

Política monetária e sistema financeiro: a estabilização das taxas de juros e a internacionalização do mercado de varejo bancário*

*Dilma Vana Rousseff***

O Governo, no segundo trimestre de 1997, alterou a política de juros para melhor adaptá-la às restrições impostas pelo déficit em transações correntes, que, em maio, atingiu 4% do PIB. Ao mesmo tempo em que supervisionava a nova monetização desencadeada pela implementação da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF), priorizou o alongamento do prazo dos títulos públicos, aumentando o grau de dolarização da dívida interna. Ainda nesse período, deu prosseguimento ao ajuste do sistema financeiro, autorizando a entrada de capital estrangeiro no mercado de varejo bancário.

O presente texto procura analisar a política monetária no segundo trimestre, bem como a situação do mercado financeiro, em especial o processo de privatização dos bancos estatais.

* Este texto foi elaborado com informações disponíveis até 20.06.97.

** Economista, Técnica da FEE.

A autora agradece aos colegas do Núcleo de Estudos do Estado e Sistema Financeiro, Carlos Winckler, Edson Marques Moreira e Isabel Noemia Rückert a leitura e os comentários a uma versão preliminar deste texto. Agradece também o apoio técnico da estagiária Patrícia P. Guimarães. Os erros porventura remanescentes são de sua inteira responsabilidade.

A taxa de juros e a política monetária

A política de redução gradual da taxa básica do Banco Central (TBC) e da taxa de assistência do Banco Central (Tban) foi substituída, no segundo trimestre deste ano, pela estabilização dessas taxas. A partir de abril, o Governo interrompeu a trajetória decrescente dos juros nominais, em curso desde agosto de 1996, que consistia na redução mensal das taxas de juros básicas em quatro pontos percentuais.

O Comitê de Política Monetária (Copom) fixou, em abril, a TBC em 1,58% e a Tban em 1,78% e vem mantendo essas taxas pelos meses subseqüentes até julho. É que os juros passivos, expressos nas taxas *over/Selic*, TBC e Tban, tinham atingido seu piso mínimo em abril, devido ao agravamento da situação das contas externas do País e à alteração da política monetária praticada pelo Federal Reserve (FED), o Banco Central dos EUA, que elevou, no final de março, a taxa dos *federal funds* (taxa dos empréstimos interbancários *overnight* norte-americanos).

A partir daí, a estratégia utilizada pelo Governo tem sido a manutenção das taxas básicas de juros constantes, aguardando as próximas decisões do FED, os movimentos de entrada e saída de capital externo, em especial seus reflexos nos resultados das contas externas, e, também, a definição da tendência dos indicadores da atividade econômica interna.

Para se precisarem os rumos da política monetária e as características desse compasso de espera, alguns dos aspectos dessa conjuntura merecem uma avaliação mais detida.

É o caso da taxa *over/Selic* efetiva, que apresentou uma grande flutuação, ao longo do mês de abril e de maio, em torno da taxa-base (TBC) e da taxa-teto (Tban). No início do mês de abril, devido à colocação expressiva de títulos no leilão semanal do Banco Central, acima da capacidade de absorção do mercado, a taxa Selic subiu mais de 1,7%, descolando-se da TBC e atingindo níveis próximos da Tban. Nos leilões semanais subseqüentes, com a progressiva recomposição da liquidez promovida pelo Banco Central, reduziu-se o custo de financiamento, e a taxa *over/Selic* caiu. O nível médio da taxa *over/Selic* situou-se, em abril, em 1,66%, portanto, 0,02 ponto percentual acima do ocorrido no mês anterior. Já em maio, a taxa *over/Selic* mostrou uma tendência decrescente, situando-se em 1,58%, numa queda de 0,08 ponto percentual (Tabela 1).

Tabela 1

Taxas de juros da economia brasileira — jan.-maio/97

(%)

MESES	SELIC	CDB (1)	POUPANÇA
Jan.	1,73	1,75	1,25
Fev.	1,67	1,86	1,16
Mar.	1,64	1,58	1,1386
Abr.	1,66	1,37	1,1386
Maio	1,58	1,41	1,1386

FONTE: Bacen.

NOTA: Taxas médias praticadas no mercado.

Já os mercados futuros do dólar e de juros tiveram, a partir de abril, um aumento de sua volatilidade. Ao longo de abril e maio, os contratos de depósitos interfinanceiros (DI), em que pese a algumas flutuações altistas, mantiveram-se em torno das taxas básicas. O mercado futuro de juros não refletiu a expectativa de uma alta duradoura dos juros, sinalizando mais para uma espécie de estabilidade, aguardando indicadores mais claros sobre o desempenho da economia e os rumos das taxas de juros norte-americanas. Os receios e as incertezas do mercado manifestaram-se numa acentuada preferência pelo curto prazo, o que inviabilizou, em maio, alguns leilões de títulos públicos com prazos maiores (LTN e BBCs de 182 dias).

As decisões sucessivas do Copom, mantendo as taxas básicas de juros, portanto, não surpreenderam o mercado, sendo evidente que a nossa política de juros está intimamente relacionada àquela praticada nos mais importantes mercados financeiros, em especial nos EUA. Diante da necessidade de financiar déficits crescentes, com a taxa cambial sobrevalorizada, um dos objetivos da política de juros é assegurar uma rentabilidade atrativa, em dólares, ao investidor estrangeiro e, assim, manter, e, se possível, até elevar, o fluxo de entrada do capital externo. O cupom cambial, que representa quanto um investidor consegue de remuneração em dólares por suas aplicações no País além da correção cambial, tem, desse modo, de ser suficiente para justificar a preferência pelo mercado local.

Ora, a política de desvalorizações nominais sistemáticas do câmbio da ordem de 0,60% a.m., combinada com a redução gradual das taxas de juros internas, vem produzindo uma oscilação do cupom cambial (Tabela 2), dimi-

nuindo o retorno em dólares dos investidores estrangeiros e, assim, desestimulando a entrada de recursos externos cruciais para financiar o déficit em transações correntes.

Entre janeiro e março, a entrada de capital estrangeiro foi insuficiente para financiar o déficit acumulado da conta de transações correntes de US\$ 6.836 bilhões. Pela primeira vez, desde a criação do Plano Real, o Governo teve que usar perto de US\$ 910 milhões das reservas internacionais para cobrir déficits do balanço de pagamentos. O nível das reservas internacionais, no conceito de liquidez internacional, caiu de US\$ 60,110 bilhões em dezembro de 1996 para US\$ 58,980 bilhões em março. O Brasil teve um ingresso de capital de cerca de US\$ 5,7 bilhões de janeiro a março, entre os quais os investimentos diretos bateram o record com US\$ 2,689 bilhões, devido à compra do Bamerindus pelo Hong Kong and Shanghai Bank Corporation (HSBC). No mesmo período, no entanto, ocorreu um recuo das captações de capital de curto prazo, em parte explicado pela expectativa do mercado internacional com a elevação dos juros norte-americanos.

Assim sendo, sustar a redução das taxas de juros, para impedir a queda do cupom cambial, tornou-se uma imposição para a política monetária. Porém, como a elevação das taxas de juros não estava na pauta, foi necessário tomar outras medidas para aumentar o cupom cambial e tornar mais atrativo o investimento externo no País, em especial aquele de curto prazo.

No final de abril, o Governo decidiu alterar o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) incidente sobre a entrada de capital externo. Para tanto, reduziu a zero a alíquota do IOF nas operações de captação de empréstimos externos ou de recursos em *bônus*, *notes*, *commercial papers* e operações 63. Seu objetivo era diminuir o custo da captação externa, pois, no primeiro trimestre do ano, houvera um ingresso de R\$ 4,1 bilhões em empréstimos externos, 10% menos do que ocorrera no mesmo período do ano anterior. Visava, além disso, diminuir também o custo da renovação das operações antigas, que estavam para vencer, algo em torno de US\$ 20,1 bilhões apenas de principal da dívida, conforme estimativas preliminares.

Consistente com as prioridades de venda de empresas estatais, a incidência do IOF sobre o ingresso de recursos externos para aplicação em fundos de privatização foi, também, reduzida a zero.

Nas aplicações externas em fundos de renda fixa e em disponibilidades de curto prazo no País e de residentes no Exterior, em especial as contas bancárias de não residentes (CC5), o IOF passou de 7% para 2%, pois estavam muito

altas as saídas de dinheiro via câmbio flutuante, onde são computadas essas operações. Na verdade, o fluxo de saída de recursos através do mercado flutuante de dólares atingiu US\$ 6 bilhões de janeiro a abril de 1997, quase a metade do verificado em todo o ano anterior. Nesse segmento, a saída de capitais era um reflexo da perda da rentabilidade das aplicações feitas em *portfolio*, pois a remuneração, que havia chegado a 12% líquidos em outubro de 1996, recuara para algo em torno de 8% em março deste ano.

Em maio, a autoridade monetária proibiu o financiamento de gastos externos através dos cartões de crédito, também contabilizados no câmbio flutuante. Ademais, ainda em maio, com vistas a estimular a entrada de capitais de curto prazo, as autoridades passaram a permitir que os investidores externos nas bolsas brasileiras operassem em nosso mercado futuro, no montante das ações que possuísem.

Tais medidas, notadamente a redução do IOF e a autorização de investimento nos mercados futuros, aumentaram a volatilidade do capital estrangeiro, já que os recursos externos que entrarem no País pagarão um pedágio menor ou ficarão isentos, tornando mais fácil ao investidor estrangeiro retirar seu capital, quando achar conveniente.

O resultado até agora não tem sido muito satisfatório, pois, além disso, o cupom cambial, que subira em abril para 12,51%, contra os perigosos 8,07% de março, voltou a cair. Atingiu, em maio, seu valor mais baixo nos últimos meses, ao sinalizar uma taxa mensal anualizada de 7,42% (Tabela 2).

Tabela 2

Cupom cambial líquido em US\$, no Brasil — jan.-maio/97

MESES	MENSAL	MENSAL ANUALIZADO	NOS ÚLTIMOS 12 MESES
Jan.	0,83	10,36	14,18
Fev.	0,89	11,28	13,52
Mar.	0,65	8,07	12,61
Abr.	0,99	12,51	12,26
Maio	0,60	7,42	11,69

FONTE: SINOPSE ECONÔMICA (1997). Rio de Janeiro : BNDES, n 52, maio

NOTA: Comparação da taxa Selic com a variação cambial, descontado o Imposto de Renda de 15%.

O Governo tem duas alternativas para elevar o cupom cambial. A primeira seria o aumento dos juros nominais, o que elevaria o custo financeiro da dívida mobiliária e afetaria a estratégia de alongamento de seus prazos. A segunda opção seria uma desaceleração no ritmo da correção cambial, com efeitos negativos nas contas externas pela sobrevalorização ainda maior do câmbio. Tudo indica que as autoridades monetárias vão manter o câmbio e os juros como estão, até que se defina mais claramente a política do FED para as taxas básicas de juros norte-americanas.

Qualquer mudança pode esperar um pouco, pois, em maio, as reservas internacionais aumentaram US\$ 3,2 bilhões, solucionando, nesse mês, o financiamento do déficit, devido às diversas captações externas realizadas pelo BNDES, à privatização da Companhia Vale do Rio Doce e à emissão de US\$ 552 milhões de bônus da República no mercado europeu.

É prudente, todavia, minimizar as saídas de capital externo. No México, às vésperas da crise, as reservas cobriam o valor do déficit em transações correntes por cerca de 12 meses. No Brasil, essa cobertura passou de três anos em fevereiro de 1996 para dois anos em fevereiro de 1997, devido à estabilização dos níveis das reservas (queda das taxas internas de juros), simultânea à persistente elevação do déficit em transações correntes.

A próxima reunião do Comitê de Mercado Aberto (FOMC), setor do Federal Reserve que define o nível dos juros de curto prazo, está marcada para o início de julho. As expectativas são controversas, mas prevalece a crença de que o FOMC manterá as taxas dos *federal funds* nos atuais 5,50% ao ano, diante da inexistência, na economia norte-americana, de indícios que evidenciem pressão inflacionária.

O Presidente do Federal Reserve, Alan Greenspan, contudo, vem chamando o crescimento explosivo da liquidez internacional que tem acompanhado essa expansão da economia dos EUA de "*irrational exuberance*", o que ilustra o ambiente de dúvida sobre os efeitos que as transformações econômicas na área da produtividade, na tecnologia e no mercado de trabalho têm sobre a inflação.

O mais importante executivo do FED mostra-se perplexo diante do fato de a economia dos EUA estar crescendo à plena capacidade, com a taxa mais baixa de desemprego das últimas décadas, a maior valorização de suas ações, porém apresentando, simultaneamente, uma baixa taxa de inflação.

A nossa tradução doméstica para a "*irrational exuberance*" está expressa no volumoso ingresso de capitais externos no País. A história recente sugere que o montante de capital externo fluindo para o Brasil não é apenas uma

função das eventuais vantagens da economia brasileira, mas, também, uma consequência da extraordinária expansão da liquidez internacional.

Alguns analistas vêm apresentando explicações para essa explosão global de liquidez: em primeiro lugar, as transformações sofridas pelos poupadores norte-americanos, que não apenas poupam mais, mas preferem ativos de giro mais rápido, como ações e títulos de renda fixa, a investimentos imobiliários; em segundo, a reciclagem em investimentos externos, como títulos do Tesouro norte-americano, ações, ativos em renda fixa, etc., feita pelos japoneses dos seus contínuos superávits comerciais; finalmente, a grande fuga de capitais russos, que investem recursos oriundos de suas exportações em bancos da Europa Ocidental.

Do ponto de vista doméstico, seria aconselhável uma certa cautela diante dessa ampliação da liquidez internacional. Seja para dar maior eficácia à política monetária internamente, seja para minimizar os prejuízos inevitáveis de uma contração de liquidez e de uma fuga de capitais, está na ordem do dia o alongamento dos prazos das obrigações externas e internas do País.

Assim, as autoridades monetárias têm se dedicado a alongar o perfil da dívida, colocando, com algum sucesso, no mercado internacional, títulos de prazo mais longo e forçando, sem muito sucesso (passou para três a quatro meses), a ampliação dos prazos de vencimento dos seus títulos no mercado interno.

Todavia o lançamento de títulos públicos no mercado internacional, a ampliação da captação de recursos externos pelos agentes privados e a oferta de títulos indexados à variação cambial, que vêm sendo os pilares da política de alongamento dos prazos, ao dolarizar as dívidas privadas e públicas, aumentam, e muito, o risco da economia diante de uma eventual desvalorização do real, ou crise de liquidez internacional. Ademais, torna a nossa política de juros cada vez mais uma função do mercado internacional.

Cabe agora analisar as condições de liquidez interna à nossa economia e o comportamento dos agregados monetários.

Os agregados monetários

O comportamento dos vários ativos financeiros e dos agregados monetários foi bastante afetado, no primeiro trimestre de 1997, pela implantação da CPMF no final de janeiro.

Os fundos de curto prazo, FIFs e os CDBs prefixados foram as operações mais atingidas pela cobrança da CPMF, perdendo, até março, em torno de R\$ 20 bilhões.

Segundo a Associação Nacional de Bancos de Investimento (Anbid), os fundos de curto prazo, só no mês de fevereiro, tiveram captação líquida negativa de R\$ 3,656 bilhões, pois quem aplicasse o dinheiro nos fundos de curto prazo deveria deixar o dinheiro parado por cerca de 10 dias, para não resgatar menos do que havia investido. Já no caso dos CDBs prefixados, os números da Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto (Andima) evidenciam que as retiradas superaram os depósitos em R\$ 2,707 bilhões, só no mês de fevereiro, pois os aplicadores pretendiam evitar a incidência da CPMF na aplicação e na reaplicação. Os saldos foram transferidos, ao longo dos dois primeiros meses do ano, para os fundos de 60 dias, cujo patrimônio aumentou R\$ 18 bilhões, e para os depósitos à vista, R\$ 7 bilhões.

É isso que explica a expansão de 9,7% da base monetária (BM) e de 19,8% do M1, no conceito de média dos saldos diários, apenas no mês de fevereiro, resultando numa expansão, no trimestre, de R\$ 24,7 bilhões e de R\$ 36,9 bilhões respectivamente.

Em abril, no entanto, a base monetária, pela média dos saldos diários, sofreu uma sensível redução (-0,1%), sinalizando uma acomodação do processo de migração dos FIFs de curto prazo para os depósitos à vista, devido à incidência da CPMF. Essa retração ampliou-se em maio, quando a base monetária caiu 0,9%, reduzindo a taxa de crescimento em 12 meses de 41,4% em abril para 38,9% em maio (Tabela 3).

Assim, as alterações expansionistas da CPMF mostraram o seu esgotamento, quando o saldo médio das reservas bancárias, que, no último mês do trimestre, havia se expandido 34,3%, cresceu, em abril, apenas 3,8% e, em maio, sofreu uma redução de 3,1%.

O custo do dinheiro para o mês de abril foi pautado basicamente por quatro fatores que condicionaram a liquidez. De um lado, o conjunto de operações com o sistema financeiro foi o fator mais claramente expansionista da base monetária, produzindo um impacto de R\$ 7,221 bilhões, devido às liberações de recursos às instituições bancárias na forma de assistência financeira de liquidez. As operações de mercado aberto também se deram no sentido de injetar liquidez no sistema, com um resgate líquido de R\$ 1,237 bilhão em títulos públicos. De outro lado, as operações do Tesouro Nacional e do setor externo tiveram impacto contracionista, com volumes de menos R\$ 2 bilhões e menos R\$ 1,5 bilhão respectivamente.

Tabela 3

Evolução, mês a mês e em 12 meses, da base monetária, dos meios de pagamento e do IPC-FIPE no Brasil — jan.-maio/97

MESES	BM (1)		M1 (2)		M2 (3)		M3 (4)		M4 (5)		IPC-FIPE (%)
	No	Em 12	No	Em 12	No	Em 12	No	Em 12	No	Em 12	
	Mês	Meses	Mês	Meses	Mês	Meses	Mês	Meses	Mês	Meses	
Jan.	2,6	0,5	3,9	43,1	4,4	60,0	4,9	44,8	1,4	28,4	1,23
Fev.	9,7	22,4	19,8	57,2	2,5	56,1	2,4	43,3	1,5	27,2	0,01
Mar.	9,2	37,0	2,1	61,6	1,5	52,9	1,5	42,2	1,5	26,8	0,21
Abr.	-0,1	41,4	-1,3	54,6	1,7	49,6	1,5	40,8	1,0	26,4	0,64
Maio	-0,9	38,9	0,4	60,5	0,8	42,6	0,9	37,2	1,0	24,4	0,55

FONTE: Bacen.

NOTA: 1. Dados preliminares

2. BM e M1 representam a média dos saldos diários, e os demais agregados referem-se à variação percentual dos saldos em final de período em relação ao mês anterior

(1) Base monetária é o papel-moeda em circulação mais as reservas bancárias (2) M1 é igual aos depósitos à vista mais a moeda em poder do público (3) M2 é igual a M1 mais os títulos federais fora do Bacen (4) M3 é igual a M2 mais a poupança (5) M4 é igual a M3 mais os depósitos a prazo

Já em maio, os agregados tiveram seu comportamento alterado (Tabela 4). Atuaram, do lado contracionista, as contas do Tesouro, com um fluxo acumulado de R\$ 2,9 bilhões, a colocação líquida de R\$ 684 milhões em títulos públicos, o retorno líquido de recursos anteriormente liberados para assistência de liquidez (R\$ 3,5 bilhões) e o ingresso de depósitos de instituições financeiras (R\$ 1,8 bilhão), notadamente o recolhimento compulsório dos depósitos a prazo (R\$ 1,6 bilhão), graças à eliminação da dedução aplicada sobre o exigível.

Tabela 4

Principais fatores condicionantes da base monetária no Brasil — jan.-maio/97

MESES	(R\$ milhões)			
	TESOURO NACIONAL	OPERAÇÕES COM TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS	OPERAÇÕES DO SETOR EXTERNO	ASSISTÊNCIA FINANCEIRA DE LIQUIDEZ
	(1)			
Jan.	2 175	-566	-1 305	2 495
Fev.	-560	1 166	-75	-6 738
Mar.	-326	-1 565	-611	4 742
Abr.	-2 043	1 237	-1 484	7 221
Maio	-2 871	-684	2 566	-3 481

FONTE: Bacen.

NOTA: 1. Dados preliminares.

2. Fluxos acumulados no mês.

(1) Não inclui operações com títulos.

Quanto às contas do Tesouro, importa destacar, como elemento atípico, que parte dos recursos da venda da Companhia Vale do Rio Doce, aproximadamente R\$ 1,6 milhão, foi utilizada para abater uma parcela da dívida mobiliária federal, sem muito efeito, pois mais papéis foram colocados pelo Banco Central no mercado.

O retorno dos empréstimos concedido pelo Banco Central aos demais bancos, através das linhas de redesconto, foi, sem dúvida, outro elemento atípico a influenciar o comportamento contracionista da base monetária. Desde julho de 1996, as linhas de redesconto deixaram de ser punitivas, e, a partir daí, todo o sistema vem recorrendo a tais empréstimos, quando há vantagem na taxa, até mesmo para reempréstimo entre os próprios bancos. Em maio, alguns bancos devolveram os empréstimos tomados, o que se tornou um dos principais motivos do enxugamento dos R\$ 3,5 bilhões antes mencionado.

As operações com títulos públicos, por sua vez, tornaram-se contracionistas, ao retirar R\$ 684 milhões do sistema, o que foi o resultado da diferença entre um resgate de R\$ 1,7 bilhão no mercado primário e a colocação de R\$ 2,4 bilhões em operações especiais.

Do lado expansionista, deve ser evidenciada a devolução de recolhimentos compulsórios sobre fundos de investimento, FIFs (R\$ 349 milhões), ainda em consequência da redução dessas aplicações de curto prazo. Já as operações do setor externo tornaram-se expansionistas em R\$ 2,6 bilhões, devido à compra líquida de divisas pelo Banco Central no mercado interbancário de câmbio, para cobrir o déficit em transações correntes.

O fato é que a base monetária restrita, pelo conceito de saldo médio diário, ficou, em abril, praticamente constante ($-0,1\%$), ao passo que, pelo critério de saldo no final do período, apresentou um crescimento de $22,2\%$. Isso evidencia que as operações de assistência de liquidez ocorreram nos últimos dias do mês de abril, representando uma expansão anualizada de $81,9\%$, o maior crescimento verificado desde julho de 1995.

No mês de maio, a base monetária contraiu-se tanto pelo conceito de média dos saldos diários ($-0,9\%$) como pelo critério de saldo em final de período ($-20,3\%$), pois o retorno de assistência à liquidez também ocorreu nos últimos dias do mês.

No entanto a variação acumulada da base monetária em 12 meses, pelo conceito de médias dos saldos diários, saltou de $-3,1\%$ em dezembro de 1996 para $41,4\%$ em abril e para $38,9\%$ em maio (Tabela 3). Ambos são os

maiores crescimentos acumulados desde agosto de 1995, quando estava ainda em curso a monetização decorrente da implantação do Plano Real. Essas taxas evidenciam uma nova monetização, derivada agora da imposição de um custo a quem não separa sua poupança daquilo que usa para transações correntes, uma vez que as aplicações com liquidez diária não mais se encontram disponíveis para os aplicadores, sem ônus proibitivos.

Por sua vez, a base monetária ampliada, que enfatiza o comportamento dos títulos públicos federais e dos demais compulsórios em espécie, alcançou R\$ 200,1 bilhões em maio, apresentando um crescimento de 2,3% face ao mês anterior e de 29,9% em relação a maio de 1996. Trata-se do menor percentual de expansão dos últimos anos e significa que o aumento da carteira de títulos públicos federais em poder do mercado, que passou de R\$ 135,4 bilhões em dezembro de 1996 para R\$ 150,2 bilhões em maio de 1997, não foi capaz de compensar seja a desaceleração da base monetária restrita, seja a diminuição dos depósitos compulsórios em espécie.

Refletindo também o efeito da CPMF, o saldo médio dos meios de pagamentos (M1) acumulou um crescimento excepcional de 57,4% nos 12 meses até março (Tabela 3). O aumento dos depósitos à vista, no mesmo período, foi de 70,9%, enquanto o papel-moeda em poder do público crescia 38,9%. Em abril, parece ter-se completado o processo de monetização desencadeado pela CPMF, e a expansão do M1, que já vinha se desacelerando, começou a reduzir-se. Enquanto os depósitos à vista tinham uma queda de 0,9% e o papel moeda de 2,0%, o total dos meios de pagamento sofria uma contração de 1,3%, reduzindo o crescimento anualizado para 52,7%. Já, no mês de maio, a taxa de expansão em 12 meses voltou a elevar-se, atingindo 56%, diante de uma expansão de 0,4% em relação ao mês anterior, devido ao crescimento dos estoques de papel-moeda (0,4%) e dos depósitos à vista (0,5%).

O saldo do M4, o conceito de liquidez mais abrangente da economia, registrou expansão de apenas 1,0% em maio, mantendo a tendência de desaceleração em 12 meses que se observa desde outubro do ano passado. Anualizadas, essas taxas foram 24,6% em maio contra 26,4% em abril. Dentre os seus componentes, os que mais vêm aumentando são os títulos públicos federais, cuja participação no total do M4 atingiu 38,2% em maio e abril contra 37,1% em março e 36,4% em fevereiro.

Com a migração das aplicações após a introdução da CPMF, combinada às novas colocações dos títulos públicos, observa-se, em maio (Tabela 5), que apenas os fundos de curto prazo e os títulos privados perderam partici-

pação no PIB. Os FIFs de curto prazo caíram de 2,9% do PIB em dezembro de 1996 para 0,8% do PIB em maio, e os CDBs, de 10,7% para 9,3% no mesmo período. Esse espaço foi ocupado pelo M1, que, naquele período, aumentou sua participação de 3,8% para 4,4% do PIB, pelos títulos federais, que passaram de 13,1% para 15,9%, o que foi, sem dúvida, o maior aumento, e, também, pela caderneta de poupança, cuja participação subiu de 9,2% para 9,8% do PIB no intervalo assinalado. Houve basicamente uma redistribuição, pois o M4 permaneceu quase estável, passando de 41,2% em dezembro de 1996 para 41,6% do PIB em maio de 1997.

Tabela 5

Comportamento dos agregados monetários em relação ao PIB
no Brasil — dez /96-maio/97

MESES	(% do PIB)								
	M1 (A)	TÍTULOS (1) (B)	TÍTULOS (2) (C)	TÍTULOS (3) (D)	M2 (E)	POUPANÇA (4) (F)	M3 (G)	TÍTULOS (5) (H)	M4 (I)
Dez.	3,8	2,9	13,1	1,4	21,3	9,2	30,5	10,7	41,2
Jan.	4,2	1,8	14,6	1,3	21,9	9,6	31,5	9,6	41,1
Fev.	4,5	1,3	15,0	1,4	22,2	9,7	31,9	9,4	41,3
Mar.	4,6	1,0	15,4	1,3	22,3	9,8	32,1	9,4	41,5
Abr.	4,4	0,9	15,9	1,3	22,5	9,8	32,3	9,2	41,5
Maio	4,4	0,8	15,9	1,4	22,5	9,8	32,3	9,3	41,6

FONTE: Bacen.

NOTA: 1 Dados preliminares.

2. Estimativa do Banco Central para o PIB dos 12 últimos meses a preços do mês assinalado.

(1) Inclui FAF, FRF de curto prazo e FIF de curto prazo (2) Títulos federais em poder do público não financeiro, exclui os anteriores (coluna b) (3) Títulos estaduais e municipais em poder do público não financeiro, exclui os anteriores (colunas B e C) (4) Depósitos de poupança (5) Títulos privados, inclui depósitos a prazo, letras de câmbio e letras hipotecárias, exceto as pertencentes às carteiras das instituições financeiras, dos FAF, dos FRF de curto prazo e dos FIF de curto prazo.

Finalmente, cabe assinalar que o efeito da CPMF, ao impor uma monetização adicional à economia, não impediu que as metas monetárias fossem cumpridas e com muita segurança.

No primeiro trimestre, os valores observados ficaram abaixo ou coincidiram com o ponto médio dos intervalos das previsões, como se vê na Tabela 6.

As metas fixadas para o segundo trimestre e para o ano não oferecem quaisquer dificuldades, mais se assemelhando às chamadas profecias auto-realizáveis. É que a amplitude dos intervalos fixados, como mostra o **Informe Conjuntural** da Confederação Nacional da Indústria (CNI), é suficientemente ampla para que as metas possam ser consideradas restritivas, cerca de 17% entre os limites superior e inferior.

Tabela 6

Programação monetária para 1997 e resultados do 1º trimestre no Brasil

AGREGADOS	1º TRIMESTRE PREVISTO		1º TRIMESTRE OCORRIDO		2º TRIMESTRE PREVISTO	ANO PREVISTO
	Valores (R\$ bilhões)	Δ% em 12 meses (1)	Valores (R\$ bilhões)	Δ% em 12 meses (1)	(R\$ bilhões)	(R\$ bilhões)
M1 (2)	33,2-39,0	54,0	36,9	57,4	35,1-41,2	36,7-44,9
Base Restrita (2)	23,3-27,3	40,2	24,7	37,0	24,0-28,1	26,0-31,8
Base Ampliada (3)	191,5-224,8	51,7	194,2	41,1	220,3-258,7	225,9-276,1
M4 (3)	323,9-380,8	33,6	336,4	26,8	337,5-396,2	352,9-431,3

FONTE: Bacen

NOTA: A programação monetária refere-se ao último mês do período

(1) Para o cálculo das variações percentuais, considera-se o ponto médio das previsões (2) Média dos saldos dos dias úteis no último mês do período (3) Saldos em fim de período

Ao mesmo tempo, as taxas de expansão embutidas nos pontos médios dos respectivos intervalos são muito grandes, considerando-se as expectativas de inflação e do crescimento do Produto e descontando-se o efeito da CPMF. Para dezembro, por exemplo, embute-se um crescimento, em relação a março, de 17% para a base monetária e de 10% para o M1. Fica claro que o verdadeiro alvo do Banco Central é a taxa de juros, e essa, como vimos, tem condicionantes que fogem completamente ao controle da autoridade monetária e, assim, não pode ser antecipada. Os intervalos são, então, suficientemente amplos e elevados, de forma que a liquidez seja adaptável a um nível maior ou menor da taxa de juros.

Mercado financeiro

O ajuste dos bancos brasileiros ainda está em marcha e, tudo indica, levará ao aumento da concentração e da competição dentro do sistema financeiro. No final de março, esse processo acelerou-se, quando o Banco Central interveio no Bamerindus e anunciou a venda de parte de seus ativos e passivos ao segundo maior conglomerado bancário mundial, o grupo Hong Kong and Shanghai Bank Corporation. A operação envolveu R\$ 5,7 bilhões do Proer, uma parte expressiva para viabilizar a transferência da carteira imobiliária para a Caixa Econômica Federal, bem como da carteira de crédito rural e dos ativos e passivos no Exterior para o Banco do Brasil.

Até a compra do Bamerindus pelo HSBC, a atuação dos bancos estrangeiros concentrava-se no segmento de atacado do mercado financeiro. Agora, um grande banco internacional posiciona-se estrategicamente no varejo bancário e parece disposto a disputar uma maior fatia. Não se deve, contudo, apostar numa guerra imediata e intensa de preços e tarifas entre o HSBC e as demais instituições, pois há benefícios para todos, enquanto perdurarem as elevadas barreiras à entrada de bancos estrangeiros no setor. Além disso, se o HSBC tem possibilidade de trazer recursos externos, terá, também, de conviver com o custo elevado de captação da poupança interna.

Sem dúvida, o processo de internacionalização do sistema financeiro doméstico, tradicionalmente composto por bancos privados nacionais ou estatais, a partir do HSBC irá acelerar-se. Ao que tudo indica, a estratégia do Governo é promover a privatização dos bancos públicos e a reestruturação e o saneamento do sistema bancário privado através da permissão de ingresso de novos bancos estrangeiros, o que um destacado economista do Banco Central denominou de direcionar os interesses das instituições estrangeiras para os casos mais problemáticos, ou de "estratégia do Banco Central para casar primeiro as filhas feias".

No entanto os resultados do Programa de Incentivo à Redução do Setor Público na Atividade Bancária (Proes) não favorecem as expectativas de privatização das instituições bancárias estaduais. Esse programa contempla linhas para o ajuste dos bancos estaduais, seja através do incentivo à privatização, seja através da reestruturação das carteiras de ativos e passivos, mantendo seu controle estatal. Como a grande maioria dos governadores não pretende abrir mão do controle dos bancos estaduais, o Proes entrou em compasso de espera, pois o Tesouro Nacional também não tem os R\$ 40 bilhões que o Banco Central considera necessários para promover só o saneamento.

Até que isso fique mais claro, a abertura do setor financeiro à entrada do capital estrangeiro deverá restringir-se às instituições públicas federais e às privadas em dificuldades.

No âmbito do mercado financeiro, destaca-se a evolução da captação da poupança, cuja queda é reflexo do rendimento dos seus depósitos, que tem ficado abaixo de outras remunerações em renda fixa. Desde outubro do ano passado, a captação líquida da poupança vinha sendo positiva, com picos de R\$ 4,19 bilhões em dezembro e R\$ 3,51 bilhões em janeiro, revertendo as perdas ocorridas nos meses anteriores. Esses desempenhos posi-

tivos deviam-se, sobretudo, a uma diminuição do redutor da TR (taxa de juros da poupança), que passou de 1,05% em outubro para 0,85% em dezembro. No entanto, em janeiro, a tendência de queda sofreu uma reversão, e o redutor da TR aumentou para 0,97%, caindo para 0,96% em fevereiro, até se manter constante em 0,95% até junho. A captação líquida da poupança refletiu essas flutuações, iniciando um sistemático declínio, ao passar de R\$ 737,8 milhões em fevereiro a R\$ 396,017 milhões em março e atingindo apenas R\$ 16,393 milhões em abril. Em maio, essa tendência agudizou-se, com os saques superando os depósitos e produzindo uma captação líquida negativa no montante de R\$ 5,98 milhões.

De acordo com as autoridades monetárias, a rentabilidade da poupança deverá ser alterada a partir de novembro, quando o redutor utilizado para cálculo da TR passará a ser móvel. Na prática, isso não significa melhor ou pior remuneração das cadernetas, mas um redutor mais flexível, capaz de acompanhar as taxas de juros do mercado.

O mercado acionário teve um excelente desempenho nos últimos meses, alavancado, sobretudo, pelas ações da Telebrás, que tiveram elevada valorização. Em maio, se um investidor mantivesse uma carteira de ações igual à teórica que compõe o índice Bovespa, teria conseguido um rendimento nominal de 13,64%, resultando num ganho real de 13,4% sobre a inflação medida pelo IGP-M (0,21%).

Segundo a Anbid, a rentabilidade média dos fundos de ações, em maio, era de 6,97%, e a dos fundos de carteira livre (ações e renda fixa), de 7,03%, o que é muito significativo diante da má performance dos demais ativos de risco, ouro (1,41%) e dólar (0,44%).

Diante dessas remunerações, fica claro por que está ocorrendo um deslocamento de aplicações em renda fixa para a Bolsa de Valores. De fato, o movimento de queda e estabilização dos juros tem feito o investidor, que quiser manter a rentabilidade já auferida pelo seu patrimônio, trocar a segurança dos fundos de renda fixa e seus juros, não mais tão apoteóticos, pelo risco dos fundos de ações ou que combinem ações e renda fixa.

No entanto o movimento do nosso mercado acionário é ainda incipiente. O total aplicado nas Bolsas de Valores brasileiras não representa 10% do total das aplicações de renda fixa, quando, nos países desenvolvidos, em especial nos EUA, os dois volumes são praticamente iguais.

Considerações finais

O próximo semestre inicia-se com a reunião do Comitê de Mercado Aberto do Federal Reserve, sendo improvável o aumento das taxas de juros dos *federal funds*. Ocorrendo ou não essa hipótese, outras medidas para favorecer e manter o ingresso de capital externo de curto prazo deverão estar previstas na agenda monetária e financeira do Governo.

Cabe recordar que estão previstas mais quatro reuniões do FOMC ao longo do segundo semestre de 1997, especificamente em 19 de agosto, em 30 de setembro, em 12 de novembro e em 16 de dezembro. Em todas essas datas, podem ocorrer alterações nas duas taxas de curto prazo monitoradas pelo FED/FOMC, ou seja, na taxa dos *federal funds* e na taxa de desconto, dependendo de algum indício de pressão inflacionária decorrente do crescimento da economia norte-americana. Nessa hipótese, ocorreria uma reação em cadeia, que atingiria as nossas taxas de juros, a TBC e a Tban.

No que se refere à abertura do sistema financeiro, a tendência é que, pelo menos nos próximos meses, não sejam definidas regras de entrada para o investidor estrangeiro, sendo cada caso pontualmente decidido pelo Presidente da República, por atribuição constitucional. Pode-se, no entanto, esperar um comparecimento maciço e muito expressivo de interessados.

O grande desafio da nova fase de estabilidade monetária será o alongamento dos prazos dos títulos. A maior probabilidade é que se torne sinônimo de dolarização da dívida pública e privada, diante da dificuldade do Governo em obter prazos maiores no mercado interno do real.

Bibliografia

- CARTA DE CONJUNTURA IPEA (1997). Rio de Janeiro : IPEA, n.72, maio.
- GAZETA MERCANTIL (1997). São Paulo, abr./jun.
- INFORME CONJUNTURAL CNI (1997). Rio de Janeiro : CNI, Departamento Econômico, n. 130, maio.
- NOTA PARA A IMPRENSA: setor externo (1997). [Brasília]: BACEN, Departamento Econômico, jun.
- SINOPSE ECONÔMICA (1997). Rio de Janeiro : BNDES, n. 52, maio.