| II.1 - ASPECTOS GERAIS DA ATIVIDADE FINANCEIRA | 35 |
| II.2 - ASPECTOS GERAIS DAS CONTAS ECONÔMICAS INTEGRADAS..... | 37 |
| II.3 - ANÁLISE DAS EMPRESAS FINANCEIRAS NA ECONOMIA BRASILEIRA DE 1995 A 2006 | 38 |
| CONCLUSÃO | 49 |
| REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS..... | 52 |

GRÁFICOS E TABELAS

| | |
|--|----|
| Gráfico 1: Ação do Banco Central no Mercado Aberto através da Política Monetária..... | 19 |
| Gráfico 2: Taxa Selic (%a.a) de 1995 a 1998..... | 23 |
| Gráfico 3: Taxa de Câmbio (R\$/US\$) de 1995 a 1998..... | 24 |
| Gráfico 4: Taxa Selic Média x Inflação..... | 24 |
| Gráfico 5: Taxa de Câmbio (R\$/US\$) entre 1999 e 2002..... | 27 |
| Gráfico 6: Taxa Selic (%a.a) de 1999 a 2002..... | 27 |
| Gráfico 7: Comparativo entre IPCA x Meta de Inflação..... | 28 |
| Gráfico 8: Taxa de Câmbio (R\$/US\$) entre 2003 e 2006..... | 32 |
| Gráfico 9: Comparativo entre IPCA x Meta de Inflação de 2003 a 2006..... | 33 |
| Gráfico 10: Comparação da var(%) do PIB e do setor financeiro..... | 40 |
| Gráfico 11: Variação percentual de Crédito de 1995 a 2006..... | 42 |
| Gráfico 12: Evolução das exportações e importações de 1995 a 2006..... | 43 |
| Gráfico 13: Importações de Bens de Capital – US\$(Milhões)..... | 43 |
| Gráfico 14: Crescimento da formação bruta de capital fixo..... | 44 |
| Gráfico 15: Evolução mensal das taxas das operações de crédito com recursos livres..... | 45 |
| Gráfico 16: Evolução do Spread Médio Bancário..... | 46 |
| Gráfico 17: Operações de crédito – Recursos Livres – Pessoa Física – Taxa de Juros | 47 |
| Tabela 1: Taxa de Juros Selic (% a.a)..... | 32 |
| Tabela 2: Resumo das Contas Econômicas Integradas..... | 38 |
| Tabela 3: Produto Interno Bruto e o Setor Institucional Empresas Financeiras..... | 40 |
| Tabela 4: Crédito por atividade econômica..... | 41 |

INTRODUÇÃO

A história econômica do Brasil foi fortemente marcada por vários períodos de alta inflação e por isso houve inúmeras tentativas por parte das autoridades econômicas de estabilização da economia brasileira. Os governos Fernando Henrique Cardoso e Lula são exemplos de prática de política econômica para o combate à inflação através do Plano Real e o do Regime de Metas de Inflação. Um fato marcante nesse período como consequência de tais políticas foram as altas taxas de juros praticadas com intuito de diminuir a inflação.

É nesse contexto que este trabalho tem como objetivo analisar a prática de política monetária no Brasil entre 1995 e 2006 e além disso como objetivo específico analisar como essas políticas monetárias influenciaram na evolução das empresas financeiras na economia brasileira nesse período. Parte-se da hipótese de que as altas taxas de juros influenciaram a participação financeira no PIB ao mesmo tempo em que geraram um empecilho para o investimento.

Para isso, o trabalho está dividido em três capítulos. O capítulo I tem como objetivo descrever a teoria monetária pós-keynesina. A política monetária não age diretamente sobre o lado real da economia, ou seja o produto. Ela vai agir através de tomadas de decisões que ocorrem de acordo com as sinalizações das autoridades monetárias, por isso buscou-se mostrar como são formadas as expectativas e como as decisões são tomadas. As decisões dos agentes irão afetar o lado real da economia e influenciar a evolução da atividade financeira.

O capítulo II está dividido em subseções, que correspondem aos períodos dos três governos vigentes de 1995 a 1998, 1999 a 2002 e 2003 a 2006. Esse capítulo tem como objetivo analisar de forma geral a conjuntura econômica brasileira dando foco para o comportamento da política monetária e os reflexos disso no comportamento da política cambial e fiscal. Além disso, aborda-se um pouco da conjuntura internacional para se entender os reflexos dos choques externos na economia brasileira.

Por fim, o capítulo III através da análise de dados procura-se entender como as políticas econômicas adotadas no período contribuíram na evolução das Empresas Financeiras no economia brasileira. Para isso, faz-se uso dos conceitos e dados das Contas Econômicas Integradas presente nas Contas Nacionais divulgadas pelo IBGE, além de outros dados fornecidos por esse insituto e também do Banco Central e como essas variáveis se articularam a fim de promover os resultados financeiros de 1995 a 2006.

CAPÍTULO I – TEORIA DA POLÍTICA MONETÁRIA DE KEYNES E DOS PÓS-KEYNESIANOS.

I.1 – Economia Monetária

Para Keynes, a moeda tem importância fundamental no que diz respeito ao equilíbrio econômico de curto e longo prazo. Isso porque a moeda não somente possui função de meio de troca como também tem o papel de reserva de valor. Em outras palavras, a moeda pode conservar a riqueza no tempo mesmo diante de incertezas referentes ao futuro. Dessa forma os agentes econômicos possuem a opção de manter sua riqueza de forma líquida para eliminar possíveis riscos.

Diante da incerteza em relação ao futuro, os agentes escolhem entre reter moeda ou comprometer sua riqueza em capital fixo. Essa decisão depende muito das expectativas dos agentes. Se o agente econômico tem uma visão pessimista em relação ao futuro, provavelmente ele irá preferir reter moeda ao invés de comprometê-lo num possível investimento que não lhe trará retorno. A partir dessa idéia, Keynes introduz a noção de *preferência pela liquidez*. A moeda é o ativo mais líquido entre todos os ativos. Isso significa que ela pode facilmente ser convertida em qualquer outro ativo. Essa característica da moeda é o que influencia os agentes a reter ou não moeda diante de incertezas. Segundo Keynes:

A preferência pela liquidez do indivíduo é representada por uma escala do volume dos seus recursos, medidos em termos monetários ou em unidades de salários, que deseja conservar em forma de moeda em diferentes circunstâncias. Keynes (citado por Carvalho, F.J.C. et al. 2007, p. 49)

A taxa de juros na concepção da teoria Keynesiana é a recompensa para se abrir mão da liquidez, em outras palavras é o preço para reverter a riqueza em ativos ilíquidos. Na prática, essa concepção funciona da seguinte forma: Dada uma taxa de juros, de acordo com a preferência de liquidez e com a incerteza em relação ao futuro, os agentes irão converter sua riqueza em ativos líquidos (moeda) ou ilíquidos (máquinas e equipamentos).

Carvalho, F.J.C., (2007, p.48), afirma que a taxa de juros é “o preço mediante o qual o desejo de manter a riqueza em forma líquida se concilia com a quantidade de moeda disponível”. Dessa forma percebe-se que a taxa de juros é formada pela interação entre a preferência pela liquidez do público e a quantidade de moeda disponível.

A taxa de juros, em Keynes, é determinada a partir de uma análise aprofundada da demanda por moeda. Segundo sua concepção, os agentes demandam moeda por três motivos: transação, precaução, e especulação. O motivo transação é a quantidade de moeda demandada para trocar por bens e serviços. O motivo precaução é a quantidade de moeda requerida para possíveis eventos não previstos explicados pela incerteza com relação a receitas e despesas. O motivo especulação está também muito atrelado a incerteza.

Os agentes podem ter expectativas quanto à taxa de juros de forma que quando espera-se que as taxas de juros vão cair, compra-se títulos para gozar de taxas de juros mais altas posteriormente. Essa ação é meramente especulativa e daí vem a importância de um mercado financeiro organizado. Um mercado organizado reduz a preferência pela liquidez pelo motivo precaução e aumenta a facilidade de trocas de ativos financeiros.

Num determinado momento, com a retenção de riqueza, pode-se gerar uma demanda insuficiente por bens e serviços. Essa demanda influencia a produção de forma geral e portanto afeta o nível de emprego. É importante destacar que para Keynes, os agentes antes de serem consumidores são também produtores e nesse caso quando há insuficiência de demanda para os produtos, a empresa por si só não consegue demandar seus próprios produtos. Nesse caso ela pode se confrontar com a falência.

Os produtores, em caso de uma decisão mal tomada, podem se confrontar com resultados inesperados de consequências graves para empresa. Nesse caso, faz surgir um sistema de contratos monetários para liquidação futura. Os contratos funcionam como um documento que prevê comportamentos futuros. As empresas, por exemplo, podem se confrontar com problemas como indisponibilidade de fatores de produção ou até mesmo não ter uma demanda esperada concretizada. O sistema de contratos diminui o risco de incerteza ao predeterminar alguns pontos relativos aos seus custos e receitas.

A existência dos contratos requer que as obrigações sejam aceitas. As firmas dependem de matérias primas, trabalhadores e insumos para pôr em prática sua produção, portanto para evitar que surjam eventuais problemas que comprometam a produção, esses contratos são firmados. Isso porque a firma envolve muito capital na sua produção e qualquer imprevisibilidade pode gerar problemas para manter uma relação saudável entre custos e receitas. Conforme o trecho a seguir:

“[...] o fato de que contratos são fixados, e salários são em geral estáveis, em termos de dinheiro, sem dúvida contribui para atrair para o dinheiro um prêmio de liquidez tão alto. A conveniência de reter ativos no mesmo padrão em que as obrigações futuras serão cobradas e nos termos em que, no futuro, espera-se que o custo de vida seja relativamente estável, é óbvia.” Keynes (citado por Sicsú, João et al., 1999, p. 110)

Percebe-se que a visão exposta se opõe ao que se conhece como o *paradigma da feira de aldeia*, em que os indivíduos buscando maximizar suas satisfações pessoais agem de forma a satisfazer seus desejos e necessidades. De forma simples, os indivíduos diante da escassez de recursos e por não poder obter tudo o que necessitam são obrigados a fazer escolhas e oferecer algo em troca para conseguir aquilo que necessitam. Dessa forma, determinam-se os preços relativos de acordo com a troca que foi estabelecida. A moeda, nesse caso, apenas possui a função de meio de troca e, portanto ela é neutra, não afetando variáveis reais da economia. O desemprego existente, para essa teoria, é uma questão de escolha pelo lazer.

I.2. Tomada de Decisão Empresarial numa Economia Monetária.

O conceito de economia monetária serve como embasamento teórico para destacar como ocorre o processo de tomada de decisão num ambiente de incerteza. Os investidores como foi dito anteriormente, diante da incerteza terão que decidir se preferem reter moeda a investir em ativos menos líquidos. Os empresários decidem entre investir em ativos ou financiar investimentos. Todas essas decisões são tomadas com o objetivo de maximizar a lucratividade bem como o crescimento da empresa e elas serão tomadas de

acordo com as expectativas dos agentes econômicos e da interação da firma com outros agentes externos.

I.2.1 Formação de Expectativas:

Toda tomada de decisão é pelo menos baseada em expectativas acerca do futuro. Os agentes econômicos ao decidirem sobre algum investimento, por exemplo, baseiam-se em suas expectativas de comportamento da demanda. Eles não sabem de fato se essa demanda será efetiva, então a empresa se desenvolverá se houver percepção do seu ambiente externo.

É importante destacar que para Keynes existe diferença entre expectativas de curto e longo prazo. As expectativas de curto prazo são referentes aos preços no momento em que os produtos são postos no mercado. As expectativas de longo prazo são referentes às expectativas de ganho quando o processo de ampliação da capacidade produtiva está sendo posta em prática.

No ambiente econômico, não basta apenas ter expectativas sobre determinado evento. É importante que haja certo grau de confiança relativo a essas expectativas. O grau de confiança irá, por sua vez, determinar o esforço a ser empenhado em determinado projeto ou investimento. Como disse Keynes: *“seria bobagem, quando formando nossas expectativas, atribuir um peso grande a assuntos que são muito incertos”* (citado por Sicsú, João 1999, p 115). Dessa forma, vê-se que quanto mais as expectativas de curto prazo se realizam, mais as expectativas de longo prazo se tornam confiáveis de modo a incentivar o agente econômico a investir.

Os agentes econômicos em um determinado ponto no tempo são obrigados a tomar decisões que geraram conseqüências no futuro. Eles na verdade formam idéias subjetivas e têm que tomar decisões num contexto de incerteza. As decisões são normalmente associadas às decisões de investimento e à posse de ativos. Essas decisões são tomadas de acordo com o costume e comportamento. Diante da incerteza, os agentes podem preferir obter mais ativos ilíquidos ou não.

I.2.2. Decisão de Produção, Investimento e Composição de Portfólio

Considerando a abordagem de Feijó (2005), sobre decisões empresariais em um economia monetária de produção pode-se destacar que as decisões acerca da produção são baseadas na relação entre preços à vista e preço futuro. Essa relação flutua de forma a ajustar oferta à demanda. A quantidade ofertada é determinada de acordo com o comportamento do mercado levando em consideração expectativas de curto prazo. Caso a produção não seja adequada à demanda, excessiva ou insuficiente, há variações no estoque, o que gera mudança no preço e portanto afeta os lucros e conseqüentemente as expectativas.

O ajuste entre oferta e demanda se dá por mudanças no chamado “working capital” que é o agregado dos bens presentes na produção, manufatura e transporte além de estoques mínimos de matéria prima ou produtos finais. Keynes também define *liquid capital* como sendo o excesso de estoques sobre o working capital. Na verdade quando a oferta não condiz com a demanda o que varia na verdade é o *liquid capital*. Quando os estoques são maiores, ou seja, a expectativa de demanda forem maiores do que a ocorrida, para os produtores o preço futuro será maior do que o preço à vista para cobrir os custos de retenção. O preço à vista por sua vez deverão diminuir para induzir a queda da produção. Dessa forma, vê-se que quando a economia está passando por uma onda inflacionária, há excesso de estoques e, portanto o preço a vista é menor que o preço futuro para acalmar a produção.

Os investimentos para ampliar a capacidade produtiva por sua vez são realizados de acordo com as expectativas de longo prazo isso implica que há uma interpretação subjetiva da realidade. Como os dados reais não são inteiramente confiáveis, para se formar uma conclusão sobre futuro, os agentes econômicos têm que usar a imaginação para desenhar possibilidades futuras. Além disso, para essas expectativas de longo prazo é preciso que haja um consenso sobre elas, ou seja, um estado de confiança para sustentar decisões de longo prazo.

Decisões de investimento para ampliação da capacidade implicam em mobilizar o capital em ativos ilíquidos como máquinas e equipamentos para aumentar sua capacidade de acumulação. Considerando que esses ativos têm longa duração, a decisão de investir neles não pode ser baseada em expectativas de ganhos imediatos. E, além disso, é preciso ressaltar que a escolha do que investir é importante. A questão é: seria mais lucrativo investir em um novo terreno para ampliar a produção ou diferenciar minha produção. A decisão vai depender do quão confiante a firma está em relação ao futuro.

Numa economia monetária de produção a moeda e os ativos financeiros sempre competem com ativos ilíquidos devido a possibilidade de aqueles oferecerem menos riscos aos investidores. Os ativos ilíquidos ficam comprometidos por um longo período de tempo. Dessa forma dadas as expectativas e a percepção do ambiente externo, as firmas podem tanto investir no mercado financeiro quanto na produção para obter recursos necessários para enfrentar a concorrência.

Quando o Banco Central compra títulos no mercado aberto, ele aumenta a quantidade de moeda disponível no mercado e reduz a taxa de juros. Os investidores por sua vez recompõem seu portfólio mediante a queda das Taxas de Juros passando de uma carteira líquida para uma menos líquida, porém mais rentável. Em outras palavras, os investidores se veriam obrigados a possuir ativos de capital por verem que os títulos públicos não lhes dão mais um retorno esperado apropriado.

I.3 – Condução da Política Monetária.

O conceito de economia monetária bem como o entendimento a respeito da tomada de decisão dos agentes é fundamental para se entender como a política monetária funciona e como ela age sobre a economia para se atingir determinados objetivos e alcançar os objetivos finais que são intervir nas variáveis reais da economia: desemprego e renda.

Para Keynes e os pós-keynesianos, a política monetária não age diretamente sobre o produto e o desemprego. Ela age de forma a influenciar os agentes nas suas decisões econômicas. Na verdade, as autoridades monetárias usam metas intermediárias para atingir determinados fins. Considera-se uma economia com mercado de títulos para fins de análise porque esses autores desenvolveram suas teorias baseadas nas economias inglesa e americana. O que importa para essas escolas é como a prática de política monetária influencia os agentes econômicos e suas decisões de composição de portfólio.

É importante notar que mesmo que a economia não tenha um mercado capitais desenvolvido, mas tenha outros instrumentos que possam influenciar as decisões dos agentes, isso é o que importa para operar a política monetária.

De acordo com Carvalho (2007), a condução da política monetária é dividida em instrumentos, metas e objetivos finais. A seguir se observa como é planejada tal política.

I.3.1 – Objetivos e Metas

Toda política econômica como é sábio é manipulada para determinados fins. Fins esses que podem ser para alcançar determinados níveis de produtos, alcançar estabilidade econômica e até mesmo conduzir políticas de redução do desemprego. Esses são objetivos finais de uma política econômica tendo como base o conceito de uma economia monetária respaldada na teoria de Keynes. Isso porque uma política monetária na escola novoclássica não teria como objetivo o nível de renda por exemplo, já que para estes o Banco Central apenas afetaria variáveis nominais como a inflação.

As metas, por sua vez, podem ser divididas entre intermediárias e operacionais. As metas intermediárias servem como indicadores para sinalizar se a política monetária está sendo conduzida corretamente para se atingir os objetivos finais. Conforme Carvalho (2007): *“São como sinais de estrada que servem para informar ao Banco Central se a política está a caminho de fazer efeito ou não.”* Essas metas são de taxas juros de longo prazo e os agregados monetários. Essas metas são usadas para impactar os custos e disponibilidade de crédito para assim atingir as decisões econômicas dos agentes e dessa forma alcançar os objetivos finais.

As metas operacionais são as metas que as autoridades monetárias tentam alcançar para se chegar aos objetivos finais. Essas metas segundo Carvalho (2007) são a taxa básica de juros da economia (taxa interbancária) e as reservas bancárias. O banco central não tem como articular as duas metas ao mesmo tempo. Ele tem que escolher entre manipular as reservas bancárias e deixar variar a taxa de juros, ou fixar uma taxa de juros e deixar o mercado tenha as reservas bancárias como variáveis ajustes. As metas operacionais funcionam como resultado dos instrumentos utilizados.

Na prática, o Banco Central através dos instrumentos disponíveis atingem as metas operacionais (taxas de juros de curto prazo e reservas bancárias) que por sua vez vão atingir as metas intermediária. Estas, como já foi dito, serve como sinalização para indicar se o Banco Central está seguindo corretamente para alcançar os objetivos finais.

I.3.2 – Instrumentos de Política Monetária

Como visto acima, as autoridades monetárias, possuem metas intermediárias que serão atingidas através da utilização de determinados instrumentos. De acordo com Carvalho (2007, p 158) os instrumentos são “[...] *os métodos e meios usados na implementação desta política que afetam diretamente as variáveis operacionais, com vistas a alcançar as metas intermediárias desejadas*”

Para os keynesianos, há dois instrumentos de política monetária que podem ser usados para alcançar os objetivos finais, na verdade esses instrumentos são utilizados para atingir as metas operacionais. O primeiro deles são as reservas bancárias compulsórias, que age sobre os bancos comerciais. Outro instrumento é a compra e venda no mercado de títulos públicos. O Banco Central por ter capacidade de criar e destruir reservas, além disso pode atuar no mercado interbancário de forma a influenciar o mercado a agir de acordo com seus interesses de resultados econômicos.

Em caso de um desequilíbrio interbancário, em que os bancos necessitem de ajuda financeira para enfrentar alguma onda de crise, por exemplo, o Banco Central pode intervir atuando através de assistência de liquidez, que ocorre quando há um empréstimo para bancos comerciais em forma de reservas bancárias. Nesse caso, a taxa de juros é fixada e a quantidade se ajusta de acordo com a demanda.

O Banco Central também atua de forma a influenciar na quantidade de reserva bancária disponível nos bancos comerciais através do recolhimento compulsório. Esse recolhimento equivale a um percentual obrigatório que o Banco Central recolhe dos bancos comerciais. Quanto maior o percentual do recolhimento compulsório, menor a quantidade de reservas bancárias disponíveis e, portanto há influência sobre as operações de crédito dos bancos. Se as reservas bancárias se tornam limitadas, haverá maior cautela por parte dos bancos comerciais na concessão de crédito. Esse instrumento será usado de forma a aumentar as reservas ou diminuir de acordo com os objetivos finais das autoridades monetárias. Portanto, se o Banco Central achar que a economia está muito aquecida e isso irá gerar inflação, ele poderá atuar aumentando o percentual de recolhimento compulsório e dessa forma tentar alcançar seus objetivos.

Outro instrumento também utilizado e, sem dúvida, o mais importante é a atuação do Banco Central no *Open Market*. Ele atua de forma a vender ou comprar títulos de forma a influenciar as taxas de juros de curto prazo sem flutuações bruscas. Esse instrumento funciona diretamente sobre as reservas bancárias. Se o Banco Central entra no mercado comprando títulos, ele provoca o aumento de reservas bancárias dos bancos comerciais fazendo diminuir a taxa de juros interbancária de curto prazo.

I.3.3. – Transmissão da Política Monetária.

O Banco Central atua numa economia onde a moeda circula tanto no meio industrial como no meio financeiro. Na indústria, a moeda serve como meio de troca, ou seja, faz circular bens e serviços. No meio financeiro, a moeda atua de forma a fazer circular os ativos financeiros de alto grau de liquidez e diferentes ganhos de juros. A moeda também nesse caso transforma-se num ativo que não tem custo de manutenção, não gera ganhos, mas tem total liquidez. Conforme a concepção de Sicsú (2007, p. 67)

Essas esferas não são ilhas isoladas de uma economia monetária. Se assim fosse, na ilha da circulação industrial, o quantitativismo seria válido e a moeda seria neutra. Contudo, existe uma ponte que liga essas duas ilhas. Nessa ponte somente a moeda vai e volta. O mesmo objeto, a moeda, quando vai à ilha da circulação industrial transforma-se em meio de troca; quando volta à ilha da circulação financeira, transforma-se em um ativo, como qualquer outro produto da circulação financeira, transforma-se em um ativo, como qualquer outro produto circulante nesse locus.

Os Pós-Keynesianos se apoiam no artigo de Keynes *A monetary Production Economy* que diz:

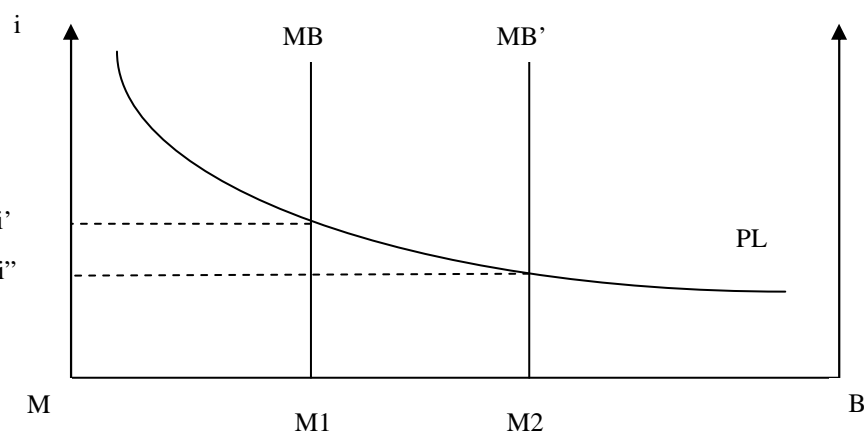
[...] A moeda joga um papel próprio e afeta motivos e decisões e é, em síntese, um dos fatores operativos na situação, de tal forma que o curso dos eventos não pode ser previsto seja no curto seja no longo período, sem o conhecimento do comportamento da moeda entre o último e o primeiro estágio. E é isso que podemos dizer quando falamos de uma economia monetária. (citado por Carvalho, et al, 2007, p. 90)

Tendo como base o que foi mencionado anteriormente bem como o conceito de economia monetária e as decisões dos investidores, pode-se entender como a Política

Monetária de Keynes e dos Pós-Keynesianos funcionam a fim de alterar variáveis reais da Economia através de instrumentos citados anteriormente. Além disso, nas palavras de Keynes: “é por intermédio do motivo especulação que a administração monetária... é exercida para apoiar o sistema econômico.” (citado por Carvalho, 2007, p 51)

Uma política monetária com objetivo de gerar crescimento transforma moeda ativo em moeda meio troca, ou seja transfere a moeda do meio financeiro para o meio industrial. Neste sentido, ela busca estimular a aquisição de bens de capital e desestimular a aquisição de ativos financeiros. Isso é alcançado, aumentando a quantidade de moeda circulante no meio financeiro. Por meio de mercado aberto, o Banco Central compra títulos aumentando as reservas bancárias fazendo com que reduza a taxa de juros provocando queda da rentabilidade desses ativos. Essa medida seria capaz de induzir os indivíduos a mudarem a composição do seu portfólio aumentando o investimento em ativos ilíquidos, que pudessem render lucros compensadores em relação aos juros. Keynes sugere o termo eficiência marginal para formular a idéia de que a compra de máquinas seria viável se a rentabilidade esperada fosse maior que a taxa de juros e portanto a iliquidez seria compensada pela tal eficiência marginal do capital. Observe o gráfico abaixo:

GRÁFICO 1: Ação do Banco Central no Mercado Aberto através da Política Monetária



Fonte: CARVALHO (2007, p 91)

O gráfico 1 ilustra como funciona a relação entre taxa de juros e a ação do Banco central no mercado aberto. O eixo vertical “i” corresponde a taxa de juros, M

quantidade de Moeda, B títulos absorvidos pelo mercado, PL curva de preferência pela liquidez e MB oferta de títulos públicos. Conforme falamos, vemos a partir do gráfico que quando o Banco Central compra títulos a curva MB se desloca para direita fazendo aumentar M (De M1 para M2) e conseqüentemente a taxa de juros cai de i' para i'' .

Mas, é importante destacar que o gráfico acima considera uma situação estática de credibilidade dos agentes em relação as políticas do Banco Central. Caso haja alguma alteração na credibilidade dos agentes que envolva a reputação do Banco Central, a curva PL se deslocaria alterando os resultados esperados. Um anúncio de taxa de juros do Banco Central, por exemplo, que saia da normalidade do que os especuladores esperam, pode repercutir na curva de preferência pela liquidez ainda mais quando a mudança é interpretada como uma mudança permanente. O conceito de Normalidade é subjetivo e depende das experiências de cada indivíduo. Por tanto, a taxa de juros também passa a ser um fator psicológico.

Após a atuação das autoridades monetárias, com o aumento de reservas ou quantidade de moeda disponível, os agentes podem ainda ter pelo menos três formas de usar a nova reserva disponível. Conforme Sicsú, João (2007, p 68):

Com as reservas aumentadas, os bancos tomam decisões semelhantes a qualquer agente privado: (i) podem exercer sua preferência pela liquidez de forma plena, retendo todo acréscimo de moeda; ou (ii) compram papéis financeiros. Afora essas duas opções o público não bancário possui ainda uma terceira alternativa: (iii) comprar ativos reais que produzam rendimentos – ativos de capital.

De acordo com as ações dos agentes citadas acima, a política monetária pode ser eficaz ou não. Se o Banco Central tem por finalidade a redução do desemprego através do aumento dos investimentos, porém os agentes se comportam de maneira a reter toda reserva monetária, a política monetária terá efeito nulo. Da mesma forma, o efeito nulo se dará caso os agentes optem por papeis financeiros.

Conclui-se a partir disso que a Política Monetária não depende apenas de ações das autoridades monetárias na condução de tal Política para validação dos objetivos finais. É preciso também que bancos, indivíduos e empresas ajam de acordo com o que as autoridades esperam. Em outras palavras a política monetária de Keynes e dos pós-

keynesianos afetam somente a taxa de juros e as reservas bancárias e, portanto não controlam as ações dos indivíduos. A Política Monetária age indiretamente sobre as decisões dos agentes.

CAPÍTULO II – POLÍTICA MACROECONÔMICA E ASPECTOS GERAIS DA ECONOMIA BRASILEIRA DE 1995 A 2006.

Esse capítulo consiste na exposição do contexto macroeconômico de uma forma geral, abordando os principais pontos que servirão de base para análise da participação das Empresas Financeiras no PIB no capítulo 3. O capítulo está basicamente dividido em dois períodos: de 1995 a 1998 e 1999 a 2006, em que abordaremos as principais práticas de política econômica no período abordando dessa forma o Plano Real, Regime de Metas de Inflação e Política Fiscal. Para isso, precisa-se expor o ambiente econômico internacional para entender o reflexo desse ambiente na economia brasileira dando ênfase aos resultados disso no comportamento da taxa de juros.

II.1 Período de 1995 a 1998

O Brasil viveu por muitos anos com alta inflação e por isso passou por diversas tentativas de estabilização econômica. A adoção do plano de ancoragem cambial vem depois dessas sucessivas tentativas. Ele foi espelhado no Plano Cavallo adotado anteriormente na Argentina e foi chamado aqui no Brasil de Plano Real. Tal plano foi dividido em três fases: Ajuste fiscal que não se concretizou; reforma monetária que introduziu a moeda (URV) apenas como unidade de conta e depois a introdução de uma nova moeda (Real) com seu valor ancorado ao dólar.

A primeira fase do plano real teve como base o incentivo ao ajuste fiscal conhecido como PAI, Programa de Ação Imediata, e o FSE, Fundo Social de Emergência. Aquele tinha como objetivo redefinir as relações entre União, Estado, Municípios assim como redefinir as relações entre Banco Central e Bancos Comerciais. Além disso, instituiu um acordo de pagamento de dívida externa com FMI e os bancos credores. O ajuste fiscal foi, portanto, a principal solução para o problema de constante instabilidade dos preços na economia brasileira até então. Essas, medidas, porém não foram suficientes para promover o equilíbrio fiscal e esse desajuste foi visto também na relação dívida /PIB.

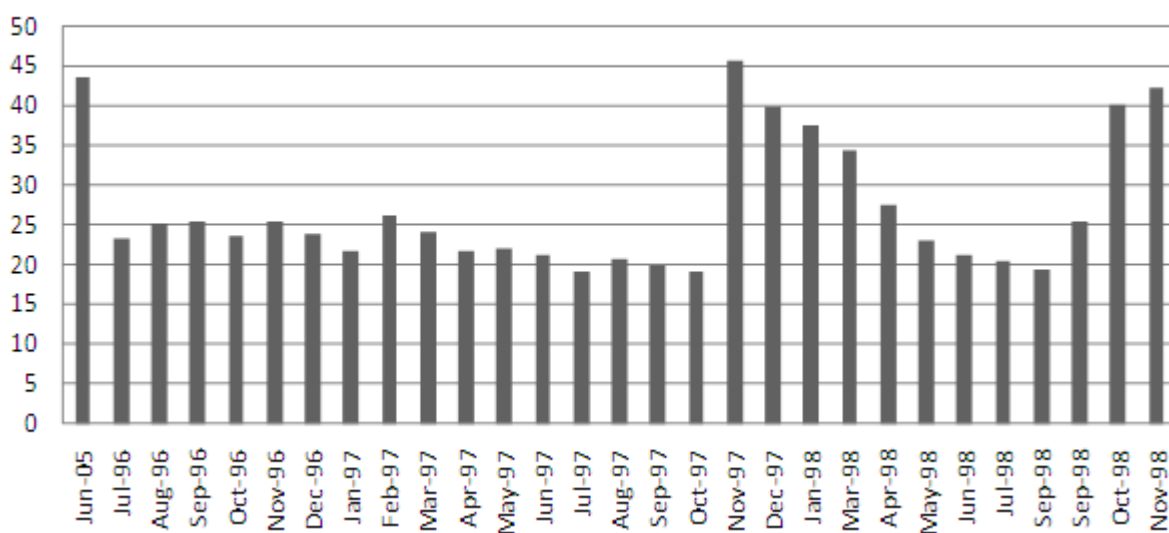
A Segunda fase do Plano Real partia do princípio de que era preciso anular a “memória inflacionária”. A desindexação seria de forma voluntária através de uma moeda que reduziria

o período de ajuste dos preços. A terceira fase consistiu no lastreamento da moeda brasileira em reservas cambiais (R\$1,00 por US\$1,00), fixação do estoque da base monetária por trimestre e mudanças institucionais do Conselho Monetário Nacional. O câmbio poderia oscilar para baixo, mas o teto seria conforme citado acima. Conforme Giambiagi, F. (2005)

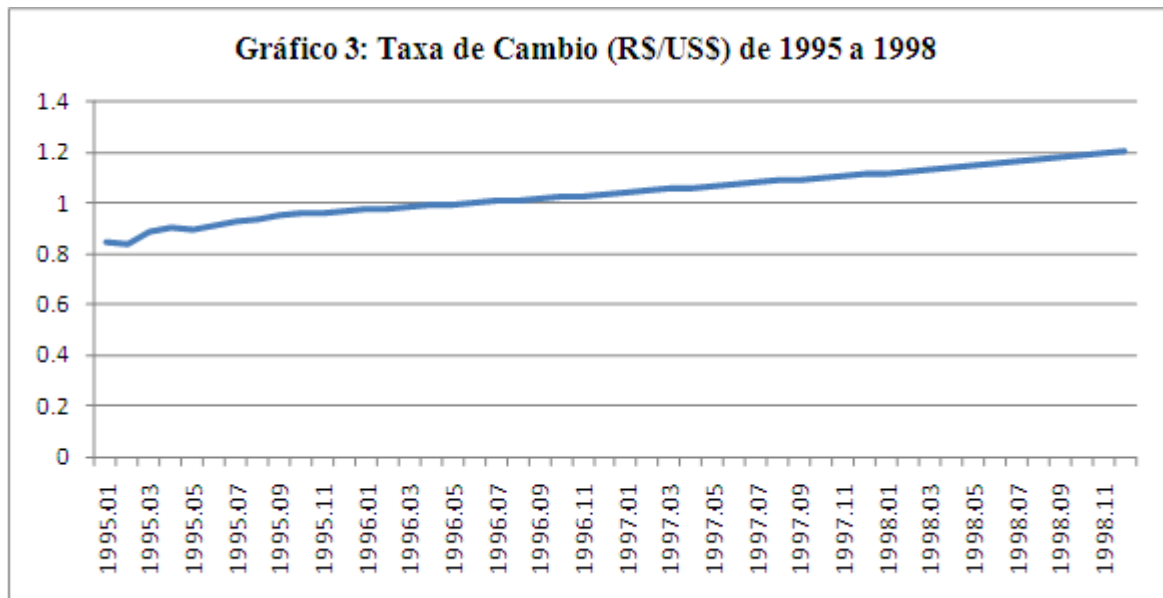
Nesse período estava em curso a crise do México, o que afetou o Balanço de Pagamentos combinado, portanto com a redução da entrada de capitais e conseqüente redução das reservas internacionais. Havia ainda, nesse período, um superaquecimento da economia provocado por um consumo mal administrado, além disso, havia certa resistência da inflação a cair. Por esses motivos, em março de 1995, buscou-se tomar duas medidas: desvalorização cambial através de mudanças pequenas obedecendo a um teto e um piso e aumento da taxa de juros nominal. Conforme pode ser visto no gráfico 2 e 3.

O mesmo aconteceu em 1997 e 1998 quando estourou as crises da Ásia e da Rússia, respectivamente. A taxa de juros nominal se encontrava em 43.36% em 1995 tendo uma queda nos períodos seguintes, mas com alta em novembro de 1997 chegando a 45.67% e novamente 42.12% em novembro de 1998. O câmbio passou de 0.85 para 1.20 R\$/US\$.

Gráfico 2: Taxa Selic (%a.a) de 1995 a 1998

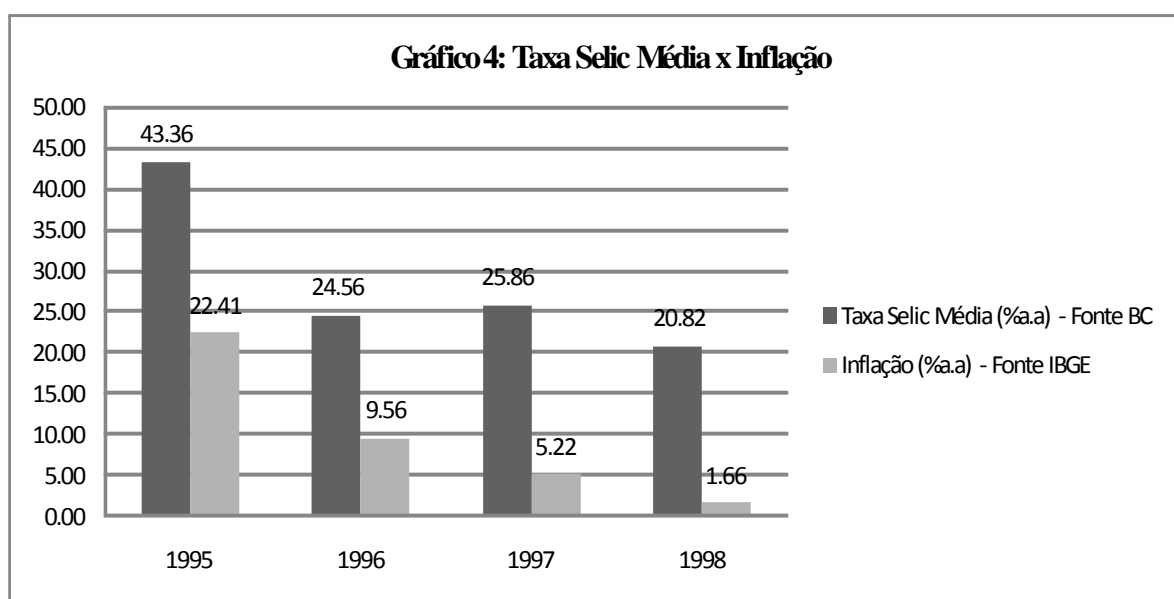


Fonte: Boletim do BCB



Fonte: Banco Central do Brasil

As medidas tomadas acima conseguiram fazer com que os investimentos externos voltassem ao país e portanto aumentando as reservas internacionais. Lembrando que isso foi possível devido também ao retorno da liquidez internacional e fim da crise do México. A inflação por sua vez começou a cair tendo portanto a redução da taxa de juros ao longo dos quatro anos sucessivos. Conforme se observa no gráfico 4, a taxa selic média teve uma tendência a queda assim como a inflação. Lembrando que em 1998 apesar da média em 1998 ser de apenas 20.82%, a taxa selic chegou 40% em outubro de 1998 devido a crise da Ásia e Rússia.



Fonte: Banco Central do Brasil

Segundo Giambiagi, (2005) a Política Monetária por si só não teria conseguido tal recuperação conforme segue:

[...] o Plano Real foi salvo por dois fatores: a política monetária, pois sem os juros altos daquela época, dificilmente ele teria escapado de sofrer o mesmo destino que os planos que o antecederam; e a situação do mercado financeiro internacional, pois se este não tivesse retornado à ampla liquidez e busca pela atratividade dos mercados emergentes a política monetária por se teria sido incapaz de assegurar o êxito do Plano.” (Giambiagi et al., 2005, p. 169).

Concomitantemente ao sucesso do Plano Real, estava acontecendo um desequilíbrio externo e uma crise fiscal. O desequilíbrio externo foi ocasionado pelo aumento das importações com o início do Plano Real e queda das exportações. Aquelas cresceram a uma taxa de 21,8% enquanto que essas cresceram 6,8%. Além disso, foi cada vez mais se intensificando o financiamento do déficit em conta corrente com mais endividamento externo e com a entrada de capitais através de investimento estrangeiro. Isso fez aumentar a remessa de lucros e juros enviados ao exterior. Em 1998, houve mais uma vez redução das exportações devido a outra crise internacional intensificando o déficit e o endividamento externo. Devido ao câmbio sobrevalorizado o Brasil contou com um aumento de investimento direto externo muito expressivo durante o governo FHC. A crise fiscal por sua vez ocorreu devido a um déficit primário do setor público e aumento da dívida pública. Conforme o terço a seguir:

“Todos esses fenômenos eram conseqüências da forte apreciação cambial que tinha se verificado nos primeiros meses do Real e que cobrava seu preço anos depois. (...) Mesmo que com o passar do tempo as microdesvalorizações na prática estivessem ultrapassando a inflação – gerando uma tênue desvalorização real – o referido índice em dezembro de 1998 era de apenas 79, indicando uma apreciação real acumulada de mais de 20% em relação ao início do Plano.” (Giambiagi, et al., 2005, p.171).

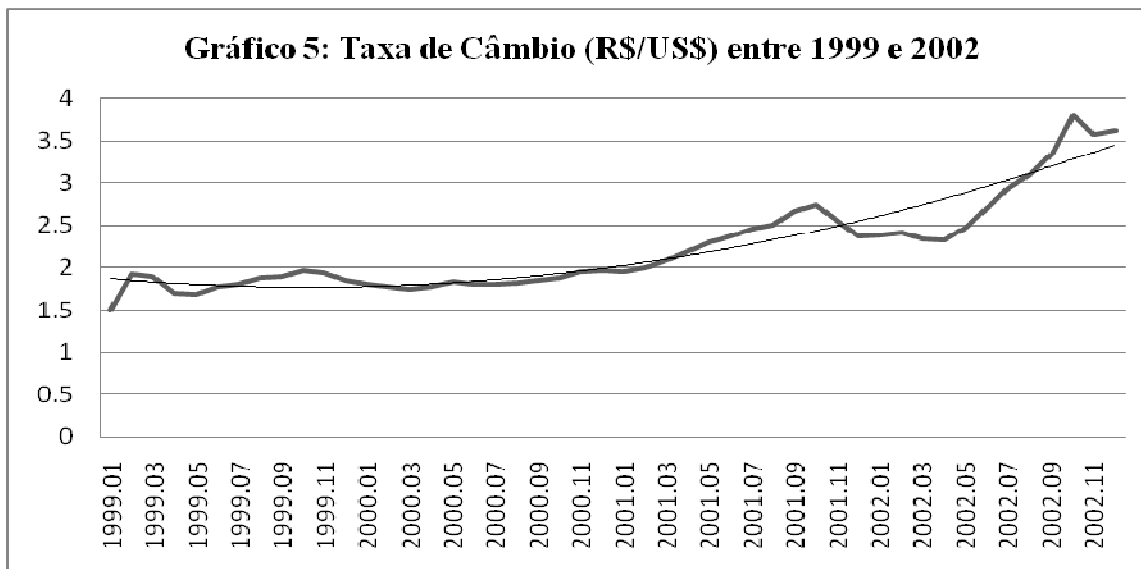
II.2 Período de 1999 a 2002.

No segundo governo FHC, a economia brasileira estava completamente dependente de capital estrangeiro para financiar os déficits em conta corrente, porém a incerteza dos agentes e o temor de que haveria uma desvalorização cambial ou alguma mudança no controle de capitais incentivou os grandes investidores estrangeiros a retirarem seu capital do país.

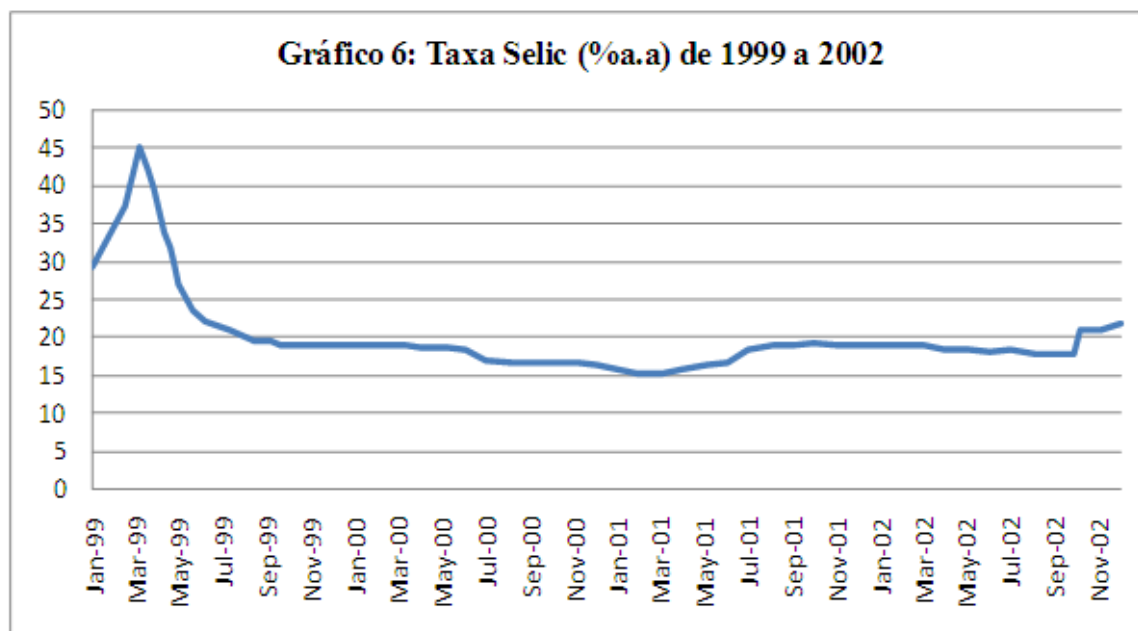
O Governo dessa forma fechou um acordo com o FMI. Esse acordo estipulava um aperto fiscal com superávit primário passando de 0% em 1998 a 3% em 2001. O grande problema é que os investidores ainda estavam incertos sobre a situação econômica do país e estavam ainda temerosos sobre uma possível desvalorização. Conforme se pode observar a citação abaixo de Bresser sobre o capital especulativo:

“O fato de que o financiamento do déficit em conta corrente se realizar em grande parte através de capital especulativo, atraídos por altas taxas de juros, torna essa armadilha ainda mais forte.(...) Seja qual for a situação do país, se ele depender do capital especulativo, chega um momento em que bate no limite de alta. Quando bate, não há milagre que faça o capital permanecer no país” (Bresser,2003, p.19)

Como consequência desse pessimismo, o governo em janeiro de 1999 passou a adotar o regime de câmbio flutuante. Quase um mês depois o câmbio chegou a R\$2,00. No gráfico 5, pode-se observar o comportamento da taxa de câmbio após a adoção do regime de câmbio flutuante. O relaxamento da ancoragem cambial, no início de 1999, trouxe preocupações quanto aos reflexos gerados sobre a inflação. Mas retomada da estabilidade quanto às expectativas inflacionárias foi facilitada quando Arminio Fraga foi nomeado presidente do Banco Central, pois ele já tinha experiência no mercado financeiro internacional. Assim que ele foi anunciado, sua primeira providencia foi elevar a taxa de juros e iniciar o estudo do regime de metas de inflação. A taxa selic passou de 29,21% em janeiro de 1999 para 44,95% em março do mesmo ano. Como pode ser visto no gráfico 6.

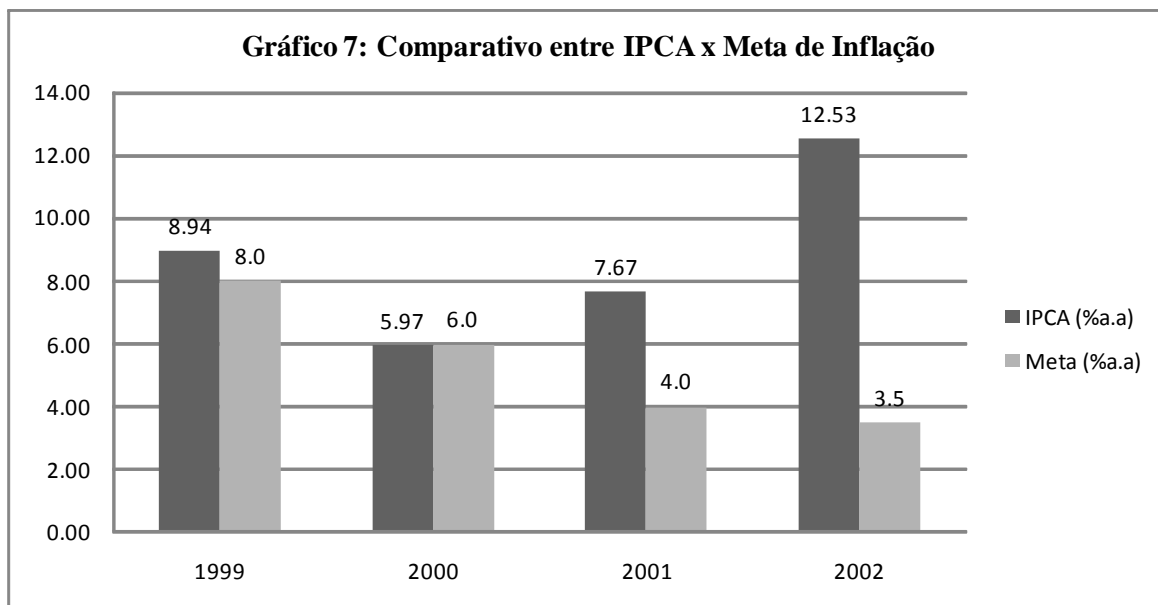


Fonte: Banco Central



Fonte: Banco Central

Enquanto no primeiro mandato a política monetária atuava de forma subordinada ao fluxo de reservas internacionais, no segundo, a política monetária passou a ser baseada no regime de metas de inflação, que passou a ancorar as expectativas de inflação. A principal consequência da mudança de ancoragem cambial para o regime de metas de inflação foi a menor volatilidade da taxa básica de juros assim como seu menor nível. O regime alcançou um sucesso razoável nos dois primeiros anos. Já em 2001 e 2002 devido a choques internos e externos a política monetária foi menos eficiente. Conforme pode se observar no gráfico 7.



Fonte: Banco Central

A economia voltou a mostrar sinais de retomada em 1999 fechando o ano com 3,3% de crescimento no quarto trimestre e em 2000 a economia cresceu em torno de 4%. O ano de 2000 apresentou um cenário internacional relativamente estável visto que houve uma relativa estabilidade cambial em torno de uma média de R\$1.82/US\$. Esse cenário permitiu que o COPOM reduzisse a taxa selic e ainda sim garantir o nível de preços de acordo com a meta estipulada. A taxa selic caiu de 24.76% a.a em 1999 para 17.60% em 2000. O balanço de pagamentos, apesar de ter apresentado uma melhora registrou um déficit de US\$24 bilhões. É possível verificar que tal resultado foi consequência de altas remessas de juros, lucros e dividendos enviadas ao exterior. O investimento direto foi também um fator muito relevante no financiamento externo. Em 2001, portanto com a crise energética e crise argentina, a entrada de capitais voltou a diminuir e isso se acentuou ainda mais com crise que se instaurou no mundo depois do atentado de 11 de setembro.

O ano de 2001 foi um ano atípico dessa tendência de estabilidade iniciada em 2000 devido a incertezas presentes no mercado internacional decorrentes principalmente da crise da Argentina e desaceleração da economia norte americana. Esse clima de instabilidade se refletiu na taxa de câmbio, que chegou a uma taxa de R\$2.73 em outubro de 2001 depois do atentado do 11 de Setembro, com uma desvalorização de 28% no ano. Esse resultado foi reflexo da percepção dos agentes econômicos de que o Brasil não iria conseguir fechar o balanço de pagamento ao fim do ano.

No campo fiscal, a tendência foi manter a austeridade fiscal com o intuito de cumprir a meta do superávit primário. Apesar de a balança comercial apresentar superávit, não foi suficiente para diminuir o déficit em conta corrente, que chegou em US\$ 23 bilhões, mais uma vez influenciada pela remessa de juros, lucros e dividendos ao exterior. A manutenção de inflação foi justificada pela política monetária de elevação da taxa básica de juros já que a crise energética poderia afetar negativamente o nível de preços no país.

De acordo com Giambiagi (2005), a crise energética foi enraizada em anos anteriores com os planos de privatização das usinas hidrelétricas. O governo deixou de investir no setor tendo em vista a execução das privatizações. Mas como tal plano não ocorreu, a falta de investimento no setor culminou em escassez de oferta de energia elétrica combinada com uma alta demanda da mesma. A demanda nesse período se encontrava em expansão ocasionada por uma onda de grandes inovações tecnológicas e maiores usos de computadores, aparelhos domésticos como TV, freezer etc. O consumo residencial de energia aumentou nos anos 90 devido ao “*bomm*” do consumo da primeira fase do plano real ocasionado pelo aumento do poder aquisitivo com a melhora dos mecanismos de crédito.

Para conter o consumo de energia elétrica e tentar solucionar a crise, as medidas adotadas foram: redução de 20% do consumo das residências, redução da produção das indústrias eletro intensivas, redução de consumo nas indústrias. As medidas de longo prazo constituíram em ampliação do crédito do BNDES para aumentar a capacidade instalada, autorização para Eletrobrás realizar contratos de compras de máquinas e equipamentos para novos projetos termoelétricos, construção de linhas de transmissão interligando as regiões Sul-Sudeste.

Outro acontecimento que afetou a economia mundial e que influenciou muito a economia brasileira foi o atentado de 11 de setembro nos EUA. Uma tendência de desaquecimento da economia se intensificou ainda mais depois do ataque com a retração de recursos disponíveis no mercado internacional. Isso fez com que vários bancos centrais espalhados pelo mundo visando garantir liquidez tomassem várias medidas. No Brasil, não foi diferente. O comitê de política monetária (COPOM) tomou a medida de manter a taxa de básica de juros em 19% como forma de defesa devido a forte desvalorização da taxa de câmbio da época. Essa medida foi tomada porque os mercados emergentes como o Brasil tinha grande dificuldade em atrair capitais e portanto de controlar as contas externas.

Em 2002, o câmbio manteve-se elevado devido ainda às incertezas em relação ao mercado financeiro internacional ocasionado pela crise Argentina, pelo desaquecimento da economia norte americana e também a expectativa de uma invasão dos EUA ao Iraque. Esse fator provocou instabilidade nos preços internacionais de petróleo gerando pressões para seu reajuste. Esse dilema provocou incerteza quanto a conduta da política monetária e, portanto tornou difícil a rolagem da dívida interna.

A taxa Selic apesar de fixada em 18% em julho de 2002 chegou a 25% ao final desse mesmo ano a fim de reduzir a exposição cambial. Apesar disso, a taxa de câmbio chegou a R\$3,63/US\$ resultando numa forte influência sobre a inflação e elevou a dívida pública que estava atrelada ao dólar de acordo com Giambiagi (2005)

II.3 Período de 2002 a 2006

A possibilidade de vitória de Lula representou para uns a esperança de proposta de governo radical diferente da presenciada até então ao mesmo tempo em que produziu receios para os investidores nacionais e estrangeiros em relação a políticas macroeconômicas que poderiam afetar seus retornos e também acarretar uma ameaça a suas propriedades.

Antes da eleição de outubro de 2002, o PT lançou um manifesto sobre as principais falhas socioeconômicas do Brasil e uma série de programas que poderiam solucionar tais falhas dando ênfase a pobreza a desigualdade. Eles se apoiavam na plataforma de que haveria necessidade de promover rápido crescimento econômico e uma competitividade internacional como pano de fundo para se atingir o desenvolvimento social. Para isso foram propostas: estabilização de preços, eficiência do sistema tributário, provisão de financiamentos de longo prazo, investimento em pesquisa e desenvolvimento, educação da força de trabalho e investimentos seletivos em infraestrutura.

A reação à vitória de Lula dos investidores nacionais e internacionais foi a de expectativas nervosas porque havia o receio de que o governo não pagasse suas dívidas e que cordialidade do governo anterior com os investidores não fosse mantida ou até mesmo que pudesse haver uma reversão do programa de privatização que tinha prevalecido durante toda a década de 1990 e a responsabilidade fiscal do governo FHC não tivesse continuidade.

De acordo com Giambiagi (2005) como consequência de todas essas temerosas expectativas, o Brasil visualizou um alargamento dos *spreads* das taxas de juros entre títulos públicos brasileiros e seus equivalentes nos Estados Unidos.

Ao tomar posse, o governo Lula tratou de acalmar os ânimos dos investidores estrangeiros e nacionais. Tendo conhecimento do perigo que eles representavam para a estabilidade monetária, o governo tratou de reafirmar o compromisso de cautela fiscal firmado pelo governo FHC. Esse comprometimento foi evidenciado com o aumento de superávit primário de 2003 de 3,75% para 4,25% do PIB. Como consequência os *spreads* entre títulos do tesouro brasileiro e americano voltaram a diminuir

No período que vai da vitória petista até abril de 2003 o governo tomou também as seguintes decisões: Nomeou para cargo de presidente do Banco Central o ex-presidente mundial do Bank Boston, Henrique Meirelles mantendo inicialmente toda a diretoria anterior e com isso anunciou as metas de inflação para 2003 e 2004 mostrando a continuidade do governo anterior e reforçando a política monetária.

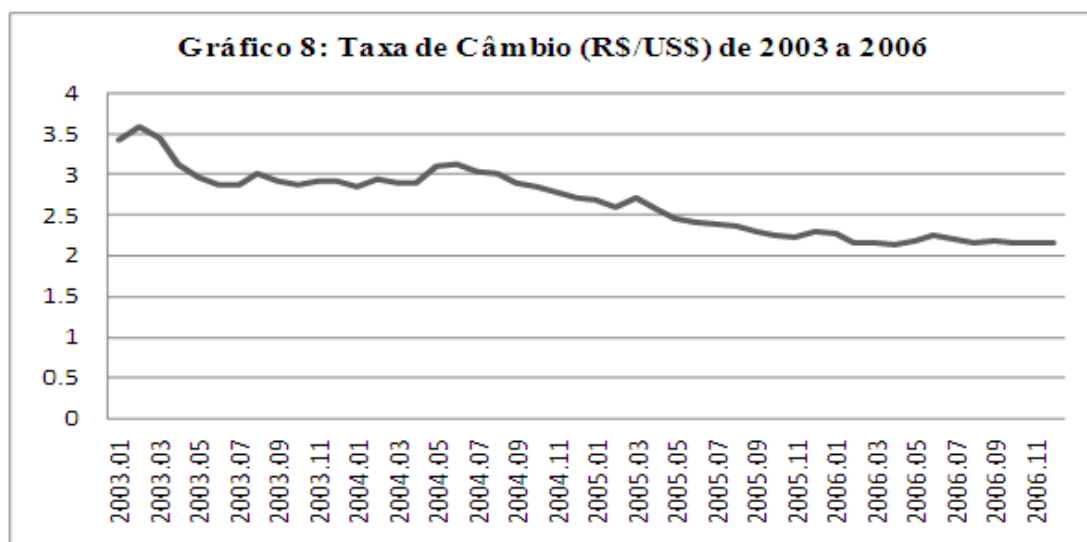
Foi claramente identificada a elevação da taxa de juros para tranquilizar o mercado. Essa política foi sustentada pela política de metas inflacionárias estabelecida desde 1999. Observando a tabela abaixo, vemos que as taxas começaram a baixar levemente no segundo semestre de 2003 quando o real começou a ser valorizado em relação ao dólar americano. As taxas continuaram a cair na primeira metade de 2004, mas voltou a aumentar em agosto chegando a 19,75 em agosto de 2005.

O governo Lula manteve a administração para o combate a inflação. A presença do Banco Central comprometido com as metas de inflação pré-anunciadas ajudou a melhorar as expectativas do mercado além de proporcionar um cenário inflacionário estável. Conforme pode ser visto na Tabela 1.

No Gráfico 8, observa-se uma tendência de queda da taxa de câmbio, mas ainda se encontrava em patamares muito elevado no período. Estando em R\$3,60 no início de 2003 chegando a R\$2.14 ao final de 2006.

| Mês | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| Janeiro | 25.50 | 16.50 | 18.25 | 17.25 |
| Fevereiro | 26.50 | 16.50 | 18.75 | 16.50 |
| Março | 26.50 | 16.25 | 19.25 | 16.50 |
| Abril | 26.50 | 16.00 | 19.50 | 15.75 |
| Mai | 26.50 | 16.00 | 19.75 | 15.75 |
| Junho | 26.00 | 16.00 | 19.75 | 15.75 |
| Julho | 24.50 | 16.00 | 19.75 | 15.18 |
| Agosto | 22.00 | 16.00 | 19.75 | 14.67 |
| Setembro | 20.00 | 16.25 | 19.50 | 14.17 |
| Outubro | 19.00 | 16.75 | 19.00 | 14.17 |
| Novembro | 17.50 | 17.25 | 18.50 | 13.67 |
| Dezembro | 16.50 | 17.75 | 18.00 | 13.19 |

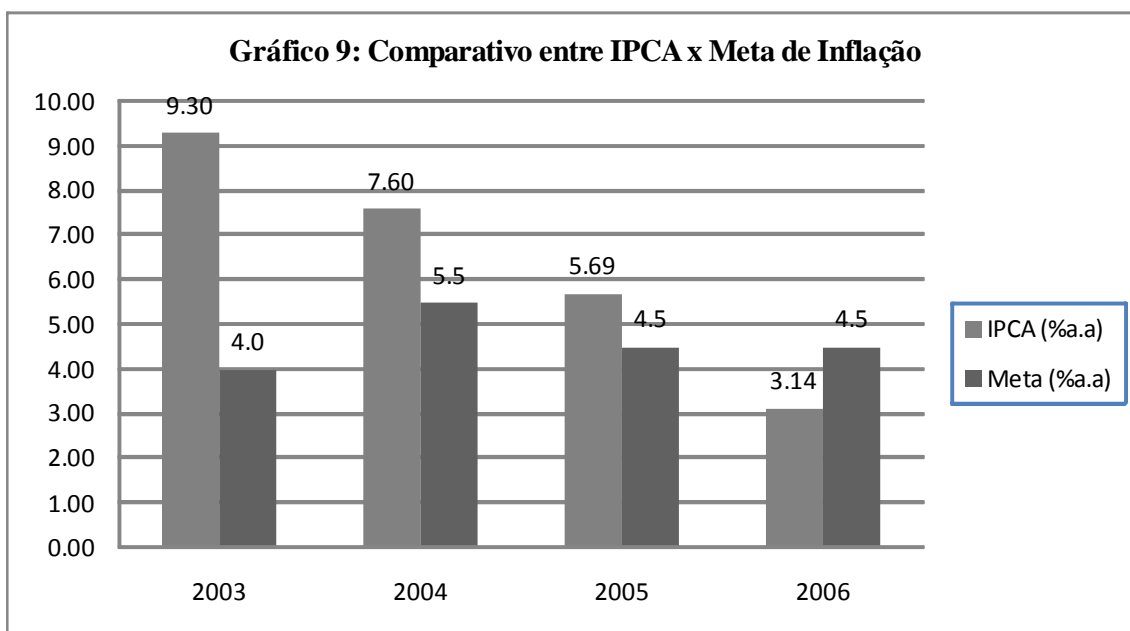
Fonte: Banco Central



Fonte: Banco Central

De acordo com Baer, W. 2009, os problemas econômicos de 2002 associados a incerteza do mercado mediante as ações de política econômica do novo governo se refletiu em três indicadores: o risco-país, medidos pelos C-Bonds, atingiu mais 2000 pontos-base em outubro de 2002; a taxa de câmbio que chegou a R\$2.32 Aumento de expectativa inflacionária a partir de setembro de 2003 chegando a 11% em novembro. A trajetória do câmbio foi resultado do cenário externo e não somente pelo cenário doméstico. A lenta recuperação da economia norte americana e a situação política econômica da Argentina contribuíram para tal efeito.

O quadro era de muita incerteza com o aumento do risco-país em 2003 culminando em forte saída de capital estrangeiro, redução de crédito externo e conseqüente depreciação cambial. A taxa de câmbio iniciou o ano de 2003 cotada a R\$3,44 com repercussão no custo dos insumos importados refletindo portanto no IPCA, cuja variação chegou a 2,25%, 1,57%, e 1,23% nos primeiros três meses. De acordo com o gradifo 9, observa-se que não foi possível atingir a meta inflacionária estabelecida nos primeiros três anos de Governo Lula, apenas sendo possível de 2006 tendo como um dos fatores principais a alta taxa de câmbio do período.



Fonte: IBGE e Banco Central

Depois das diversas medidas adotadas pelo governo, conforme apontadas acima, o reflexo foi a recuperação da confiança dos mercados. Um sinal disso foi o comportamento do câmbio que passou de 3,59 em fevereiro de 2003 a 2,90 ao fim desse mesmo ano. As relações com o exterior tiveram um excelente desempenho visto o superávit em balança comercial.

Diante das melhoras observadas na segunda metade de 2003, o COPOM realizou reduções nas taxa básica de juros, passando de 26,50 para 16,50 em janeiro de 2004. A taxa de juros em baixa somada ao ambiente externo favorável, além de crescimento na balança comercial resultou em valorização da taxa de câmbio que propiciou na convergência

da meta de inflação. Com o objetivo de sustentar o crescimento econômico, o conselho cautelosamente decidiu reduzir a taxa de juros.

No tocante a taxa de câmbio, essa se manteve valorizada, o que se inicializou com o saldo positivo da balança comercial e entrada de moeda estrangeira motivada pela austeridade fiscal e taxa de juros atraente para os investidores.

Tais medidas foram importantes para o início de retomada do crescimento do PIB em 2004. Mesmo com essa retomada, a inflação se manteve estável registrando 0.61% ao mês. O COPOM com intuito de preservar o crescimento econômico associado a uma inflação estável prosseguiu com cautela na redução dos juros baixando apenas 0.5% em abril de 2004 e voltando a aumentar 1,75% no período de julho a dezembro de 2004 devido ao aumento de expectativas de inflação. Com isso, no mercado de câmbio a tendência foi de apreciação do Real passando de R\$3,13 para R\$2,71 no final do ano.

Porém em 2005, o desempenho da economia voltou a cair depois de muitas ações de políticas monetárias contracionistas adotada pelo COPOM. De acordo com os dados do IBGE é notório um ciclo econômico de baixo crescimento associado a altas taxas de juros com baixa inflação seguida de queda de taxa de juros provocando mais tarde um aumento de expectativas inflacionária. Dessa forma o conselho volta a aumentar a taxa de juros e assim sucessivamente gerando um ciclo. Essas mesma características são observadas no ano de 2006.

CAPÍTULO III – ANÁLISE DA EVOLUÇÃO DAS EMPRESAS FINANCEIRAS NO PIB DO BRASIL ENTRE 1995 E 2006.

Considerando o panorama geral, abordado no capítulo II, referente ao contexto macroeconômico nos dois governos FHC e no primeiro governo Lula será analisado como as políticas econômicas adotadas nesse período contribuíram para a participação das Empresas Financeiras no PIB à luz da teoria econômica Pós-Keynesiana. Para isso, serão utilizados os conceitos e os dados que constituem as Contas Econômicas Integradas referentes às Contas Nacionais do período em questão.

III.1 Aspectos Gerais da Atividade Financeira

A principal função da atividade financeira é a intermediação financeira. Os intermediários pagam taxa de juros inferiores as que deveriam pagar aos que lhe emprestam e cobram taxas de juros superiores aos que pedem emprestados estes fundos de forma a cobrir seus custos e garantir um excedente operacional. Eles não se remuneram via cobrança de taxas diretamente a não ser quando fornece serviços específicos como locação de cofres, remessas, cobranças etc. Desta maneira o sistema de contas nacionais valoriza a produção deste setor pelos de três componentes a seguir:

- Serviços sem cobrança explícita, correspondentes ao total de rendimentos de propriedades a receber pelos intermediários financeiros líquidos dos juros totais a pagar, excluindo o valor de qualquer rendimento de propriedade a receber de investimento próprio. Esse é o chamado SIFIM, Serviços de Intermediação Financeira Indiretamente Medidos, que corresponde ao diferencial entre juros recebidos e juros pagos.
- Serviços cobrados explicitamente – serviços bancários
- Os aluguéis recebidos – produção secundária

Dessa forma, a atividade financeira consiste em adquirir ativos moldando os prazos, vencimentos, risco e liquidez assumindo dívidas, recebendo depósitos e emitindo letras. De acordo com o System of National Accounts – SNA, o setor das sociedades financeiras é dividido em instituições financeiras e seguradoras tendo como integrantes: Banco Central; Instituições Bancárias; Cooperativas de Crédito; Sociedades de poupança;

Sociedades de Crédito Imobiliário; Bancos de Investimento; Sociedades de Crédito Pessoal; Sociedades Corretoras de valores mobiliários; Corretoras de Câmbio, Sociedades que organizam instrumentos de cobertura como swaps, opções e futuros; Sociedades de Seguros e Fundos de Pensão.

As fontes de dados básicas utilizadas pelo IBGE para consolidação das Contas são extraídas de informações dos Balancetes Trimestrais Analíticos das instituições financeiras sob a forma do Plano Contábil das Instituições Financeiras – COSIF e do Plano Geral de Contas do Banco Central – PGC. Para os segmentos não cobertos pelo COSIF, o IBGE utiliza informações provenientes da DIPJ – Declaração de Informações Econômico-fiscais da Pessoa Jurídica.

Em 1997, o IBGE lançou pela primeira vez o novo Sistema de Contas Nacionais para a década de 1990. Este substituiu o anterior que era chamado de Contas Consolidadas da Nação. Em 2007, o IBGE reviu as contas nacionais para presente década lançando as contas na Base 2000. A atividade financeira apresentou alterações na parte metodologia, com a reclassificação de algumas contas do plano de contas e uma mudança relativa à estimativa dos agregados relativos aos auxiliares financeiros. Além disso, foi feita uma distribuição da produção desta atividade em pelos seus diversos utilizadores.

Devido à dificuldade em distribuir a produção da atividade financeira, na velha base não se estimou o uso do SIFIM pelos utilizadores. A solução foi criar um setor fictício, dummy financeiro com produção nula e consumo intermediário igual ao SIFIM. O saldo das rendas primárias deste setor não se altera já que na conta de alocação da renda é registrado o valor total de juros recebidos e pagos pelas instituições financeiras e cria-se um fluxo de ajustamento pelo SIFIM, recurso do dummy financeiro e uso das instituições financeiras.

Na nova serie, o SIFIM foi estimado através das aplicações de ativos e passivos dos setores, taxas médias de juros e a SELIC. A diferença entre os juros pagos às instituições financeiras e os juros obtidos pela aplicação da Selic corresponde ao SIFIM pago. Quando há aplicação de fundos, o montante é deduzido dos juros resultantes da aplicação da selic o montante recebido.

O Banco Central é tratado de forma diferente. Na nova série, a produção não mercantil destinada ao consumo final do setor institucional Administração Pública tem como contrapartida a Compensação pela produção do Banco Central que corresponde a uma transferência corrente do Banco Central as APUs. Em relação ao resultado do banco, caso este seja positivo representa uma operação de recurso para a administração pública e uma de uso para o setor financeiro. Quando o resultado é negativo corresponde uma operação de uso para o governo e recurso para o setor financeiro.

III.2 Aspectos gerais das Contas Econômicas Integradas.

O objetivo desta seção é apresentar as Contas Econômicas Integradas por setores institucionais – CEIs. Sendo assim, as CEIs permitem uma análise detalhada do mecanismo pelo qual os setores nacionais e o resto mundo contribuem e participam do processo de geração, apropriação e distribuição da Renda Nacional. Os setores institucionais adotados nas contas nacionais são classificados em:

1. Empresas não-financeiras: Composto por empresas privadas e públicas produtoras de bens e serviços através de insumos e contratação de serviços.
2. Empresas Financeiras: Instituições que tem como característica a intermediação financeira de recursos de setores superavitários para os setores demandantes de recursos financeiros, além de criar meios de pagamento. Incluem-se Instituições financeiras como Banco Central, bancos comerciais, seguradoras, corretoras etc.
3. Administração Pública: presta serviço a coletividade. Sua origem de recursos está baseada na cobrança de impostos. Incluem-se administrações públicas federais, estaduais e municipais.
4. Famílias: adquirem bens de consumo e também são produtoras. Nesse caso, incluem-se as unidades que não são cadastradas no CNPJ.
5. Instituições sem fins lucrativos a serviço das famílias: entidades jurídicas ou sociais que produzem bens ou serviços sem fins lucrativos.
6. Resto do Mundo: transações econômicas de um país com outros países.

A seguir pode ser visto um resumo das contas que compõem as Contas Econômicas Integradas – Contas Correntes, Contas de Acumulação e Contas de Patrimônio. Os saldos dessas contas representam agregados econômicos relevantes e explicam como as contas se articulam. Conforme pode ser visto na Tabela 2.

| Tabela 2: Resumo das Contas das Contas Economicas Integradas | |
|---|--|
| Contas Correntes | Saldo da Conta |
| 1. Conta de produção | PIB - para o total da economia este saldo é o PIB |
| 2. Conta de renda | |
| 2.1 Conta de distribuição Primária da renda | |
| 2.1.1 Conta de Geração da renda | Excedente Operacional Bruto |
| 2.1.2 Conta de Alocação da renda | Renda Nacional |
| 2.2 Conta de Distribuição Secundária da Renda | Renda Nacional Disponível |
| 2.3 Conta de Uso da Renda | Poupança |
| 3. Contas de Acumulação | |
| 3.1 Contas de Capital | Capacidade ou Necessidade de Financiamento |
| 3.2 Conta Financeira | Igual ao da Conta de Capital com sinal trocado |
| 3.3 Conta de Outras Variações no Volume de Ativos e contas de Reavaliação | |
| 3.3.1 Conta de outras Variações nos Ativos Financeiros | Mudanças no Patrimônio Líquido resultante de outras variações no volume dos ativos |
| 3.3.2 Contas de Reavaliação | Mudanças no Patrimônio Líquido resultante de ganhos/perdas de detenção nominais |
| 4. Contas de Patrimônio | |
| 4.1 Conta de Patrimônio Inicial | Patrimônio líquido |
| 4.2 Contas de variação do patrimônio | Variação no Patrimônio Líquido Total |
| 4.3 Conta de Patrimônio Final | Patrimônio Líquido |

Fonte: Feijó, 2008

Como será analisada a participação do setor financeiro no PIB, será estudado apenas a comportamento do Setor Empresas Financeiras em relação ao Total da Economia. Eventualmente, em que haja necessidade, para efeitos comparativos serão considerados outros setores institucionais.

III.3 |Análise das Empresas Financeiras na Economia Brasileira de 1995 a 2006.

Entre 1995 a 2006, o Brasil presenciou a adoção do Plano Real e o Regime de Metas de Inflação. Duas tentativas de política monetária com o intuito de estabilizar a economia, em outras palavras, controlar a inflação, que há muitos anos vinha se mostrando extremamente alta. O principal instrumento utilizado nesse período para estabilizar a economia e atrair os investidores estrangeiros foi a taxa de juros. O Banco Central ao atuar com a política monetária expansionista ou contracionistas provocava nos agentes a necessidade de recompor seu portfólio de maneira contínua.

De acordo com o exposto no capítulo I, a política monetária conduz os agentes em suas tomadas de decisão de acordo com suas expectativas em relação ao futuro. Conforme a concepção keynesiana, a taxa de juros é a recompensa para se abrir mão da liquidez, ou seja, é o preço para reverter a riqueza em ativos ilíquidos. Os empresários, por exemplo, irão decidir entre adquirir ativos financeiros ou investir na produção ou, em bens de capital.

Quando a taxa de juros aumenta, os agentes buscam ativos financeiros, porém quando há uma queda na taxa de juros, os investidores procuram recompor seu portfólio passando de uma carteira líquida para uma ilíquida, ou seja, aumentam seus investimentos em bens de capital ou na produção por verem que os títulos ou ativos financeiros de uma forma geral não dão mais o retorno esperado apropriado. Esse conceito aborda o que Keynes chama de eficiência marginal do capital

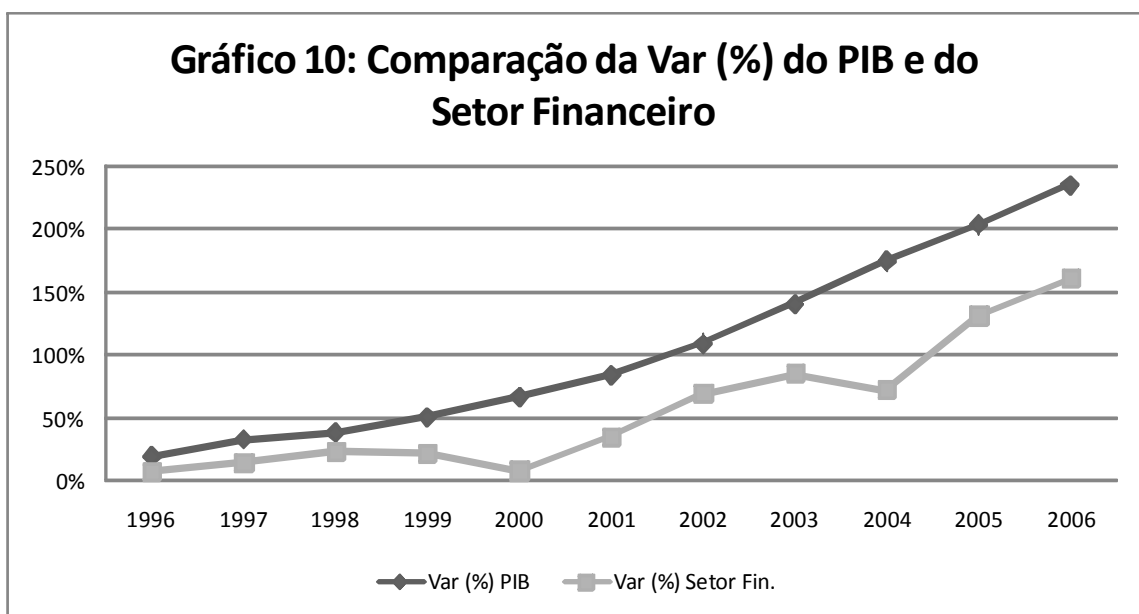
Dessa forma, de acordo com o exposto acima, conclui-se que o setor institucional Empresas Financeiras como um todo pode ter aumento no seu valor adicionado tanto quando há uma queda na taxa de juros ou quando há um aumento. Vejamos: De acordo com a teoria econômica apontada acima, quando há um aumento na taxa de juros, há um aumento de operações no mercado financeiro com a compra de títulos e outros ativos financeiros. Dessa forma as empresas financeiras ganham com o aumento dessa atividade. Por outro lado, quando há uma queda na taxa de juros, há um aumento nos investimentos, que por sua vez é garantido com o crédito fornecido pelos bancos. Dessa forma há um aumento no crédito bancário tanto para investimento quanto para o consumo das famílias, o que também agrega positivamente no saldo do valor adicionado do Setor Institucional Empresas Financeiras.

Com base no que foi exposto anteriormente, pode-se observar o comportamento das empresas financeiras na economia brasileira no período entre 1995 e 2006. Com base na Tabela 3, verifica-se que a participação em termos percentuais desse setor na economia se manteve constante em relação ao PIB em torno de 6,29% em média. Obviamente, essa constância em termos percentuais se deve ao fato de que na medida em que o PIB foi aumentando, o valor adicionado do setor financeiro no período também foi aumentando (acompanhando o crescimento do PIB). Conforme pode se observar, o gráfico 5 mostra a variação percentual da atividade total da Economia e o Setor Financeiro comparativamente a 1995

Tabela 3 - Produto Interno Bruto e o Setor Institucional Empresas Financeiras.

| Ano | PIB (I) | Valor Adicionado Setor Financeiro (II) | Participação de II em I | Taxa Selic (a.a) |
|------|--------------|--|-------------------------|------------------|
| 1995 | 705.640,89 | 55.638,76 | 7,88% | 43,36% |
| 1996 | 843.965,63 | 59.874,72 | 7,09% | 24,56% |
| 1997 | 939.146,62 | 63.813,91 | 6,79% | 25,86% |
| 1998 | 979.275,75 | 68.757,89 | 7,02% | 20,82% |
| 1999 | 1.064.999,71 | 67.837,79 | 6,37% | 24,76% |
| 2000 | 1.179.482,00 | 60.045,00 | 5,09% | 17,60% |
| 2001 | 1.302.136,00 | 75.247,00 | 5,78% | 17,46% |
| 2002 | 1.477.822,00 | 94.149,00 | 6,37% | 19,22% |
| 2003 | 1.699.948,00 | 103.157,00 | 6,07% | 23,51% |
| 2004 | 1.941.498,00 | 95.742,00 | 4,93% | 16,38% |
| 2005 | 2.147.239,00 | 128.606,00 | 5,99% | 19,14% |
| 2006 | 2.369.484,00 | 144.988,00 | 6,12% | 15,32% |

Fonte: IBGE e Banco Central do Brasil. Valores em R\$.



Fonte: IBGE

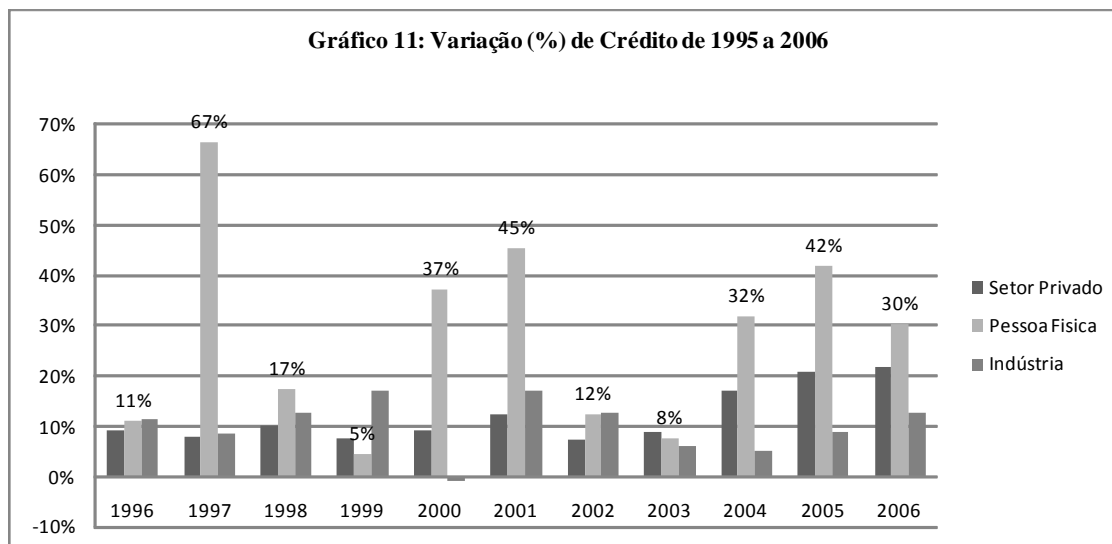
Ainda na tabela 3, pode-se verificar um aumento expressivo do valor absoluto da atividade financeira, apesar de haver tendência de queda na taxa básica de juros. A participação das empresas financeiras no PIB, conforme visto, se manteve basicamente em níveis constantes. Isso comprova o ótimo desempenho das Empresas Financeiras nesse período já que o PIB teve um aumento considerável de 1995 a 2006, um aumento de 236% a preços correntes.

Esse desempenho da atividade financeira foi resultado das transformações ocorridas no período essencialmente após a estabilização de preços. Nesse período, houve diversas mudanças estruturais e macroeconômicas que possibilitaram a sustentação da participação da atividade financeira no PIB. A perda da receita inflacionária e política monetária restritiva que se seguiram após a implantação do Plano Real atingiram diretamente a atividade financeira. Isso porque a queda da inflação determinou o aumento do poder aquisitivo da sociedade como um todo, possibilitando numa elevação em gastos com consumo e também no crescimento das operações de crédito. A maior demanda de crédito e sua facilidade nos últimos anos provocaram o aumento dos ganhos da atividade financeira.

| Ano | Setores Público. e Privado | Setor Privado | Pessoa Física | Indústria | Comércio |
|------|----------------------------|---------------|---------------|--------------|------------|
| 1995 | 2.639,129.00 | 2.245,148.00 | 192,400.00 | 619,242.00 | 335,431.00 |
| 1996 | 2.948,236.00 | 2.453,082.00 | 213,964.00 | 690,289.00 | 374,942.00 |
| 1997 | 3.242,602.00 | 2.645,520.00 | 356,450.00 | 749,879.00 | 342,594.00 |
| 1998 | 3.198,803.00 | 2.910,902.00 | 418,615.00 | 845,738.00 | 328,504.00 |
| 1999 | 3.396,104.00 | 3.134,148.00 | 437,899.00 | 989,275.00 | 324,187.00 |
| 2000 | 3.591,659.00 | 3.418,158.00 | 600,842.00 | 980,296.00 | 341,188.00 |
| 2001 | 3.976,566.00 | 3.844,837.00 | 874,006.00 | 1.149,296.00 | 420,144.00 |
| 2002 | 4.253,802.00 | 4.126,871.00 | 980,907.00 | 1.294,748.00 | 456,645.00 |
| 2003 | 4.667,461.11 | 4.496,439.16 | 1.055,765.37 | 1.371,275.75 | 488,348.31 |
| 2004 | 5.475,506.37 | 5.258,368.54 | 1.392,793.20 | 1.440,022.42 | 589,952.13 |
| 2005 | 6.587,007.51 | 6.349,814.72 | 1.975,667.01 | 1.568,277.42 | 714,682.33 |
| 2006 | 7.975,695.19 | 7.736,228.35 | 2.573,678.90 | 1.768,814.26 | 852,013.91 |

Fonte: IBGE

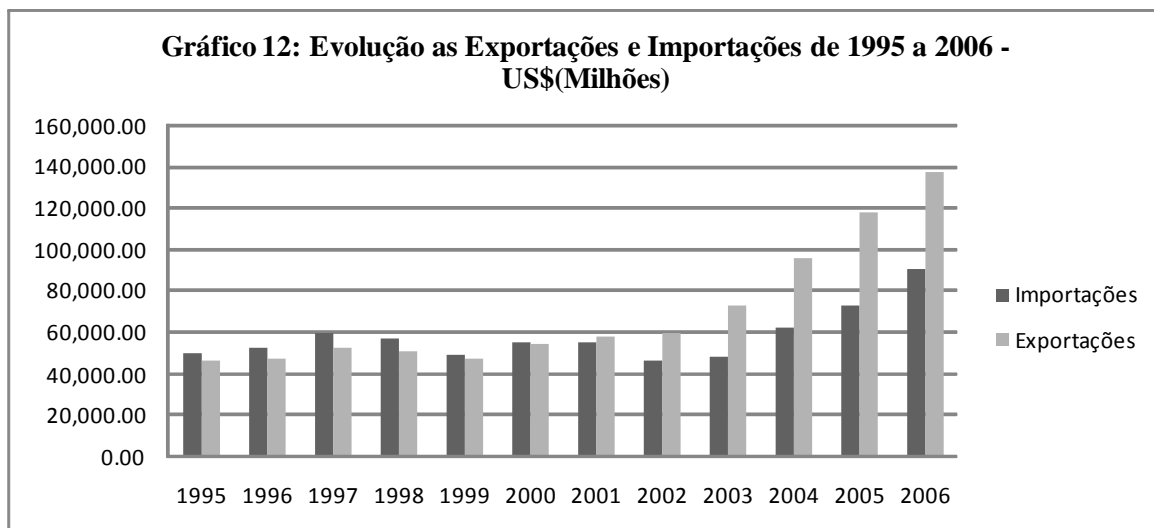
De acordo com a tabela 4, pode-se evidenciar o aumento em valor absoluto do crédito no período de 1995 a 2006. Observa-se que o crédito ao setor privado teve seu valor triplicado ao mesmo tempo em que o crédito a pessoa física teve um aumento extraordinário nesses 11 anos de análise. Percebe-se que, ano a ano, o crédito aumentou muito decorrente da facilidade de sua obtenção principalmente, crédito à pessoa física. Como pode ser visto no gráfico 11, de 1996 para 1997 o crédito à pessoa física aumentou em 67% . Outro valor considerável foi o aumento de 45% em 2001 e 42% em 2005. O crédito à indústria também apresentou um aumento considerável, tendo seu valor quase triplicado.



Fonte: FEBRABAN

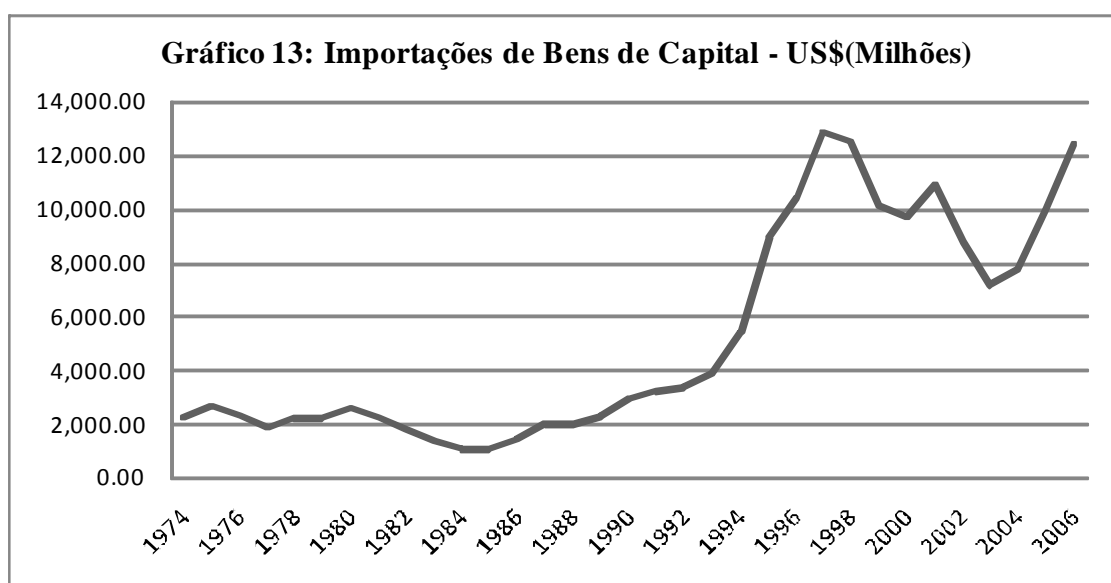
O ano de 2003 foi primordial para esse crescimento no país por dois motivos: confirmação de que não haveria alteração na política econômica do novo governo e menor volatilidade macroeconômica como resultado de uma melhora das contas externas (num contexto internacional favorável em termos de comércio exterior e também das boas condições de liquidez para os países emergentes). Esse cenário de menor volatilidade macroeconômica e de expectativa de redução da taxa de juros induziram os bancos a redefinirem suas estratégias priorizando o crédito. A ampliação do crédito à pessoa física teve ganho potencial devido a percepção otimista dos bancos quanto à recuperação do emprego e aumento da renda da população de forma geral. Outro fator incentivador ao crédito à pessoa física é os juros altos praticados, portanto resultando em maior rentabilidade para os bancos.

Com a redução da inflação e a valorização do Real, tem-se um aumento considerável de consumo e com isso aumento dos investimentos por parte das empresas devido às expectativas de aumento de consumo da população. O consumo final da população apresentou no período tendência de aumento. O melhor resultado foi de 1995 para 1996 na faixa de 21%. No período, o consumo final teve uma tendência média de aumento de 11% ano a ano. Esse resultado foi consequência de uma inflação média em torno de 7.03%. Com a taxa de câmbio valorizada entre 1995 e 1998, as importações superaram as exportações durante os primeiros anos pós Plano Real. Tem-se aí um reflexo de alto consumo da população de forma geral culminando em altíssimo aumento de crédito. O gráfico 12 ilustra tal comportamento:



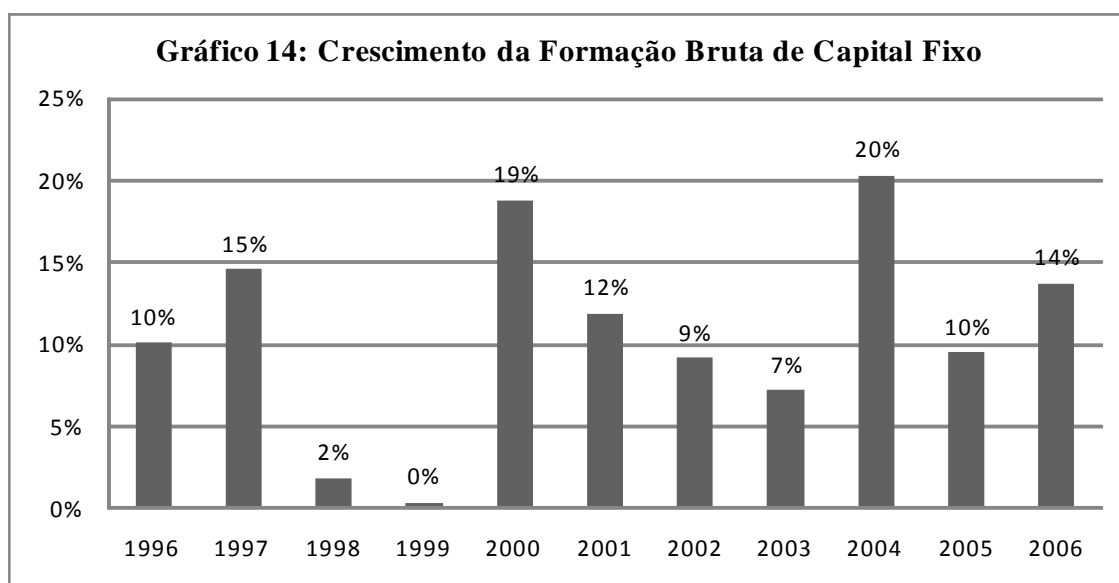
Fonte: FUNCEX

É importante destacar que todo aumento de consumo foi um ótimo incentivador para formação otimistas de expectativas dos investidores em bens de capital. No gráfico 13, foi feito um recorte maior de tempo para se observar a evolução das importações de bens de capital no período. Chama-se atenção para o fato de que após o Plano Real, no período de 1995 a 2006, o valor em dólares em importações de bens de capital teve um aumento significativo passando de US\$5M em 1994 para US\$12M em 1998. Isso mostra as expectativas dos investidores quanto ao aquecimento da economia e como isso se repercutiu na atividade financeira.



Fonte: FUNCEX

No período, a formação bruta de capital fixo triplicou, mostrando um crescimento ano a ano. O maior crescimento foi em 2000 e em 2004 em torno de 20%. Nesses anos, a taxa básica de juros selic se apresentou em um dos menores patamares no período analisado. Em 2000, a taxa selic chegou a 16.6% a.a, enquanto que em 2004 chegou a 15.8%. Por outro lado, 1998 e 1999, foram anos difíceis devido a iliquidez internacional gerada pela crise da Rússia e isso se refletiu no Brasil com a taxa selic de 44.95% em março de 1999.



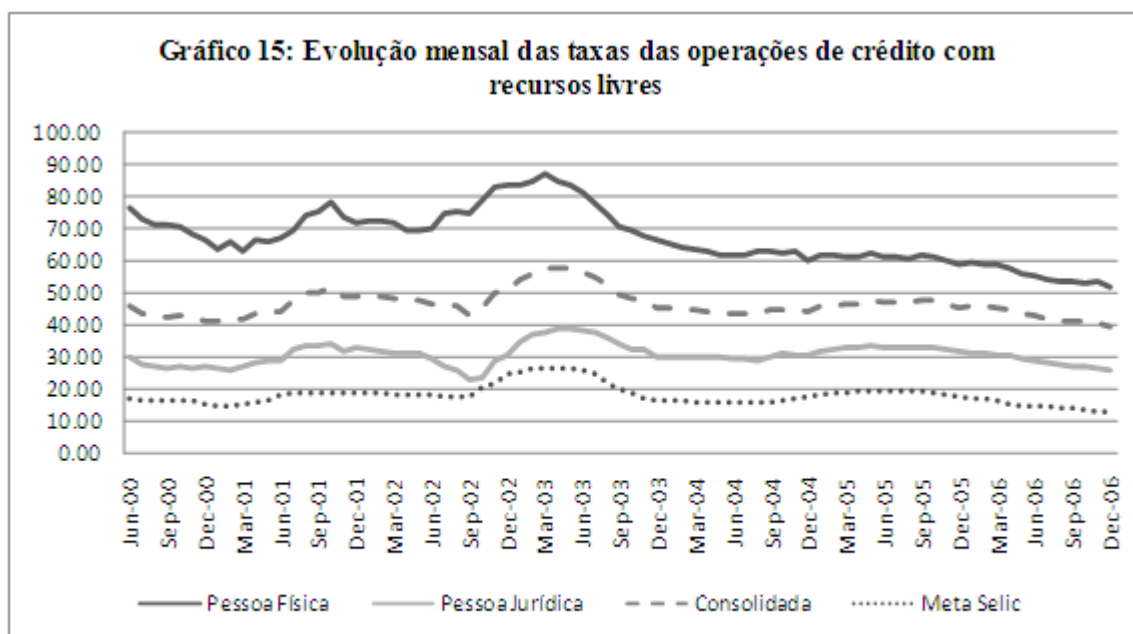
Fonte: IBGE

Outro fator importante para determinar um expressivo valor adicionado das empresas financeiras são as altas taxas de juros provocadas entre outros motivos por altos *spreads* bancários no Brasil. De acordo com Costa & Nakane (2004), o *spread* bancário é dado pela diferença entre a taxa de juros cobrada pelas instituições financeiras e o custo financeiro de captação dos recursos. Conforme metodologia do Banco Central do Brasil, tal custo pode ser aproximado pela CDB (Certificados de Depósito Bancário) baseada na trajetória da taxa Selic. Normalmente, a magnitude do *spread* bancário é associado à lucratividade do setor bancário, contudo vale destacar que um *spread* alto não significa alta lucratividade, pois o *spread* é a composição não somente do lucro como também dos diversos custos de operação, despesas administrativas, tributação e inadimplência.

Estudo realizado pelo Fórum Econômico Mundial em 2009 concluiu que o Brasil apresentou o segundo maior *spread* bancário do mundo ficando atrás de Zimbábue. No ano de 2000, iniciou-se uma relativa queda. Esta tendência coincide com o ambiente de maior estabilidade macroeconômica vivenciada no país. O *spread* em geral está associado ao desempenho da economia, sobretudo ao que se refere aos impactos e choques econômicos.

O *spread* bancário apresentado nos relatórios do Banco Central do Brasil correspondem ao segmento livre referenciado, que corresponde a parcela do mercado de crédito em que as taxas de juros são livremente pactuadas entre bancos e tomadores. Desse modo, os repasses do BNDES e crédito rural, por exemplo, não são incluídos. Estes são modalidades de crédito de recursos direcionados.

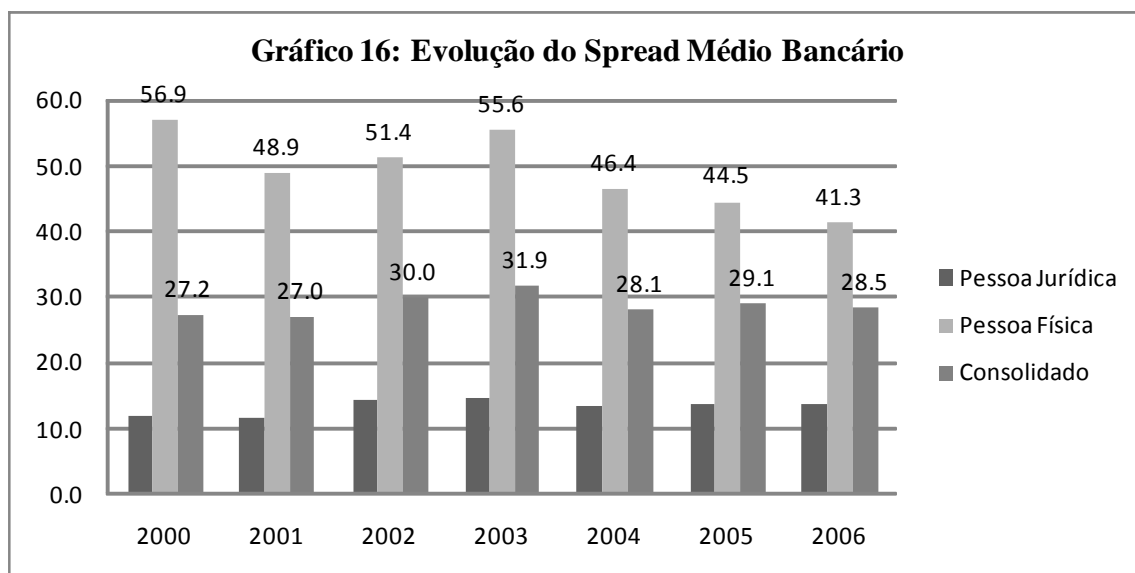
No gráfico 15, observa-se a evolução das taxas das operações de crédito com recursos livres entre 2000 e 2006. Em termos gerais, percebe-se a taxa selic bem abaixo no gráfico enquanto que as taxas de juros cobradas a pessoas físicas quase chegam a bater 90% em 2003. Percebe-se então que a diferença entre a taxa básica de juros e taxa realmente cobrada ao tomador referente ao *spread* bancário é extremamente grande. Conclui-se daí que o *spread* bancário brasileiro por ser alto contribui muito para a atividade financeira.



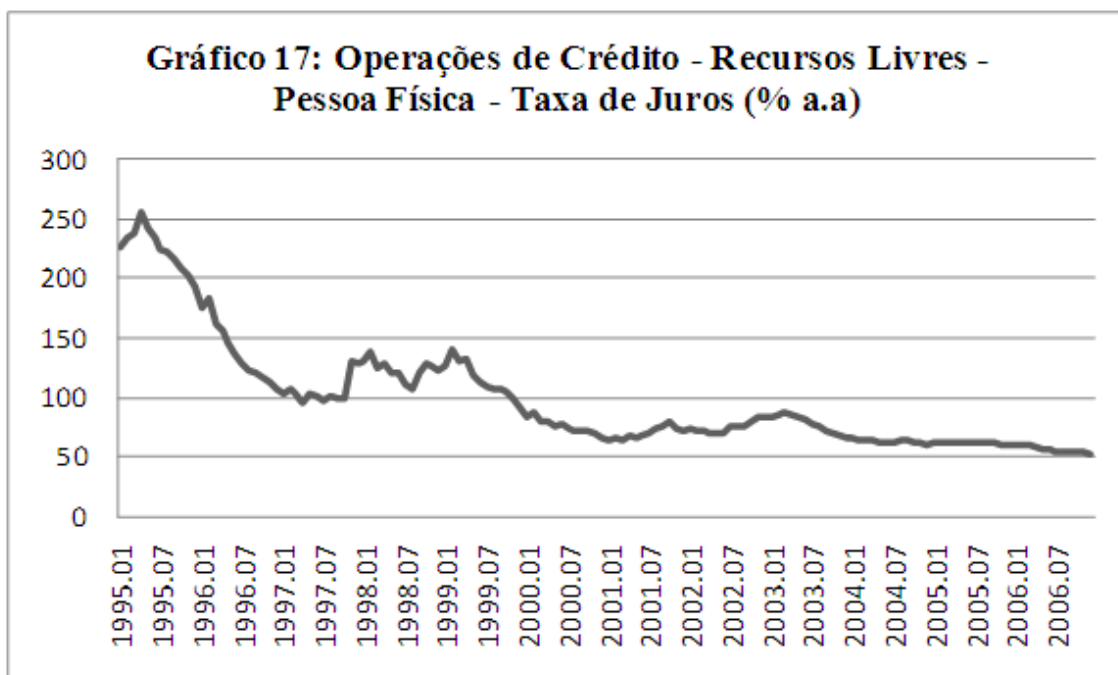
Fonte: FEBRABAN

O gráfico 16 mostra a evolução do *spread* bancário no país a partir de 2000. Conforme pode ser visto, os maiores *spreads* estão relacionados ao crédito destinado à pessoa física. Além de maiores, nota-se que o *spread* cobrado à pessoa física é mais volátil também. Essas características podem ser explicadas por três fatores: o custo para se emprestar tende a ser maior para a pessoa física; outro motivo é que a taxa de inadimplência é menor para pessoas jurídicas do que para pessoas físicas. Além disso, de acordo com Affonso, F & Koehler (2009) o mercado de financiamento para pessoas jurídicas são mais concorrenciais visto que as empresas, de forma geral, possuem conta-corrente em vários bancos, o que implica que o custo de se obter o histórico das empresas seja baixo implicando numa taxa final para as empresas menor que a taxa de pessoa física.

Conforme dito anteriormente, o crédito a pessoa física é um dos principais focos dos bancos de forma geral devido a essas altas taxas praticadas e portanto representando maior lucro. Conforme pode ser visualizado no gráfico 17. As taxas cobradas chegaram a 250% em abril de 1995 quando a taxa selic estava numa média de 43%. Percebe-se que com a estabilidade sustentável após o ano de 2000, essas taxas foram diminuindo.



Fonte: FEBRABAN



Fonte: Banco Central do Brasil

Freitas, A (2009) menciona que a taxa básica de juros está positivamente correlacionada ao spread, porque reflete a estabilidade econômica e as expectativas dos agentes quanto a isso. Quanto maior for a taxa selic, maior será a rentabilidade necessária para um projeto ser viável devido ao custo de oportunidade de se possuir títulos públicos. Esse fator faz com que os bancos se sintam atraídos por projetos mais arriscados associados à maior inadimplência e portanto adotando elevados *spreads*. Por isso, vê-se que com a taxa selic alta no Brasil, os bancos tiveram que aumentar muito a taxa de juros para tornar a intermediação financeira um projeto viável, caso contrário. Seria mais rentável para os bancos adquirir títulos públicos e esse investimento teria um risco reduzido dado o conceito de custo de oportunidade.

De acordo com dados da FEBRABAN, a composição do spread bancário prefixado entre 2001 e 2006 mostrou parcela significativa para o componente de inadimplência verificando-se uma percentual de 31,94%. Outro componente bem significativo foi margem líquida que ficou na faixa de 27,16%. Em seguida aparece os custos administrativos com 17,95% e impostos diretos com 14,82%. O componente margem líquida é importante para se compreender como os bancos, que são os maiores representantes das empresas financeiras, podem contribuir com elevado valor adicionado das empresas financeiras nesses onze anos analisados.

Sendo assim, de acordo com os dados analisados conclui-se que basicamente três principais fatores contribuíram na evolução da participação das empresas financeiras no PIB: 1) a estabilidade macroeconômica vivenciada após a adoção do plano real despertou expectativas otimistas gerando maiores investimentos e aumento do consumo resultante na melhora do mercado de trabalho e do poder aquisitivo. 2) outro fator foi o aumento de crédito visualizado no período decorrente do cenário econômico e da regulação do setor bancário 3) as altas taxas de juros finais provocado pelos altos *spreads*.

CONCLUSÃO

Conforme visto no capítulo I, A taxa de juros na concepção da teoria keynesiana é a recompensa para se abrir mão da liquidez, em outras palavras é o preço para reverter a riqueza em ativos ilíquidos. Na prática, dada uma taxa de juros, de acordo com a preferência pela liquidez e com a incerteza em relação ao futuro, os agentes irão converter sua riqueza em ativos líquidos (moeda) ou ilíquidos (máquinas equipamentos etc). A taxa de juros, na verdade irá sinalizar para os agentes qual o investimento é mais rentável: Investir em bens de capital ou em ativos financeiros. Quanto maior a taxa de juros, menor seria o investimento pois seria mais rentável investir em ativos financeiros.

O presente trabalho tinha como hipótese central a ideia de que a política monetária adotada nos período dos governos FHC e Lula de altas taxas juros provocassem nos agentes econômicos a necessidade de recompor seu portfólio de forma a diminuir os investimentos em máquinas e equipamentos passando a investir em ativos financeiros que lhes trariam maior retorno devido às altas taxas de juros vigentes no País. Em outras palavras as altas taxas de juros teriam contribuindo positivamente na evolução das Empresas Financeiras no PIB e negativamente para os Investimentos visto que de acordo com a teoria keynesiana a taxa de juros para se investir em ativos financeiros era mais atrativa que investir em bens de capital. Observando os dados expostos no Capítulo II, percebe-se que na verdade tal hipótese não pode ser corroborada no todo.

De fato, de 1995 a 2006, devido a necessidade de controlar a inflação, a taxa básica de juros no Brasil chegou a níveis exorbitantes na faixa de 43%. De acordo com a teoria acima, esperava-se que os agentes fossem investir em ativos financeiros e que o investimos em ativos ilíquidos diminuíssem, mas com a estabilização da Economia e o retorno da liquidez no mercado internacional, a população de forma geral teve seu poder aquisitivo aumentado provocado pela queda da inflação. Isso gerou na economia um aumento de consumo exponencial principalmente no que diz respeito a bens de consumo.

O aumento de consumo combinado a queda da inflação produziu uma onda de expectativas otimistas em relação a demanda por parte do investidores de forma geral. Isso fez com que as empresas investissem mais para atender a demanda que estava cada vez aumentando. De fato, de acordo com a teoria mencionada no presente trabalho se o agente econômico tem uma visão pessimista em relação ao futuro, provavelmente ele irá preferir “reter moeda” ao invés de comprometê-lo num possível investimento que não lhe trará

retorno. Toda tomada de decisão é pelo menos baseada em expectativas acerca do futuro. Os agentes econômicos ao decidirem sobre algum investimento baseiam-se em suas expectativas de comportamento da demanda. Eles não sabem de fato se essa demanda será efetiva, então a empresa se desenvolverá se houver percepção do seu ambiente externo.

No ambiente econômico, não basta apenas ter expectativas sobre determinado evento. É importante que haja certo grau de confiança relativo a essas expectativas. O grau de confiança irá, por sua vez, determinar o esforço a ser empenhado em determinado projeto ou investimento. Dessa forma, vê-se que quanto mais as expectativas de curto prazo se realizam, mais as expectativas de longo prazo se tornam confiáveis de modo a incentivar o agente econômico a investir. Os governos desse período de uma forma geral tentaram a estimular a confiança dos investidores na medida em que mostrava que suas ações eram previsíveis. Todos os três governos, principalmente após o Regime de Metas de Inflação, queriam deixar claro aos investidores que eles estavam comprometidos com a estabilidade econômica e isso provocou confiança nos agentes para investir.

A hipótese do presente trabalho não está equivocada no todo. De fato, apesar dos investimentos terem se elevado no período mesmo com as altas taxas de juros, as empresas financeiras também evoluíram muito no período como consequência da política monetária adotada no período. A participação das empresas financeiras no PIB se manteve constante, o PIB triplicou e o valor adicionado das Empresas Financeiras também. Isso foi reflexo do aumento do crédito para pessoa física e jurídica, aumento dos investimentos com base em otimistas expectativas e altos *spreads* bancários cobrados no Brasil.

O aumento do consumo provocou aumento nos investimentos e por consequência aumento do crédito para suprir as necessidades dos consumidores e investidores. Principalmente a partir de 2003, com o crédito consignado, vê-se um expressivo aumento do crédito a pessoa física. Os investidores também para suprir tal demanda necessitaram de muito crédito para fazer frente às expectativas mesmo com as taxas elevadas. É importante destacar que, apesar dos investimentos terem aumentado, se as taxas de juros não fossem tão elevadas no Brasil o investimento no período poderia ter sido maior.

Outro fator importantíssimo e que deve ser considerado para se falar evolução das Empresas Financeiras são os altos *spreads* cobrados no Brasil. O *spread* apesar de apresentar relativa queda, ainda se encontra em patamares elevados. O nível de *spread* está diretamente ligado a estabilidade econômica do país, grau de confiança e nível de

inadimplência. Apesar dos grande parte dos *spreads* ser composta por tributos, despesas administrativas e outros custo o lucro dos bancos também representa uma parcela significativa, o que ajudou muito na participação financeira no PIB principalmente após o aumento do crédito no Brasil.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICA.

AFONSO, J. R. & KOHLER, M. *Evolução e Determinantes do Spread Bancário no Brasil*. Brasília: Centro de Estudos da Consultoria, 2009.

BAER, W. *A Economia Brasileira*. (Edite Sciulli, trad.). São Paulo: Nobel, 2009. (trabalho original publicado em 1995)

BANCO CENTRAL DO BRASIL, 1999. *Juros e Spread Bancário no Brasil*: avaliação de 1 ano de projeto. Disponível em < <http://www.bcb.gov.br>>, acessado em 10/09/2010

BRESSER-PEREIRA, L. C. *Maroconomia do Brasil Pós 1994*. Textos para Discussão 131. Setembro.2003. Disponível em < <http://www.eesp.fgv.br/upload/publicacao/202.pdf>> acessado em 25/06/2004.

_____. *Macroeconomia Pós-Plano Real: As Relações Básicas*. In: SICSÚ, J. [et al], *Novo Desenvolvimentismo: Um Projeto Nacional de Crescimento com Equidade Social*. Barueri: Manole; Rio de Janeiro. Disponível em < <http://www.bresserpereira.org.br/papers/2005/78-MacroPosPlanoReal.pg.pdf>>, acessado em 24/06/2009.

CARVALHO, F.J.C. *Teoria e Política Monetárias: Uma Visão Pessoal Sobre Uma Relação Difícil*. Dezembro. 2004. Disponível em <<http://www.uff.br/revistaeconomica/v6n2/cardim.pdf>>, acessado em 24/04/2010.

_____[et al]. *Economia Monetária e Financeira: teoria e política*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

_____, *Impactos fiscais da Crise Energética Elétrica: 2001 e 2002*. Agosto. 2001. Texto para Discussão n 816. Disponível em < http://www.ipea.gov.br/pub/td/td_2001/TD816.pdf> , Acessado em 24/06/2010.

CASTANHAR, J. C. *Política Económica no Primeiro Ano de Governo Lula: Os Desafios da Transição e as Alternativas para o Futuro*. Disponível em < <http://www.ebape.fgv.br/novidades/pdf/castanhar.pdf>>, Acessado em 12/02/2009.

CONSIDERA, C. M.; FILGUEIRAS, H. V & RAMOS, R. O.. *Macroeconomia I: As contas nacionais*, Ed UFF, 2009.

FILGUEIRAS, L & GONÇALVES, R. *A Economia Política do Governo Lula*. São Paulo, Cotraponto, 2007.

FILGUEIRAS, L & PINTO, E. C. *Governo Lula: Contradições e Impasses da Política Económica*. Disponível em < http://www.ie.ufu.br/ix_enep_mesas/Mesa%2026%20-%20Economia%20Brasileira%20Contemporanea%20III/GOVERNO%20LULA%20CONTRADI%20C3%87%C3%95ES.pdf>, Acessado em 15/04/2010.

FILHO, F. F (Org). *Teoria Geral, Setenta Anos depois: Ensaio sobre Keynes e Teoria Pós-Keynesiana*. Porto Alegre: Editora da UFRGS, 2006.

GIAMBIAGI, F. *Um Cenário para a Economia Brasileira com Permanência da Austeridade Fiscal e Redução da Vulnerabilidade Externa*. Rio de Janeiro, *Textos para Discussão* 98. Abril. 2003.

GIAMBIAGI, F... [et al]. *Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

IBGE. *Sistema de Contas Nacionais – Brasil Referência 2000. Setores Institucionais*. Nota Metodológica N8. Disponível em <http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/pib/pdf/08_setoresinstitucionais.pdf>, Acessado em 16/05/2009.

INSTITUTO DE PESQUISA E ECONOMIA APLICADA. 1997. *O Plano Real e Outras Experiências Internacionais de Estabilização*. Brasília: IPEA/CEPAL. Disponível em <<http://www.ipea.gov.br/pub/livros/planoreal.pdf>>, Acessado em 16/05/2009.

LEMOS, André Terrana. *Formação da Taxa Básica de Juros: Revisão Teórica e Análise Empírica do Caso Brasileiro no Período Pós-Real*. 2008. Dissertação de Mestrado, Instituto de Economia, UFRJ, Rio de Janeiro.

LIMA, T. G., [et al]. *Decisões Empresariais Em Uma Economia Monetária de Produção*. In: *Macroeconomia do Emprego e da Renda: Keynes e o Keynesianismo*. Rio de Janeiro: Campos, 2002.

LIMA, G. T. & SICSÚ, J. (Orgs). *Macroeconomia do Emprego e da Renda: Keynes e o Keynesianismo*. Barueri, São paulo: Manole, 2003.

MONTEIRO, J. E. D. *Regime de Metas de Inflação: Teoria e Prática*. 2006. Tese (Doutorado em Economia), Instituto de Economia, UFRJ, Rio de Janeiro.

OLIVEIRA, G. & TUROLLA, F. *Política Econômica do Segundo Governo FHC: Mudanças em Condições Adversas*. Novembro. 2003. Disponível em <<http://www.fflch.usp.br/sociologia/temposocial/site/images/stories/edicoes/v152/v15n2a07.pdf>>, Acessado em 16/05/2009.

OREIRO, J.L. *Economia Pós-Keynesiana: Origem, Programa de Pesquisa, Questões Resolvidas e Desenvolvimento Futuros*. Janeiro. 2006. Disponível em <http://www.economiaetecnologia.ufpr.br/textos_discussao/texto_para_discussao_ano_2006_texto_03.pdf>, acessado em 12/03/2009.

_____. (2001) *Taxa de Juros, Preferência pela Liquidez e Fundos de Empréstimo: Uma Análise Crítica das Tentativas de Demonstração da Equivalência entre a Teoria dos Fundos de Empréstimos e de Preferência pela Liquidez*. Rio de Janeiro. 2001. *Revista de Economia Política*, vol.21, n 2 (82), abril-junho/2001.

SICSÚ, J. *Políticas Não Monetárias de Controle a Inflação: Uma Abordagem Pós-Keynesiana*. In: _____. *Emprego, Juros e Câmbio: Finanças Globais e Desemprego*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 93-112.

_____. *Teoria e Evidências do Regime de Metas Inflacionárias*. In: _____. *Emprego, Juros e Câmbio: Finanças Globais e Desemprego*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 211-263.

_____. *Emprego, Juros e Câmbio*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

_____. *Reputação das Autoridades Monetárias e Credibilidade das suas Políticas: uma abordagem Pós-Keynesiana*. Abril. 1997. Disponível em <http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/reputacao_das_autoridades_monetarias.pdf>, acessado em 29/10/2009.

ZENDRON, Patricia. *Instituições Bancárias, Concessão de Crédito e Preferência pela Liquidez: Três Ensaio na Perspectiva Pós-Keynesiana*. 2006. Tese (Doutorado em Economia), Instituto de Economia, UFRJ, Rio de Janeiro.