

A taxa SELIC - o que é, como funciona e outras considerações (Parte 2)

No **artigo anterior** explicamos todo o mecanismo de determinação da SELIC. Alguns leitores mandaram e-mails pedindo explicações mais detalhadas sobre o que é CDI, Fundos DI, Renda Fixa e a relação que a SELIC tem com tudo isso.

Uma ótima oportunidade para explicar alguns detalhes adicionais do mercado interbancário, bem como as consequências práticas que tudo isso gera para você, usuário do sistema bancário.

Os CDIs

Como explicado anteriormente, os bancos utilizam o mercado interbancário para manter suas reservas em níveis determinados pelo governo. Nesse processo, os bancos fazem empréstimos entre si utilizando títulos públicos como colateral.

Entretanto, uma dúvida pode surgir: se esses empréstimos têm a duração máxima de 1 dia, determinada por lei, o que acontece quando um banco precisa de empréstimos por mais de 1 dia? Mais ainda: e se, no extremo, um banco estiver precisando de um empréstimo interbancário, mas estiver sem títulos públicos? Seria ele obrigado a recorrer ao redesconto?

Nesses casos - e não apenas nesses casos, mas a todo momento - os bancos podem emitir um Certificado de Depósito Interbancário (CDI). Um CDI nada mais é que um título que um banco lança com o intuito de levantar dinheiro para suas necessidades. Nesse caso, enfatiza-se, não se trata de um título do Tesouro; trata-se de um título privado. E esses títulos têm a vantagem de permitir prazos de empréstimos interbancários mais dilatados.

E daí? Isso é importante?

Importante, é. Aliás, muito importante. Porém, como veremos mais abaixo, não muda praticamente nada do raciocínio que foi desenvolvido até aqui.

Fundos DI e Renda Fixa

Quando você deposita seu dinheiro no banco, você pode destiná-lo à caderneta de poupança, a um fundo de Renda Fixa ou aos Fundos DI.

A poupança não mexe com títulos de qualquer espécie. Seus juros são determinados pelo governo. Via de regra, a remuneração é de 0,5% ao mês mais a variação de um índice chamado TR (Taxa Referencial), que por sua vez é calculada a partir da SELIC. Pouparei o leitor da chateação dos cálculos, até porque são desimportantes. O que deve ser entendido é que a poupança tem renda determinada pelo governo e não envolve aplicação em títulos.

Um fundo de Renda Fixa investe em títulos públicos com taxas pré-fixadas, como as LTNs e as NTNs. (Ele também investe em títulos privados, seja de bancos ou empresas, mas isso agora não vem ao caso).

Já os Fundo DI (DI significa Depósitos Interfinanceiros) aplicam a maior parte do seu patrimônio em títulos públicos com taxa pós-fixada, como as LFT.

E qual a relação entre SELIC, CDI, Renda Fixa e Fundos DI?

Bom, sabemos que a SELIC é a taxa de juros no mercado interbancário resultante de operações envolvendo títulos públicos. Já as operações envolvendo CDIs resultam na taxa conhecida como CDI *overnight* - ou CDI *over*. A operação é exatamente a mesma (mercado interbancário), só que com títulos privados (nesse caso, títulos emitidos pelos próprios bancos). Ademais, o cálculo da taxa se baseia nas operações realizadas entre instituições de conglomerados diferentes (Extra-Grupo: bancos de redes diferentes), desprezando-se as demais (Intra-Grupo: bancos da mesma rede).

Grosso modo, pode-se dizer que a $SELIC = CDI + \text{um } spread \text{ mínimo}$. A diferença entre ambas dificilmente é superior a 0,04 ponto percentual. Ou seja: a taxa SELIC é praticamente idêntica à CDI.

Entretanto, é a taxa CDI que serve de referência para a remuneração dos fundos DI e fundos de Renda Fixa; ela é o parâmetro para avaliar a rentabilidade desses fundos.

Traduzindo tudo: enquanto a SELIC é taxa de juros utilizada pelo Banco Central para gerenciar toda a economia (o Banco Central nada mais é do que uma agência de planejamento econômico, uma autêntica GOSPLAN), a taxa CDI é utilizada pelos fundos de investimento dos bancos para aferir a rentabilidade de suas carteiras. A SELIC é resultado das operações com títulos do governo; a CDI é resultado da negociação entre os bancos. E como o Banco Central pode interferir na primeira, a consequência prática é que a segunda está diretamente relacionada à primeira. Ao fim e ao cabo, ambas são praticamente iguais.

Toda essa bagunça foi apenas para esclarecer que a CDI serve, no economês, como *benchmark* (referência) para os fundos DI e Renda Fixa. Um gestor de fundos opera de olho na CDI, e não necessariamente na SELIC. Só que a CDI, por sua vez, tende a ser igual à SELIC. Confuso? Bom, em defesa do Instituto Mises Brasil, jamais dissemos que o atual sistema financeiro, totalmente baseado no intervencionismo estatal puro e no papel-moeda fiduciário, fazia algum sentido.

Você e o Sistema Bancário

Superados todos esses tecnicismos chatos, vamos para a parte prática.

Suponha que os planejadores econômicos do Banco Central decidam que a economia está muito aquecida e que os riscos inflacionários são altos (o fato de que a inflação generalizada é algo que só pode ocorrer por causa do próprio banco central, que tem o monopólio da emissão monetária, e que, portanto, o banco central se auto intitular o guardião da moeda é um paradoxo monstruoso, é algo que não será mencionado aqui em momento algum, por pura pudicícia).

Os planejadores centrais irão então se reunir no Conselho de Política Monetária (COPOM) para fazer o ajuste fino na economia (o fato de que isso é idêntico ao que se fazia na URSS também não será mencionado aqui, por uma questão de delicadeza). Após rodarem seus modelos econométricos - e jurar que ali estão incluídas todas as variáveis importantes da economia -, os clarividentes irão determinar, através de uma votação estilo "levanta a mão!", em quanto os juros deverão ser aumentados.

Decidida a nova taxa, o Banco Central irá, no dia seguinte, fazer as operações de mercado aberto (*open market*) necessárias para atingir essa nova SELIC. Como a decisão foi pelo aumento dos juros, então o BC irá *vender* títulos públicos. Ao fazer isso, as reservas bancárias diminuem e os preços dos títulos caem. Você pode interpretar essa queda dos preços dos títulos de duas formas: aumento da oferta de títulos e/ou diminuição da quantidade de dinheiro para comprá-los.

Como os bancos agora têm menos reservas, os juros do mercado interbancário (tanto para títulos públicos quanto para CDIs) irão subir. Isso faz com que os bancos tenham menos dinheiro disponível para empréstimos para pessoa física e jurídica, o que causa um aumento dos juros para esta modalidade de empréstimo.

Na prática, ocorre o seguinte: como os bancos são meros intermediadores financeiros, eles não investem dinheiro próprio (afinal, o dinheiro, na teoria, é seu e não deles). Logo, quando ocorre um aumento da SELIC - o que significa que o Banco Central está vendendo títulos -, os bancos comerciais irão, obviamente, comprar estes títulos com o seu dinheiro que foi lá depositado. O dinheiro irá para o Banco Central e lá será "deletado" (lembre-se que nessas operações ocorre uma redução do nível das reservas compulsórias). Portanto, houve uma diminuição da quantidade de dinheiro na economia.

Com menos dinheiro no sistema, os bancos que lançam seus CDIs para conseguir dinheiro também têm de pagar juros mais altos sobre eles. O dinheiro que esses bancos arrecadam ao lançar seus CDIs também será emprestado para a economia real a um preço (juro) maior. Dessa forma, um aumento da taxa básica de juros pelo Banco Central aumenta os juros de toda a economia.

Até aqui, nada de novo.

Mas e você que tem conta em banco? Como isso lhe afeta?

Bom, esses títulos públicos que agora estão em posse dos bancos, passarão a ser comercializados entre si no mercado interbancário, ao lado também dos CDIs. Os juros a que eles (títulos públicos e CDIs) serão emprestados no interbancário será agora maior.

Se você tiver dinheiro aplicado em Fundos DI, um aumento da SELIC ser-lhe-á extremamente benéfico. Afinal, fundos DI investem maciçamente em LFTs, que são títulos públicos pós-fixados e que variam de acordo com a SELIC. Se você tiver dinheiro aplicado em Renda Fixa, o preço dos seus papéis caiu (como explicado no artigo anterior: juros sobem, preços dos títulos caem). Diz-se, nesse caso, que houve uma perda de riqueza para os proprietários desses títulos - afinal, o preço de seus ativos caiu. Porém, não houve uma perda de renda, já que os juros são pré-fixados e pagos pelo Tesouro. Se

you *comprar* esses papeis, you terá com eles um rendimento maior do que terão aquelas pessoas que os possuíam antes da alteração dos juros (afinal, os juros pagos pelo Tesouro são constantes, mas you comprou o papel por um preço menor). Se you *não* vender esses papeis, sua renda não será afetada, embora sua riqueza tenha, sim, diminuído.

Isso significa que, ao contrário do que dizem, um aumento dos juros não necessariamente favorece aqueles a quem Ciro Gomes chama de "rentistas". O aumento dos juros irá favorecer apenas (1) quem possui LFTs, (2) quem possui aplicações na caderneta de poupança, e (3) aqueles que comprarem esses papeis no mercado secundário, agora a um preço menor.

Todo o resto ou fica na mesma ou perde. (Quando ocorre uma diminuição dos juros, o efeito é exatamente inverso).

Com isso, agora podemos entender por que as políticas monetárias anteriores ao Real jamais funcionavam no Brasil. Naquela época, a maior parte de dívida pública estava na forma de LFTs, que pagam juros de acordo com a SELIC. Assim, quando a SELIC aumentava, os portadores desses títulos obtinham um aumento imediato de renda, o que gerava o efeito oposto daquele tencionado pelo aumento dos juros, que era o de contrair a demanda. Da mesma forma, ganhavam aqueles que tinham aplicações na caderneta de poupança. Ou seja, no Brasil, uma política monetária teoricamente restritiva acabava gerando um aumento na demanda. E mais engraçado ainda: um aumento nos juros levava a um aumento da oferta monetária, por causa do pagamento das LFTs.

A Explicação Acadêmica

Faço aqui um pequeno paralelo apenas para explicar como a Academia explica o efeito dos juros sobre a economia. A explicação dada acima é aquela que, a nosso ver, é a mais sensata. Porém, os universitários gostam de embromar um pouco, e sempre criam explicações mais convolutas sobre como o mecanismo da manipulação dos juros afeta toda a economia. É mais ou menos assim.

Quando o BC eleva a SELIC (que é uma taxa de juros de curto prazo), isso induz as pessoas e as empresas a venderem seus títulos públicos de longo prazo para comprarem títulos de curto prazo (isso chama-se arbitragem). Essa fuga dos títulos de longo prazo faz com que seus preços caiam e seus juros subam. Como os preços desses títulos caíram, há uma perda de riqueza para os proprietários desses títulos.

É aí que entram em cena as teorias de Modigliani, Brumberg e Friedman. Essas teorias dizem que os gastos de consumo dependem tanto da renda proporcionada pelo capital humano (renda do trabalho) quanto da renda proporcionada pelo estoque de riqueza não-humana. Assim, se o indivíduo fica mais rico porque o valor de mercado de sua riqueza não-humana aumentou, então ele vai consumir mais. Se sua riqueza não-humana diminuiu, então ele irá consumir menos.

Portanto, quando o BC aumenta a SELIC, a arbitragem dos agentes econômicos faz com que os juros de longo prazo também subam. Isso irá não só provocar uma queda na demanda de investimentos, estoques e bens duráveis - como casas e automóveis -, como também irá

provocar uma perda de riqueza para os proprietários da dívida pública. E essa perda de riqueza faz com que os gastos sejam contraídos.

É um tanto difícil crer nessa última parte por dois motivos:

1) As pessoas - tanto físicas quanto jurídicas - apenas depositam seu dinheiro no banco; elas não raciocinam que, "ah, se os juros subiram, os títulos nos quais estou investido tiveram uma queda de preço, o que significa que estou mais pobre". Não. A maioria se mantém nos títulos públicos como forma de poupança, e não para fins de especulação diária.

2) Aquelas que praticam especulação diária com títulos públicos - e que, logo, raciocinam da forma acadêmica - não compõem de modo algum o grosso do setor produtor e/ou consumidor da economia, de forma que suas ações dificilmente gerariam grandes impactos macroeconômicos, como pretende a teoria.

Enfim, esse tópico foi apenas para mostrar como a academia explica o mecanismo de influência da taxa básica de juros.

Por que os Juros São Altos no Brasil?

A pergunta que ninguém, e ao mesmo tempo todo mundo, responde.

Até agora estivemos trabalhando com as taxas de juros do mercado interbancário, a SELIC, que atualmente está em 8,65% (a meta é de 8,75%) ao ano.

Porém, isso quase nada significa quando se sabe que as taxas de juros para pessoa física estão em 130,58% ao ano e para pessoa jurídica, 61,22% ao ano (dados de julho).

Também se observa constantemente que, quando a SELIC cai, as outras taxas de juros caem numa proporção muito menor. Ou seja, a SELIC praticamente pouco influencia as outras taxas de juros da economia, que são as que realmente importam. Por que isso ocorre?

Existem várias explicações, porém as mais plausíveis são:

1) **Pouca concorrência no setor bancário.** As regulamentações criadas pelo próprio Banco Central impedem o fácil estabelecimento de novas redes bancárias, que trariam mais concorrência para os grandes bancos já estabelecidos. Como todo cartel, o sistema bancário também é um cartel que se sustenta apenas por causa do estado. Os bancos, ao contrário do que se diz, adoram ser controlados e regulados pelo Banco Central, pois é este quem lhes protege de qualquer possibilidade de concorrência.

2) **Judiciário leniente com o devedor.** No Brasil parece valer a máxima "devo, não pago; nego enquanto puder". O calote virou uma instituição protegida judicialmente, pois aqui se segue a filosofia marxista de que o credor é um ente espoliativo e malvado e o devedor é o coitado desinformado que contraiu uma dívida involuntariamente. Sendo assim, por uma questão de 'justiça social', deve-se manter o credor despido de suas posses e o devedor no pleno gozo delas. Parece que é preciso ter um Ph.D em sociologia para não perceber que esse arranjo corresponde a um roubo, pura e simplesmente. A solução mais prática e viável - e que justamente por isso ninguém quer adotar - é permitir a alienação fiduciária (ou

reintegração de posse) em todas as modalidades de empréstimos. Atualmente ela existe para o financiamento de carros. E, não por coincidência, trata-se um mercado em que juros são dos mais baixos. Não é algo difícil de entender. Se A empresta seu dinheiro (sua propriedade) para B, que utiliza esse dinheiro para comprar um apartamento e não devolve a A o valor combinado, então B roubou A. E se o apartamento comprado por B foi comprado com a propriedade de A, então A é o dono legal desse apartamento. A tem o direito de tomá-lo quando quiser. E é isso que a justiça brasileira não permite. Munido de um bom advogado, B pode tranquilamente usufruir uma boa cobertura em Ipanema utilizando a propriedade de A - tudo em nome da justiça social.

(Nos EUA existe a profissão do *Repo Man*, que é o sujeito contratado para reaver os bens não pagos).

3) **Governo.** O maior devedor da economia brasileiro é o estado. Como ele não consegue financiar todas as suas atividades meramente por meio da arrecadação de impostos, ele precisa recorrer aos empréstimos bancários. (No primeiro artigo explicamos o processo de lançamento de títulos pelo Tesouro). E como o Tesouro faz isso com constância, os bancos direcionam boa parte do depósito de seus clientes para a compra desses títulos. Logo, o dinheiro que poderia ir para o setor produtivo na forma de crédito, acaba sendo sugado para o setor não produtivo na forma de empréstimos que serão pagos via impostos ou via mais empréstimos. Ou seja: o governo se endivida para pagar dívidas antigas (o que se chama 'rolar a dívida'). Com um estado tão inchado e glutão, é realmente difícil sobrar dinheiro para o setor produtivo da economia. O pouco que sobra é encarecido tanto pela lei da oferta e demanda quanto pelos dois itens acima. Aí fica difícil.

Ah, sim, o leitor mais atento provavelmente já concluiu o óbvio: se não existissem títulos públicos, isto é, se o governo não se endividasse, não haveria como o Banco Central fazer política monetária. Não haveria como o Banco Central estipular juros. Não haveria como o Banco Central planejar a economia. Os bancos comerciais teriam de concorrer entre si para fornecer empréstimos ao setor produtivo da economia. Somente assim eles conseguiriam obter algum lucro. Atualmente eles não precisam recorrer a essa faina inglória, pois podem apenas aplicar em títulos públicos (100% seguros, garantidos pelo governo) e acender o charuto. Os juros para pessoas físicas e jurídicas inevitavelmente seriam menores. Haveria, enfim, um genuíno livre mercado.

Concluindo

No próximo texto (e eu juro ao bondoso leitor que será o último da série), terminada a parte técnica, vamos discutir a polêmica questão do "nível da SELIC". Ela é alta? Sempre foi? Tinha como não ser? Uma política monetária austera realmente exige juros altos ou é possível ter juros baixos e pouca inflação de preços? Trata-se do debate infundável entre keynesianos, monetaristas e austríacos.