

**FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
INSTITUTO SUPERIOR DE ADMINISTRAÇÃO E ECONOMIA
MBA EM GESTÃO FINANCEIRA, CONTROLADORIA E
AUDITORIA**

**COMO A POLÍTICA MONETÁRIA INFLUENCIA A NECESSIDADE DE CAPITAL
DE GIRO DAS EMPRESAS**

**CURITIBA
2014**

**FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
INSTITUTO SUPERIOR DE ADMINISTRAÇÃO E ECONOMIA
MBA EM GESTÃO FINANCEIRA, CONTROLADORIA E
AUDITORIA**

ZORLEI MARCOS KARPINSKI

**COMO A POLÍTICA MONETÁRIA INFLUENCIA A ADMINISTRAÇÃO DO
CAPITAL DE GIRO DAS EMPRESAS**

**CURITIBA
2014**

ZORLEI MARCOS KARPINSKI

**COMO A POLÍTICA MONETÁRIA INFLUENCIA A ADMINISTRAÇÃO DO
CAPITAL DE GIRO DAS EMPRESAS**

Trabalho de conclusão de curso apresentado como requisito parcial para obtenção do título de especialista em Gestão Financeira, Controladoria e Auditoria, do MBA em Gestão Financeira, Controladoria e Auditoria, do Instituto Superior de Administração e Economia da Fundação Getúlio Vargas.
Orientador: Prof. Mestre Gianfranco Muncinelli

**CURITIBA
2014**

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
PROGRAMA FGV MANAGEMENT
MBA EM GESTÃO FINANCEIRA, CONTROLADORIA E
AUDITORIA

O Trabalho de Conclusão de Curso

“Como a Política Monetária Influencia a Administração do Capital de Giro das Empresas”

elaborado por Zorlei Marcos Karpinski

e aprovado pela Coordenação Acadêmica do MBA em Gestão Financeira, Controladoria e Auditoria, foi aceito como requisito parcial para obtenção do certificado do curso de pós-graduação, nível de especialização, do Programa FGV Management.

Curitiba, 01 de Outubro de 2014

José Carlos Abreu

Coordenador

Gianfranco Muncinelli

Professor Orientador

TERMO DE COMPROMISSO

O aluno Zorlei Marcos Karpinski, abaixo assinado, do curso MBA em Gestão Financeira, Controladoria e Auditoria, do Programa FGV Management, realizado nas dependências do Instituto Superior de Administração e Economia, ISAE/FGV, no período de 01/03/2013 a 05/10/2014, declara que o conteúdo do trabalho de conclusão de curso intitulado “Como a Política Monetária Influencia a Administração do Capital de Giro das Empresas” é autêntico, original e de sua autoria.

Curitiba, 01 de Outubro de 2014

Zorlei Marcos Karpinski

Sumário

1.	INTRODUÇÃO	1
2.	REFERENCIAL TEÓRICO	3
2.1	Política Monetária	3
2.2	O Sistema Monetário e sua Operacionalidade.....	3
2.2.1	Moeda	3
2.2.2	Estrutura do Sistema Monetário Brasileiro, Objetivos e Instrumentos	4
2.2.2.1	O Papel do Banco Central e Seus Instrumentos.....	6
2.2.3	Objetivos da Política Monetária	8
2.2.4	Formação da Taxa de Juros	9
2.2.5	O Regime de Metas Para a Inflação	10
3.	CONJUNTURA ECONOMICA BRASILEIRA	11
3.1	A Política Monetária Adotada.....	11
3.1.1	Objetivos e Metas	12
4.	ANÁLISE FINANCEIRA DE EMPRESAS	13
4.1	Conceito de Finanças	13
4.2	Riscos e desequilíbrios	14
4.2.1	Risco	14
4.3	Custo do Capital	15
5.	COMO SE ADAPTAR A ESSA REGRA?	16
5.1	Ciclo Operacional.....	16
5.2	Ciclo Financeiro	18
5.3	Disponibilidade de Caixa.....	19
5.3.1	Capital de Giro	19
5.4	A NCG.....	20
6.	CONCLUSÃO	24
	REFERÊNCIAS	26

Listas de Ilustrações

Figura 1: Sistema Monetário Nacional	5
Figura 2: Ciclo Operacional	17
Figura 3: Ciclo Financeiro	18
Figura 4: Ciclo Operacional Consolidado	19
Figura 5: Causas para a NCG	20
Figura 6: Esboço Balanço Contábil	22

RESUMO

O presente trabalho trata da análise financeira de empresas, colocando em foco a política monetária e a administração de capital de giro, onde, através do entendimento e interpretação dos seus objetivos elaborados por parte das autoridades monetárias, será demonstrado à sistemática por traz da administração de capital de giro das empresas; Para tanto será analisada a teoria financeira da mesma e a análise de vários autores sobre o tema. Não se trata de um estudo estatístico, mas sim, da interpretação e entendimento baseado na exposição sobre o tema por vários autores, chegando à conclusão geral sobre a melhor forma de se administrar á necessidade de caixa das empresas, que não mais é do que o Ciclo Operacional favorável para a empresa, onde, hoje se tenta conseguir um equilíbrio econômico através do controle da demanda e da oferta na economia, fazendo uso da política monetária de juros altos, aliado de outros instrumentos de controle monetário, o que estrangula e aumenta o custo do capital pra empresas que venham por ventura a necessitar de capital de giro para bancar suas operações.

Palavras-chave: Política Monetária, Taxa de Juros, Economia, Finanças, Capital de Giro.

ABSTRACT

This paper deals with the financial analysis of companies, putting focus on monetary policy and the management of working capital, which, by understanding and interpretation of their goals developed by the monetary authorities will be shown behind the systematic administration of working capital of enterprises; For that will be analyzed in the same financial theory and analysis of various authors on the subject. This is not a statistical study, but rather, interpreting and understanding based on the exposure on the subject by various authors, arriving at general conclusions about how best to administer the necessity of corporate cash, which is no more than favorable operating cycle for the company, which today is trying to achieve an economic balance by controlling the supply and demand in the economy, using the monetary policy of high interest rates, combined with other instruments of monetary control, which strangles and increases cost of capital for companies that may perchance in need of working capital to fund its operations.

Keywords: Currency, Interest Rate, Economy, Finance, Working Capital Policy

1. INTRODUÇÃO

No contexto de uma economia aberta ao exterior e com globalização financeira, entra na pauta de discussão a importância das políticas econômicas de ajuste interno para o bem estar de uma nação. Quais ações dos agentes responsáveis pela política econômica teriam maior eficácia sem criar desequilíbrio com o setor produtivo? Visto de outro ângulo, quais são os efeitos das medidas de ajuste monetário trazem sobre o sistema financeiro e conseqüentemente para as finanças das empresas domiciliadas em um país? Vários modelos teóricos podem trazer o suporte necessário para se analisar as diversas combinações de políticas e cenários. Em especial destaca-se a política monetária que, nos tempos modernos é o único instrumento de política econômica, numa perspectiva de prioridade absoluta ao controle da inflação.

As hipóteses são formuladas através de premissas básicas da Política Monetária em uma economia aberta ao exterior, e o como ela afeta o custo do capital no mercado financeiro mudando muitos objetivos de administração do capital de giro das empresas, criando um conflito entre objetivos macroeconômicos e estabilidade social. Por exemplo, qual é a influência que a Política Monetária exerce sobre o sistema financeiro encarecendo o capital e mudando a maneira de como as empresas administram o seu capital de giro? Mais especificamente, avalia-se a hipótese de existir um descompasso entre os objetivos econômicos e a política monetária adota.

O objetivo geral do trabalho é demonstrar à maneira de como a política monetária afeta o sistema financeiro e o custo do capital para empresas que por ventura possam a ter problemas na administração do seu fluxo de caixa, ou seja, objetivos macroeconômicos especificamente a política monetária atuando na forma de como as empresas administram o seu capital de giro. Para tanto, expõem-se os conceitos e teoria por traz da política monetária, sua justificativa e eficácia, buscando a sua compreensão. Em seguida será abordada a teoria na visão de vários autores sobre o tema, descrevendo o panorama geral da situação econômica Brasileira. A combinação entre a taxa de juros com a política monetária e a maneira que ela afeta as finanças das empresas, atuando como instrumento de contração da economia e controle da inflação. Sendo assim, o objetivo específico é analisar e demonstrar a operacionalidade da política monetária, identificar sua estrutura e seus

instrumentos, a relação dela com as finanças das empresas através de sua necessidade de capital de giro e não por mais abordar e analisar o ciclo operacional e o como ela pode ajudar na geração de caixa evitando assim, capital oneroso.

Na primeira etapa do trabalho propõe-se uma abordagem teórica sobre economia monetária, a visão de vários autores sobre o tema e sua operacionalidade. Como segunda etapa, descrever um panorama geral sobre a situação econômica Brasileira e a política econômica adotada. Na terceira e quarta etapas determinar através de finanças, pela visão de vários autores, como que as empresas podem adaptar-se a essa “regra” evitando aumento de custos financeiros, tendo como última etapa do trabalho, demonstrar se é possível, adaptar-se à política monetária em vigor, no seu dia a dia, não comprometendo o capital investido pelos acionistas.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Política Monetária

No contexto de políticas econômicas que um governo pode adotar, destaca-se a política monetária, que, tem na guarda do valor da moeda um dos seus objetivos centrais, ajustando os seus meios de pagamentos às necessidades do país conforme destaca (SANDRONI, 2001, p.478), “essa adequação geralmente ocorre por meio de uma ação reguladora, exercida pelas autoridades sobre os recursos monetários existentes, de tal maneira que estes sejam plenamente utilizados”. O mesmo autor ainda destaca que o seu principal órgão executivo é o Banco Central que é a autoridade responsável pela emissão de moeda.

A política monetária é utilizada para controlar a taxa de juros através de seus sistemas de emissão de títulos públicos e intervenções no mercado aberto, evitando crises no Balanço de Pagamentos. O objetivo central da política monetária é o controle da inflação, tendo como outro objetivo da política monetária o de estímulo ao sistema produtivo, direcionando crédito aos setores da economia. As autoridades econômicas preferem utilizar a política monetária muitas vezes em detrimento de outras políticas, seja ela fiscal ou cambial, por ela ser mais eficaz e de resultados de curto prazo, não necessariamente precisando de aprovação junto ao legislativo do país.

Na seqüência será tratado com mais detalhes da sua operacionalidade, seus instrumentos e objetivos, tendo a visão de vários autores.

2.2 O Sistema Monetário e sua Operacionalidade

2.2.1 Moeda

Definimos moeda, como um objeto que atende a uma necessidade criada em virtude do trabalho, é a sua remuneração ou um meio de troca, sendo o facilitador de trocas entre os agentes econômicos. Em sua essência, moeda é como um meio de troca mais “líquido” nas transações em economia.

Dentro de um “território” econômico e monetário, os agentes recebem suas remunerações em moeda e podem, portanto, fazer planos mais flexíveis conforme destaca (CARVALHO, 2000, p.2):

A função de intermediário de trocas é uma função básica da moeda. Ao permitir que vendas e compras sejam feitas em datas diferentes, a moeda exerce a função meio de pagamento. A moeda possui além desta função, mais duas: unidade de contas e reservas de valor.

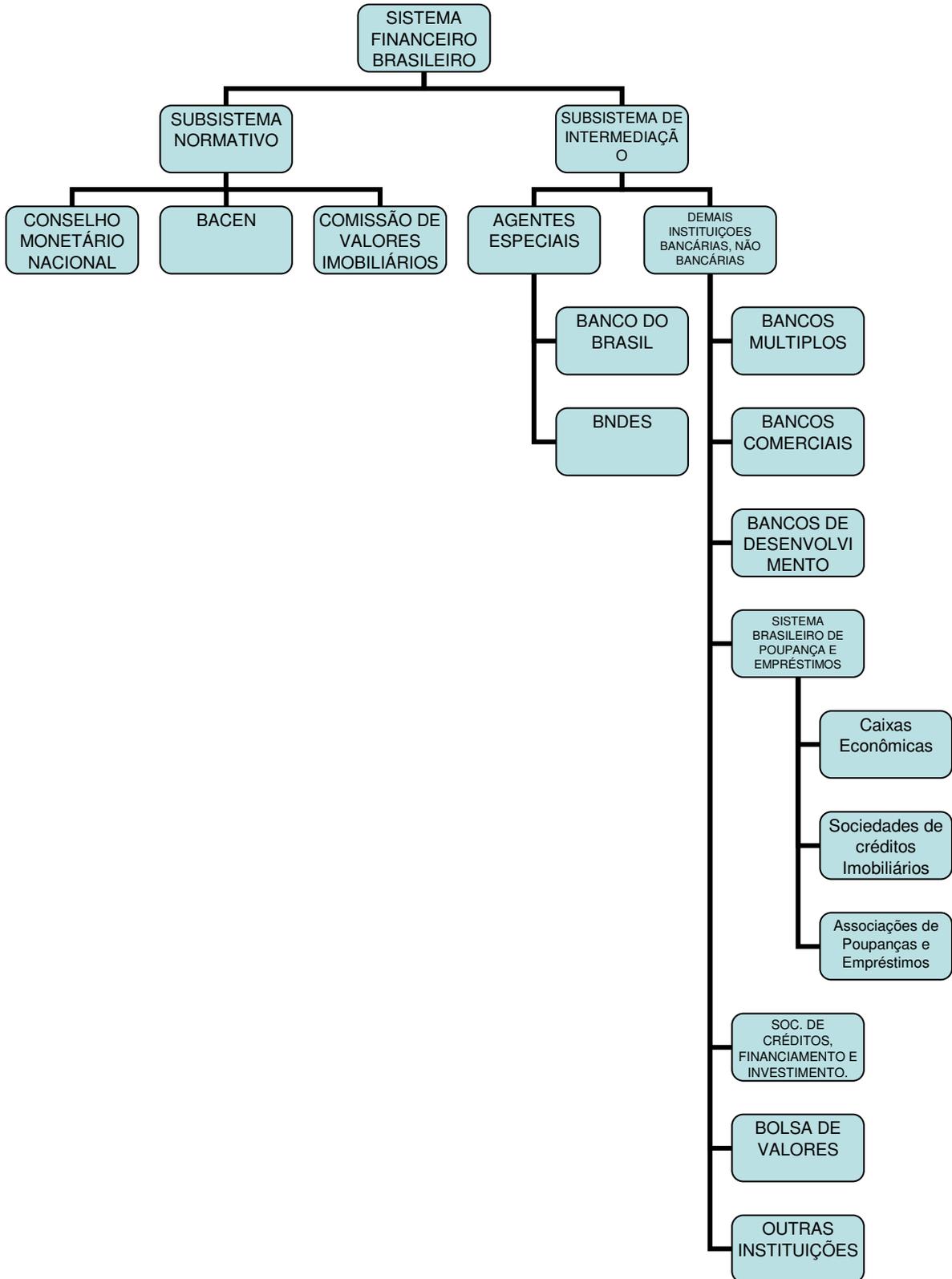
Complementando, por unidade de contas o entendimento diz que é a função de medida monetária das transações que ocorrem na economia, ou seja, o quanto de moeda se faz necessária para se pagar por determinado bem de consumo ou contrato de prestação de serviço. Quanto à reserva de valor da moeda, é a possibilidade da existência de mercados, onde, se é possível reter o poder de troca da moeda, almejando ganhos futuros indefinidamente, sem perdas, não levando em consideração economias hiperinflacionárias¹, que podem tirar da moeda esse atributo.

2.2.2 Estrutura do Sistema Monetário Brasileiro, Objetivos e Instrumentos

Esta argumentação segue a apresentação feita por (LOPES & ROSSETTI, 2002), mostrando que, a atual estrutura do sistema monetário nacional foi instituída na “(...) reforma institucional do biênio 1964-65 (lei nº 4.380/64, 4595/64 e 4.728/65)” (p. 436), onde o conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil foram criados, também várias outras instituições que integram o sistema, dentre elas se destaca o Sistema Financeiro de Habitação hoje incorporado à Comissão de Valores Imobiliários. Abaixo, conforme a figura 1 é apresentada um quadro genérico da estrutura funcional do Sistema Monetário Nacional autorizado a operar, este fluxograma é uma interpretação de (LOPES & ROSSETTI, 2002).

¹ “Os preços aumentam tanto que as pessoas não procuram reter dinheiro, mesmo por poucos dias, em razão da rapidez com que diminui seu poder de compra” SANDRONI (2001, p. 281).

FIGURA 1: Sistema Monetário Nacional



2.2.2.1 O Papel do Banco Central e Seus Instrumentos

Por ser o Banco Central o órgão responsável pela execução da Política Monetária, ele terá uma ênfase especial neste trabalho.

Cabe ao Banco Central, seja ele o Brasileiro ou o Francês ou então ao Sistema de Banco Central dos Estados Unidos (Federal Reserve Systems) entre outros a título de ilustração, a execução da política monetária e ao controle do estoque de moeda em circulação da economia (garantir a liquidez monetária). Também é de responsabilidade do Banco Central o controle e custódias das reservas internacionais. Na estilização do balanço do Banco Central Brasileiro, as reservas internacionais representam um ativo que aumenta ou diminui com os devidos movimentos do balanço de pagamentos.

Este ativo é composto pelos, “montantes de moeda estrangeira e ativos externos de alta liquidez” (FROYEN, 1999, p. 419), que também é induzido pelo Banco Central, como por exemplo, parte das reservas internacionais é aplicada no mercado externo, como a citação feita por CARVALHO et al (2000), nos “títulos do tesouro norte americano, com o objetivo de obter ganhos de juros e aumentar a quantidade total de divisas” (p. 105). Como é de interesse, basicamente os instrumentos “clássicos” de política monetária utilizados pelos Bancos Centrais são três:

O primeiro é o Recolhimento Compulsório, que consiste nos depósitos obrigatórios dos bancos comerciais junto ao Banco Central, de parte dos depósitos a vista recebidos de seus clientes. É estabelecido um percentual para os depósitos que os bancos são obrigados a manter junto ao Banco Central, sendo que a finalidade deste instrumento é a estabilização da demanda por reservas bancárias para facilitar o desempenho da instituição em controlar a taxa de juros da economia, da mesma forma fornecer liquidez ao sistema bancário e controlar o crédito.

O segundo instrumento utilizado pelo Banco Central, lembrando que esta ordem é aleatória, é a Taxa de Redesconto, que funciona como um adiantamento do Banco Central a instituições bancárias que venham a ter problemas de reservas para atender seus clientes. Conforme CARVALHO et al (2000) o instrumento de redesconto pode ser usado sob duas formas:

1 – Empréstimos com garantias, o Banco Central oferece ao tomador uma espécie de limite de crédito, mediante garantias calculadas com base no passivo exigível do Banco.

2 – Redesconto, o Banco Central oferece a possibilidade aos bancos comerciais de efetuarem desconto de títulos por ele definido, o mais comum são títulos da dívida pública, mediante uma taxa estabelecida.

Por fim, o último instrumento “clássico” de política monetária e o mais importante, são as Operações de Mercado Aberto, resumidamente, o Banco Central utiliza-se deste instrumento para compra e venda de títulos públicos no mercado aberto, e tem como finalidade o controle da base monetária. Este instrumento permite ao Banco Central vender títulos da dívida pública na tentativa de retirar moeda de circulação. Há também outros instrumentos de política monetária de menor utilização, como destaca CARALHO et al (2000) sobre os controles diretos no crédito feitos pelo Banco Central, estabelecendo um teto para os juros. As críticas são que “normalmente tais instrumentos podem gerar distorções no funcionamento do mercado de crédito, ao desestimular a atividade de intermediação financeira” (p. 141).

A pergunta que se faz agora é a de como estes instrumentos afetam o nível das reservas internacionais e o mercado financeiro de um país? Para esta resposta vale lembrar que os instrumentos citados acima são utilizados pelo Banco Central para controlar a oferta monetária da economia que é composta pelo papel moeda emitida pelo Banco Central e que está em poder do público e pelos depósitos à vista das pessoas e instituições em Bancos comerciais. No Brasil denominamos este conceito de M1. Este controle é feito via multiplicador da base monetária, que é a razão da base monetária, formalmente definida como o papel moeda que esta em poder do público, no caixa dos bancos comerciais e pelas reservas compulsórias que os Bancos são obrigados a manter junto ao Banco Central, ficando claro que apesar da oferta monetária ser controlada exógenamente² pelo Banco Central, os Bancos comerciais também criam moeda endogenamente³ ao conceder

² No sentido do trabalho, exógeno é uma expressão usada pelos economistas para resumir o que esta fora do modelo, no nosso caso quer dizer que, a oferta monetária é controlada pelos agentes do mercado financeiro, não pelo Banco Central.

³ No sentido do trabalho, endogenamente é um expressão usada pelos economistas para resumir o que está dentro do modelo, no nosso caso que os Bancos Comerciais podem eles mesmos criar moeda.

empréstimos. Voltando a resposta, o nível das reservas internacionais sofre forte influência das autoridades monetárias, quando fatores condicionantes são usados para objetivos de política econômica. Conforme destacam GERSON P. LIMA e SANDRA KOVALSKI em artigo, mais precisamente pelas operações com o setor externo, onde o Banco Central utiliza-se da:

Compra e venda de divisas por conta dos movimentos de entrada (receita de exportação e entrada de capitais externos para qualquer finalidade) e saída (importação e renda líquida enviada ao exterior, incluindo os juros da dívida externa) de divisas, em geral dólares. Na entrada de dólares o banco central os troca por reais assim expandindo a base. Se os agentes querem remeter dólares para o exterior é necessário comprá-los do banco central, pagando com reais que, por isso, saem de circulação e, assim, a base monetária é contraída.

Desta forma, a política monetária pode trabalhar no sentido de acumular reserva internacionais para fins de manter um nível da base monetária e garantir um regime para a taxa de câmbio, que venha a atender um equilíbrio tanto interno quanto externo. Para garantir um regime cambial, o Banco Central utiliza-se da política cambial que tem como instrumento básico, o controle sobre os fluxos de capitais externos, e daí, a importância das reservas internacionais conforme operações com os setores externos da economia, aqui nos concentramos apenas na política monetária.

2.2.3 Objetivos da Política Monetária

Conforme é destacado por LOPES & ROSSETI (2002), cabe a CMN (Conselho Monetário Nacional) a responsabilidade na fixação “(...) das diretrizes da política monetária e creditícia em todos os seus aspectos” (p. 440). São da CMN as decisões de conciliação das decisões de política monetária e cambial envolvendo capital estrangeiro e comércio exterior do país, tendo no Banco Central o seu órgão executivo, conforme apresentado no tópico anterior. Por exemplo, o CMN programa as emissões de papel moeda e o Banco Central do Brasil (BACEN) será o responsável pela emissão do papel moeda nas condições programadas.

“Participam do conselho representantes do ministério da área econômica, de outros órgãos públicos e de entidades representativas do setor privado”, SANDRONI (2001, p. 103).

Seu objetivo é o bem estar da sociedade, onde, vários modelos teóricos e escolas econômicas esboçam teorias para melhor implementá-las, contudo, a discussão e apresentação de cada modelo e escolas econômicas fogem do objetivo deste trabalho. Neste sentido, se considera como objetivo central da política monetária Brasileira a Política de Metas para a inflação, onde a taxa de juros é o instrumento “único” de política monetária.

2.2.4 Formação da Taxa de Juros

Na sua definição clássica, juros, é a remuneração paga por um tomador de empréstimo ao agente que concede o empréstimo. Nesse contexto a taxa SELIC⁴ é a taxa básica da econômica Brasileira e serve como referência às demais taxas de juros do mercado financeiro, esta apresentação segue CARVALHO et al (2000). A Política Monetária na prática tem o objetivo de influenciar a taxa de juros e este por sua vez é usado para atender aos objetivos da meta de inflação, nível desejado de produto e emprego. Cabe ao Banco Central fixar e administrar a taxa básica de juros da economia e no mercado financeiro atuando através de operações no mercado aberto e de reservas bancárias⁵.

A taxa de juros de curto prazo, ou taxa básica da economia, nada mais é que o resultado do confronto entre a oferta de reservas, definida pelas transações do Banco Central nas operações compromissadas e operações definitivas e o saldo do fluxo de entrada e de saída de dinheiro para o sistema bancário, com a demanda por reservas dessas instituições definida pelas suas necessidades de atender às exigibilidades compulsórias e seus compromissos com o setor não monetário da economia (p. 160).

Basicamente as leis de oferta e procura é que definiram a taxa de juros de

⁴ SELIC (Sistema Especial de Liquidação e Custódia), conforme destaca CARVALHO et al (2000) “é um sistema para registro e custódia de transações com títulos públicos federais (títulos do tesouro e do Banco Central) e depósitos interfinanceiros” (p. 159)

⁵ Vide tópico 2.2.2.1

curto prazo no mercado financeiro, regulado pelo Banco Central. Quem define a taxa básica da economia no caso Brasileiro a SELIC, é o Comitê de Política Monetária (COPOM), órgão criado pelo Banco Central, composto por oito membros da Diretoria colegiada do Banco Central e é presidido pelo presidente da autoridade monetária, através de reuniões mensais, iniciando-se na terça-feira e se encerrando na quarta-feira, cabendo ao Banco Central buscar a meta estipulada para a SELIC. Após as reuniões o Banco Central divulga através de seu sistema de informações (SISBACEN) a decisão final e o seu viés⁶, se houver para a taxa de juros.

Quanto ao viés para a taxa de juros, ele é importante de ser informado ao mercado financeiro pelo fato de que, quando os bancos tomam decisões com relação à compra de títulos públicos, estão se apoiando nas expectativas com relação ao futuro da taxa de juros básica e assim formar as demais taxas de juros do sistema financeiro cobradas em outras operações.

Se, por exemplo, o banco espera a elevação na taxa de juros básica de dois pontos percentuais em um horizonte de 6 meses, um elevação de 4 pontos percentuais por força de uma ação de política poderá implicar a ocorrência do risco da taxa de juros, em especial se o ambiente de concorrência bancário for tal que os spreads⁷ sejam curtos. O risco da taxa de juros nada mais é do que o risco do banco (p. 161, 162).

Na seqüência, cabe uma ênfase especial ao regime de metas para a inflação que é o principal objetivo hoje, visado pelo CMN quando determina a taxa básica de juros da economia Brasileira.

2.2.5 O Regime de Metas para a Inflação

Inúmeros são os países que na atualidade estão adotando o regime de metas para a inflação, conforme destacam GONÇALVES et al (1998), no Brasil este regime foi implantado em 1999, e consiste em "(...) manter os índices de inflação dentro de certos intervalos de tolerância e, para isso, utiliza a administração da taxa

⁶ "(...) Denomina-se viés de um estimador a diferença entre o valor esperado desse estimador e o valor teórico a ser estimado" SANDRONI (2000, p. 635).

⁷ Taxa de risco cobrado pelos bancos em suas operações.

de juros básica (a SELIC, no caso Brasileiro)". (p. 75)

O Banco Central, no regime de metas para inflação, tem a missão de monitorar a economia e usar de seus instrumentos, o mais eficaz é a taxa de juros, que trabalha para manter a inflação dentro da meta estipulada, evitando assim, desvios ou gaps⁸ que possam tirar a inflação da meta e manchar a reputação do Banco Central como guardião da estabilidade de preços e da moeda. Esse controle se dá através da retração ou expansão da economia através do crédito, o que traz conflito entre os objetivos macroeconômicos.

3. CONJUNTURA ECONOMICA BRASILEIRA

3.1 A Política Monetária Adotada

Dentre os objetivos econômicos que mais trazem riscos para o bem estar da sociedade, esta a política monetária, esse risco é destacado por (MAGALHÃES, 2009), onde, para o caso Brasileiro essa política visa tão somente o controle inflacionário, desprezando o crescimento econômico indispensável para eliminar o atraso com relação aos países desenvolvidos. O mesmo autor destaca que:

Na atual experiência brasileira, o controle da inflação, com base nas receitas neoclássicas⁹, tem entrado em choque direto com o desenvolvimento do país. Donde o consenso, entre críticos da política econômica em curso, de que as altíssimas taxas de juros e a sobrevalorização cambial constituem dois empecilhos básicos à retomada do crescimento acelerado (p. 110).

Ou seja, com a implantação do plano real em 1994, toda política econômica passou a girar em torno da monetária e da estabilidade de preços, isso em

⁸ GAP é uma palavra da língua Inglesa que significa lacuna, em economia é utilizado com o significado de diferença.

⁹ Neoclássico, define uma linha do pensamento econômico, que, para nossa análise traduz o pensamento científico ortodoxo de uma economia onde estão as bases da política monetária Brasileira.

detrimento do desenvolvimento, conforme também destaca MAGALHÃES (2009), neste “(...) esquema ortodoxo¹⁰, ignora-se o problema da poupança forçada, eliminando-se a inflação através do controle da moeda” (p. 123). Nesse contexto de política econômica, a linha desenvolvimentista¹¹, ficou relegada ao segundo plano, tendo o consenso em torno das políticas ortodoxas. Esse caminho foi, e esta sendo trilhado, talvez, muito pelo histórico de hiperinflação da economia brasileira e as consecutivas tentativas de planos econômicos em controlá-la, tendo se mostrado completamente ineficazes nesse objetivo.

Nessa política adotada, o Banco Central tem papel decisivo, conforme já comentado, onde, através de seus instrumentos ele se utiliza das operações no mercado aberto, anunciando que esta disposto a tomar dinheiro emprestado a certa taxa de juros, acima do equilíbrio livremente determinado. Em consequência, ele toma emprestado todo dinheiro que os bancos quiserem destinar para esse fim determinado a segurar a taxa de juros no patamar escolhido e assim, garantir a meta de inflação e não por menos a de juros.

3.1.1 Objetivos e Metas

Dentro deste contexto, de políticas ortodoxas para o controle da inflação, destaca-se o regime de metas para a inflação, que tem como objetivo manter a estabilidade da moeda dentro do patamar estipulado pelo Banco Central, conforme destaca MAGALHÃES (2009):

No Brasil, o Banco Central concluiu que a taxa máxima de crescimento capaz de ser levada adiante sem pressões inflacionárias é de 5% ao ano. Toda vez que surge o risco de esse limite ser ultrapassado, os juros são aumentados, declaradamente para conter a inflação. Como consequência,

¹⁰ Em economia, indica um lado do pensamento econômico mais associado a expectativas racionais, voltado ao lado monetário da política econômica.

¹¹ Ao Contrario do lado ortodoxo, o lado desenvolvimentista da economia esta baseada na meta de crescimento da produção industrial e da infraestrutura, com participação ativa do estado, como base da economia e o consequente aumento do consumo. (www.wikipedia.org, acesso em 05/07/2014 às 20h:00min)

os investimentos são contidos. A taxa de 5% para o crescimento do PIB¹² deixou, em função disso, de ser meta de política econômica para se tornar limite a não ser ultrapassado (p. 132).

A crítica para esta política e por conseqüente para seus objetivos, esta no consenso mundial de que o sucesso do regime de metas para a inflação, em países desenvolvidos, pode ser implantado e transferido para países subdesenvolvidos, ignorando completamente o crescimento acelerado que os países necessitam para eliminar o atraso econômico.

4. ANÁLISE FINANCEIRA DE EMPRESAS

4.1 Conceito de Finanças

O termo Finanças pode ser definido como “a ciência da gestão de ativos financeiros”. “Quanto ao verbo “*financiar*”, significa fornecer fundos para negócios e projetos”.¹³ Na visão de (GITMAN, 2003), “Finanças são os processos pelos quais o dinheiro é transferido (por meio de financiamento e de investimento) entre empresas, indivíduos e governos” (p. 2). São as interações entre esses agentes, que criam o mercado financeiro, onde, a moeda é praticamente o principal ativo nas negociações, vale destacar que o mercado financeiro é formado, segundo o mesmo autor, por gerentes financeiros, pelo próprio mercado onde são feitas as transações e por investidores, se definindo preços e taxas para os juros cobrados nas negociações, encontrando no componente “risco” um fator determinante para se efetivar negócios.

Na sequência um dos objetivos deste estudo, no que tange à administração do fluxo de caixa das empresas e a sua necessidade de capital de giro, será debatido, onde, se busca constantemente o equilíbrio entre os resultados econômico-financeiro (lucro e geração de caixa) com o ciclo operacional, pelo menos até o quanto se perpetuar a empresa.

¹² Produto Interno Bruto é soma de todos os bens e serviços finais produzidos dentro de um país, e ou do seu território econômico. SANDRONI (2001).

¹³ www.wikipédia.org, acesso em 05/07/2014: 20h: 00min

4.2 Riscos e desequilíbrios

4.2.1 Risco

O Risco esta sempre presente nas atividades humanas. Tudo o que fazemos ou dizemos pode gerar uma conseqüência bem diferente daquela que imaginamos. No mundo das finanças também é assim, para tanto as atitudes de cada pessoa são um complemento pra essa máxima. Não por menos, a gestão de risco que hoje esta muito presente na vida das empresas, seja ela em virtude da concorrência, cada vez mais acirrada, seja ela pelo risco político e de regulação ou do próprio ambiente em que a empresa esta inserida.

Conforme destacam (GALVÃO et al, 2008):

A economia mundial se expandiu e a evolução do capital propiciou, a partir da década de 1990, acelerado aumento da competitividade e da acessibilidade aos mercados, ampliando expressivamente o número de fusões e aquisições no mundo corporativo. Essa nova estrutura econômica gerou modelos de produção em larga escala, de logística mais complexa, com exigência de bases tecnológicas acuradas e padrões de qualidade elevados. Um ambiente produtivo e mercadológico incentivou as empresas a uma maior preocupação com o risco e diretrizes que incorporassem uma nova visão aliada à gestão do negócio (p. 527).

O ambiente de incertezas afetas as decisões financeiras envolvendo os negócios. Vivemos hoje uma situação em que fraudes contábeis estão em evidencia, afetando diretamente o valor da empresa, conforme é destacado por GALVÃO et al (2008), nos dias atuais o risco do negócio envolve "(...) a concorrência, a perda de mercado, as mudanças de tendência em produtos ou mesmo fatores como a oferta e a demanda" (p. 529).

Portanto, é com esse cenário que os gestores das empresas, devem levar em consideração na hora de tomar decisões que envolvem seu negócio e a situação financeira da organização a qual são responsáveis, procurando minimizar ao máximo possível suas perdas e não por mais maximizar os seus ganhos. Nesse contexto, vários são os modelos estatísticos que podem ajudar o administrador à

tomada de decisão, em especial destaca-se o modelo CAPM¹⁴, conforme destaca SANDRONI (2001), este modelo, “(...) desenvolvido durante os anos 60” (p. 401), estando atual até os dias de hoje, mostra a relação que existe entre o risco e o retorno dos ativos financeiros, ou seja, ele demonstra de forma resumida que, quanto maior é o risco diversificado de uma carteira de ativos, maior pode ser o seu retorno, conforme demonstra a equação abaixo definida por SANDRONI, (2001, p. 401):

$$R = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

Sendo **R** o ganho esperado da carteira de ativos financeiros, **R_f** a taxa de juros paga por um investimento livre de risco, **β** é a medida de ganhos sobre uma carteira de ativos financeiros isso, com base nos deslocamentos do mercado e da economia, é a taxa de risco da carteira; **R_m** é o retorno esperado, onde a diferença entre (R_m – R_f) o prêmio de risco do mercado. Exemplificando, se temos um R_f de 6%, R_m de 4% e um β de 3%, temos:

$$R = 6 + 3 (4 - 6) = 12\%$$

Para uma carteira diversificada de ativos financeiros, se tem um retorno pelo modelo CAPM de 12%, livres de risco sistêmico do mercado.

4.3 Custo do Capital

No mundo das Finanças empresariais são dois os tipos de custos que as empresas têm, quando o assunto é investimentos, o primeiro é o custo de capital próprio, ou seja, decisões de investimento utilizando o capital de seus acionistas ou sócios que, por sua vez, corresponde ao retorno que o acionista espera em investir

¹⁴ Do inglês “CAPITAL ASSET PRICING MODEL”, traduzindo, “modelo de precificação de ativos financeiros”.

seus recursos em uma determinada empresa. Segundo GALVÃO et al (2008), “o custo do capital próprio seria formado por uma taxa sem risco acrescida de uma taxa de risco ou prêmio de risco”. (p. 324), conforme destacado anteriormente, o modelo CAPM pode, trazer a porcentagem do valor ao acionista de qual será o seu retorno.

O segundo custo é o custo do capital de terceiro, ou decisões de investimento com recursos que a empresa busca no mercado financeiro e junto ao público em geral, para financiar suas operações, pagando uma taxa de juros pré-determinada sobre o saldo devedor. No Brasil empresas podem fazer a opção de tributação pelo lucro Real, podendo deduzir o custo com capital de terceiros do seu Lucro e assim diminuir a base de cálculo do imposto a pagar.

Portanto as empresas podem ocorrer em custos de capital próprio ou de terceiros chegando ao seu custo médio ponderado, WACC¹⁵ do inglês, quando a empresa tem simultaneamente os dois custos. Dando seqüência, o próximo capítulo traz uma melhor compreensão, de como as empresas administram o seu fluxo de caixa.

5. COMO SE ADAPTAR A ESSA REGRA?

5.1 Ciclo Operacional

Buscando uma definição para ciclo operacional em finanças empresarias, encontramos em GALVÃO et al (2008), “o ciclo operacional é o espaço de tempo entre a chegada da matéria-prima no estoque e a data de recebimento das vendas a prazo” (p. 91). Seguindo a apresentação do mesmo autor, se tem a seguinte equação do ciclo operacional:

$$CO = PME + PMR$$

¹⁵ Weighted Average Cost of Capital, para uma maior entendimento pesquisar em GALVÃO et al (2008)

O Ciclo Operacional **CO**, de uma empresa corresponde à soma do prazo médio de estocagem **PME**, e do prazo médio de recebimento **PMR**, de suas vendas onde, por sua vez o **PME** é definido pela fórmula:

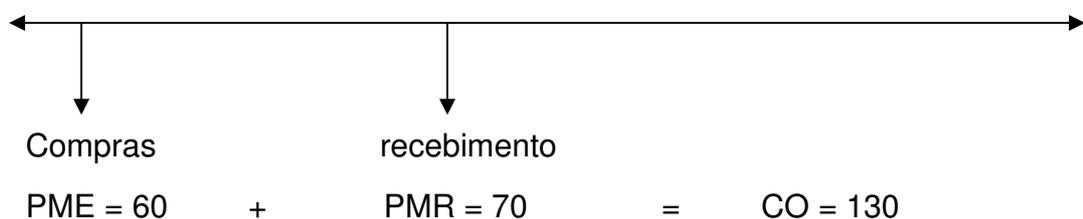
$$\text{PME} = (\text{estoque} / \text{receita líquida de vendas}) \times 360$$

Ou seja, o resultado desse indicador nos diz o prazo médio de estocagem ou de compras em dias por vendas. Já por sua vez **PMR**, pode ser definido pela seguinte equação:

$$\text{PMR} = (\text{clientes} / \text{receita líquida de vendas}) \times 360$$

O resultado deste indicador é o prazo médio de recebimento de vendas. Fechando assim o ciclo operacional, normal de uma empresa industrial, conforme figura 2 abaixo, em seu fluxo resumido da análise do ciclo operacional:

Figura 2: Ciclo operacional



Para um **PME** de 60 e um **PRM** de 70 dias, hipoteticamente, temos um **CO** ou Ciclo Operacional de 130 dias, resultado este que, demonstra entre a chegada da

matéria prima, sua produção, sua venda e por final seu recebimento em nossa simulação para uma empresa “hipotética”, leva-se 130 dias para fechar o ciclo.

5.2 Ciclo Financeiro

Em finanças o ciclo Financeiro, conforme GALVÃO et al (2008), ou ciclo de caixa “(...) inicia-se a partir do pagamento dos fornecedores até o recebimento dos clientes, ou seja, é o tempo em que a empresa vai ter que buscar outras fontes de recursos mais onerosas para manter o ciclo operacional” (p. 91). Neste sentido o ciclo financeiro é de certa maneira mais “curto” que o operacional. É o curto prazo no ciclo operacional.

O ciclo financeiro (**CF**) compreende a equação abaixo apresentada por GALVÃO et al (2008):

$$CF = PME + PMR - PMP$$

Onde, **PME** e **PMR** já foram apresentadas anteriormente, e **PMP** nada mais é que o prazo médio para pagamento a fornecedores. Abaixo na figura 3, segue o seu fluxograma:

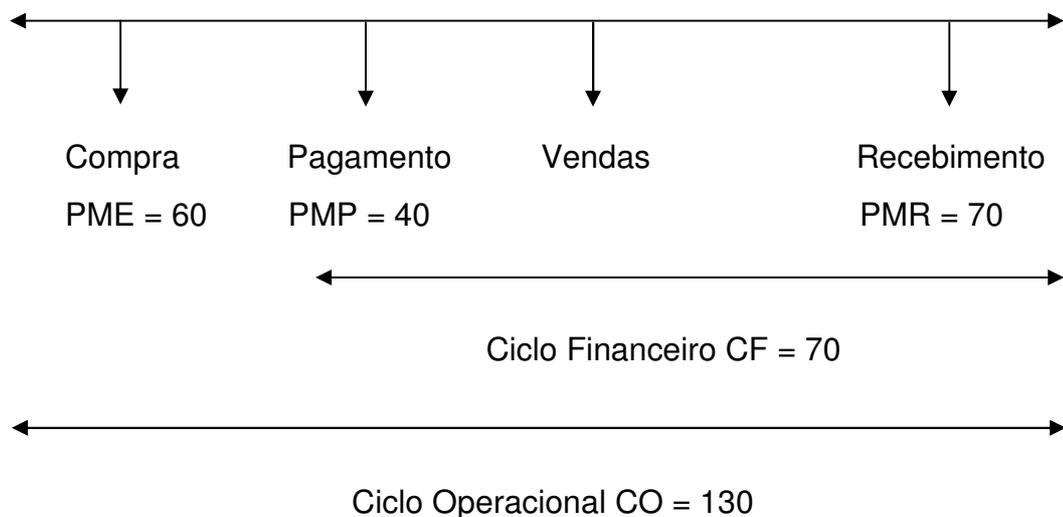
Figura 3: Ciclo Financeiro



Temos hipoteticamente uma **PME** de 60 dias, **PMR** de 70 e por fim um **PMP** de 40 dias, com esses dados nosso ciclo financeiro proposto será de 90 dias, para

uma empresa qualquer, indicando um ciclo de caixa de 90 dias entre o pagamento do fornecedor e o recebimento das vendas. Por fim, segue na figura 4 abaixo, o seu fluxograma com o ciclo Operacional e Financeiro consolidados:

Figura 4: Ciclo Operacional Consolidado



Sendo assim, temos o ciclo operacional e financeiro, indicando o período em que será necessário capital de giro (**NCG**) para financiar as operações, em nosso exemplo esse período será de 130 dias entre a compra e o recebimento das vendas. No próximo tópico o assunto é a necessidade de capital de giro (**NCG**), com mais detalhes.

5.3 Disponibilidade de Caixa

5.3.1 Capital de Giro

De certa forma, ele pode ser dinheiro em espécie e ou, qualquer recurso que possa ser transformado em dinheiro rapidamente no mercado financeiro, como produtos em estoque ou contas a receber dos clientes. É com ele que a empresa fará o seu negócio funcionar no dia-a-dia. Some todas as suas contas a receber,

mais o valor que tem em estoque do Balanço Patrimonial da empresa, some também todas as contas a pagar e o valor a pagar em impostos e despesas. Ao diminuir um pelo outro, você terá o valor do capital necessário para fazer sua empresa funcionar em um período de tempo, o seja o capital de giro. Agora, segue com mais detalhes, a relação com a Necessidade de Capital de Giro (NCG).

5.4 A NCG

A Necessidade de capital de giro (NCG) depende do ciclo operacional, conforme demonstrado anteriormente, para dar seqüência à apresentação segue (FILHO et al, 2008).

“A necessidade de capital de giro (**NCG**) resulta do descompasso entre contas a receber e contas a pagar” (p. 59). Ou seja, um descompasso no Ciclo Financeiro. Seu financiamento se dá através de recursos complementares próprios ou de terceiros, lembrando que, para não se ter perda de valor esses empréstimos, precisam necessariamente ter o custo do capital (juros) inferiores aos da margem referente às operações da empresa. Vários são os fatores que trazem descompasso entre os objetivos das empresas e a sua **NCG**. A figura 5 a seguir traz alguns dos motivos que, podem trazer uma situação de desequilíbrio do ciclo operacional e conseqüentemente na **NCG**, resumo de vários autores:

Figura 5 : Causas para a NCG

<i>Motivo</i>	<i>Causa</i>
Crises Econômicas	Queda nas vendas, aumento da inadimplência, dificuldades na negociação com fornecedores, aumento de custos variáveis, etc.
Administração	Quebra do Ciclo Financeiro favorável, deterioração das contas a receber e a pagar, estoque, etc.

Investimento	Planejamento Inadequado do ativo fixo e com prazos inadequados
--------------	--

ABREU FILHO et al (2008) argumenta que :

A NCG é a diferença entre os ativos e passivos circulantes cíclicos, de origem estritamente operacional, também chamados de ativos e passivos circulantes operacionais. A NCG é muito sensível às modificações no ambiente econômico em que a empresa opera (p. 63).

Podemos dizer que a **NCG** é mais sensível à política monetária, dentre as políticas econômicas, tendo na taxa de juros definida no mercado financeiro o balizador para a tomada de recursos. Com base no mesmo autor, chega-se na expressão que define a **NCG**:

$$NCG = ACC - PCC$$

Onde:

ACC indica o Ativo Circulante Cíclico e **PCC**, o Passivo Circulante Cíclico; a diferença dos dois é a necessidade de capital de giro das empresas, ou seja, “(...) é o capital de giro mínimo que a empresa precisa ter para através da rotação de seu ativo circulante (**AC**), poder gerar recursos suficientes para pagar suas dividas de curto prazo sem precisar recorrer a empréstimos onerosos de curto prazo” (p. 64).

A representação da **NCG** na figura 6, abaixo, segue FILHO (2008), a partir do esboço do balanço patrimonial, conforme regras contábeis aceitas:

Figura 6: Esboço Balanço Contábil

AC	Ativo Errático ¹⁶	Passivo Errático ¹⁷	PC
	ACC	PCC	
	RLP + AP ¹⁸	ELP + PL ¹⁹	

Sendo assim, quando temos uma situação de necessidade de capital de giro maior que zero (**NCG >0**) ou necessidade de capital de giro positiva acima de zero, a empresa necessita de recursos para ajudar a financiar suas operações. Recursos esses obtidos através de empréstimos (capital de terceiros) ou próprios (capital de acionistas ou venda de imobilizado). Por Ativo Circulante Cíclico **ACC**, é o total demonstrado no balanço patrimonial que envolve as contas a receber, estoques, adiantamentos a fornecedor, mais as despesas antecipadas. Já Passivo Circulante Cíclico **PCC**, são as contas de fornecedor, provisões (salário, impostos, obrigações previdenciárias, etc.), adiantamento a clientes.

Resumidamente, considera-se que “(...) quando as saídas de caixa ocorrem antes das entradas de caixa, a empresa cria uma necessidade de aplicação permanente de fundos, a **NCG**” (p. 66). Uma vez tendo a empresa **NCG** permanente, e sua única fonte de recursos para financiamento dessa necessidade, é a de terceiros, a empresa estará sujeita a recursos onerosos para manter o equilíbrio financeiro da organização. Conforme é apresentado no tópico 2.2.4, quanto à formação da taxa de juros. São exemplos de transações que diminuem o capital de giro das empresas, apresentação segue FILHO (2008, p. 66):

- Prejuízos no exercício;
- Aquisição (a vista ou pagamentos a curto prazo);
- Fornecimento de empréstimos a longo prazo;

¹⁶ Ativo errático segundo o entendimento são contas de curto prazo não ligadas à atividade da empresa ou ao ciclo operacional. Ex.: Caixa, dívidas a receber, etc.

¹⁷ Vale a mesma explicação de ativo errático. Ex.: Juros a Pagar, IR a pagar, etc.

¹⁸ Realizável de longo prazo mais Ativo Permanente.

¹⁹ Exigível de Longo Prazo mais o Patrimônio Líquido.

- Resgate de dividendos a Longo Prazo;
- Pagamento de dividendos;
- Aplicação de recursos no ativo diferido.

Portanto, a política de administração de capital de giro, tornando favorável o ciclo operacional e financeiro, recebendo a vendas antes do que pagando os fornecedores, é a melhor maneira de conseguir bancar as operações de uma empresa, sem o uso de capital oneroso, evitando problemas no longo prazo de liquidez. Perfazendo o caminho demonstrado por FILHO et al (2008) e (LIMA, 2002), que a boa administração das vendas, política de estoque e política de prazos concedidos e recebidos, são de fundamental importância para a administração da **NCG**, dentro de um ambiente econômico de controle absoluto da inflação como objetivo de política monetária por parte do governo e tendo como único instrumento a política de taxa de juros altas, o que afeta o sistema financeiro como um todo. Para um estudo mais detalhado sobre política econômica, taxas de juros e a tomada de empréstimos por parte das empresas se faz necessário um estudo estatístico mais sofisticado, o que ultrapassa os objetivos desse trabalho.

6. CONCLUSÃO

Buscou-se neste trabalho demonstrar os mecanismos da política monetária, bem assim como seus efeitos sobre o sistema financeiro como um todo. Verificou-se que existe um descompasso dos objetivos da política monetária com o desenvolvimento do país, em especial com a política de juros altas, praticada pelo Banco Central com objetivo o de garantir o regime de metas para a inflação. Da mesma forma, essa política encarece o capital do sistema financeiro como um todo, tendo com consequência um crescimento menor para o país em virtude do baixo investimento que tal política estimula, mudando a forma das empresas buscarem financiamento para suas atividades, diminuindo projetos de investimento e postergando decisões, estando mais exposto ao risco.

Na parte 2 buscou-se delinear os mecanismos de aplicação da política monetária e o funcionamento dos mercados financeiros, demonstrando os riscos e o modelo mais comum utilizado para mensurar tais riscos para investidores, neste ambiente de custos altos para a tomada de capital, tendo no Beta (β) um indicador de o quanto se tem de risco em uma carteira diversificada.

A conclusão que se pode tirar é que, no caso Brasileiro, mantém-se o regime de metas para a inflação através de uma política de juros altos, o que torna o capital disponível no mercado oneroso, para empresas usarem, como financiamento de sua Necessidade de Capital de Giro (NCG). Constatou-se que a melhor maneira das empresas financiarem suas operações é a administração do seu ciclo operacional e financeiro a favor da empresa, ou seja, recebendo suas vendas antes do pagamento de seus fornecedores, evitando assim capital de terceiros, para um possível financiamento de suas operações.

A conclusão a cerca das hipóteses formuladas, nos induzem de uma forma geral a reconhecer que o sucesso do controle inflacionário como objetivo macroeconômico esta diretamente associada a uma política de juros altos, que trazem a deterioração do desempenho econômico afetando o custo do capital e, diretamente as finanças das empresas, quando esta última se utiliza de capitais de terceiros, fazendo com que, a melhor alternativa quando se tem problemas no ciclo de caixa, como já mencionado, é a boa administração do seu ciclo operacional.

A conclusão geral a respeito do objetivo geral deste trabalho, destacado no capítulo 4 é a de que, hoje se tenta conseguir um equilíbrio econômico através do controle da demanda e da oferta na economia, fazendo uso da política monetária de juros altos, aliado de outros instrumentos de controle monetário, o que estrangula e aumenta o custo do capital pra empresas que venham por ventura a necessitar de capital de giro para bancar suas operações. Tendo na administração do ciclo operacional a melhor maneira de as empresas conseguirem financiamento de suas atividades, tornando favorável seu ciclo de caixa e atingindo o objetivo maior de uma organização que é o retorno para os investimentos realizados por seus acionistas.

REFERÊNCIAS

CARVALHO, et al. **Economia Monetária e Financeira**, 2º edição, Rio de Janeiro : Campus, 2000.

COSTA, et al. **Análise Econômica-Financeira de Empresas**, 3º edição, Rio de Janeiro: FGV, 2011.

Enciclopédia Eletrônica. Disponível em:<<http://www.wikipidia.org>>
Acesso em 05/07/2014 às 20h00min.

FILHO, et al. **Finanças Corporativas**, 10º edição, Rio de Janeiro: FGV, 2008.

FROYEN, R. T. **Macroeconomia**, 5º edição, São Paulo: Saraiva, 1999.

GALVÃO, et al. **Finanças Corporativas**, 1º edição, Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

GITMAN, L. J.; MADURA, J. **Administração Financeira**, 1º edição, São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2003.

LEITE, H. P. Introdução à **Administração Financeira**, 6º edição, São Paulo: Atlas, 1994.

LIMA, G. P.: KOVALSKI, S. **A Recessão pode ser um instrumento de política monetária?**, Revista da FAE, Curitiba, vol. 3, nº 2, maio / agosto, 2000.

LOPES, J. C.; ROSSETTI, J. P. **Economia Monetária**, 8º edição, São Paulo: Atlas, 2002.

MAGALHÃES, J. P. A. **O que Fazer Depois da Crise**, 1º edição, São Paulo: Contexto, 2009.

PEREIRA, J. M., **Economia Brasileira**, 1º edição, São Paulo: Atlas, 2003.

SANDRONI, P. **Novíssimo Dicionário de Economia**, 6^o edição, São Paulo: Best Seller, 2001.