

Política monetária e sistema financeiro: a elevação das taxas de juros e a concentração bancária*

*Dilma Vana Rousseff***

O Governo, no terceiro trimestre de 1997, diante da crise monetária no Sudeste Asiático, manteve inalteradas as taxas básicas de juros — o que, com inflação cadente, resultou num aumento das taxas reais de juros —, para propiciar um financiamento adequado do crescente déficit em transações correntes, que atingiu 4,3% do PIB, ao mesmo tempo em que supervisionava o aumento da volatilidade do mercado futuro de dólar e de juros, oferecendo *hedge*, através do aumento do número de leilões de títulos indexados ao dólar.

Ainda nesse período, incentivou o processo de ajuste bancário, favorecendo a concentração de ativos financeiros, a participação do capital estrangeiro e a redução do capital público, notadamente dos bancos estaduais, na atividade bancária.

O presente texto procura analisar a política monetária no terceiro trimestre, bem como faz um balanço do desempenho do setor financeiro, em especial no que se refere à rentabilidade dos bancos privados após a implantação do Plano Real.

* Este texto foi elaborado com informações até 30.09.97.

** 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 de liquidez do Banco Central (Tban), interrompida em abril, vem sendo substituída, desde então, pela estabilização nominal dessas taxas, respectivamente, em 1,58% e 1,78% ao mês.

A manutenção, pelas sucessivas reuniões do Conselho de Política Monetária (Copom), das taxas nominais de juros num momento em que a inflação é claramente descendente, pois o Índice de Preços ao Consumidor (IPC) da FIPE vem caindo de 1,41% em junho para 0,11% em julho, chegando, em agosto, a ser negativo (Tabela 3), transformou essa “fixação” dos juros nominais numa deliberada política de elevação dos juros reais, cuja variação no ano deverá ficar em torno de 15,5% a 16%. Ainda que o impacto dos juros sobre a economia e a dívida interna já tenha sido pior — chegou, em 1994, a 33% a.a., caiu para 24% a.a. em 1995 e, no ano passado, ficou em 17% a.a. —, essa (15,5%) é uma taxa bastante elevada, e seu efeito negativo consiste não apenas em ampliar a dívida interna e o desequilíbrio das contas públicas, mas também em potencializar o visível desaquecimento da atividade econômica, diante da pronunciada queda nas vendas e na produção de bens duráveis (automóveis e eletrodomésticos) no segundo semestre.

A razão para esse nível tão elevado das taxas reais de juros encontra-se na estreita e específica correlação que o Plano Real estabeleceu entre a taxa de câmbio e a taxa de juros, que tem no cupom cambial, ou seja, na rentabilidade convertida em dólar de aplicações financeiras efetuadas em real, a sua mais clara expressão contábil.

As autoridades monetárias, tudo indica, vêm perseguindo uma estratégia gradualista de correção cambial, que consiste na correção do câmbio a taxas ligeiramente superiores à elevação dos preços industriais internos. Como os preços externos ainda estariam sendo majorados por uma inflação norte-americana de 2,5% ao ano, a soma das duas parcelas (inflação externa mais a diferença entre a correção cambial e o aumento dos preços industriais internos) implicaria uma desvalorização gradual nada desprezível, em torno de 2% a 3% ao ano.

Ora, caso o Governo opte por continuar ou mesmo acelerar a desvalorização do real acima da inflação — subiu de uma média de 0,60% para 0,80% em setembro —, as taxas de juros devem ser, e estão sendo, manti-

das acima dos níveis desejáveis, ou seja, as taxas de juros efetivas devem crescer proporcionalmente, para assegurar aos investidores externos um lucrativo cupom cambial. Há, portanto, limites impostos, seja à valorização do real diante do dólar, seja à movimentação para baixo das taxas de juros.

Estimativas de técnicos do BNDES avaliam que a rentabilidade das aplicações feitas por investidores estrangeiros, o cupom cambial, não pode se situar abaixo de 9% ao ano, para que seja mantido o fluxo de recursos externos necessários para financiar o déficit em transações correntes, num momento de elevada turbulência nos mercados emergentes, em especial no Sudeste Asiático. Como se pode ver pela Tabela 1, o cupom cambial, no ano de 1997, apesar de ter oscilado bastante, atingiu em setembro seu segundo maior patamar (0,90%), assegurando sempre, em 12 meses, uma rentabilidade acima dos 10%.

Essa preferência pela inércia das taxas nominais de juros, num momento de preços decrescentes, que vem caracterizando a política monetária, explica as pequenas flutuações da taxa *over/Selic* (Tabela 2), ao longo dos meses de julho, agosto e setembro, em torno da taxa básica (TBC, 1,58%), que, assim, ao contrário do trimestre anterior, não se aproximou da taxa-teto (Tban, 1,78%).

Tabela 1

Cupom cambial líquido em US\$ — jan.-set./97

			(%)
ANO E MESES	MENSAL	MENSAL ANUALIZADO	ÚLTIMOS 12 MESES
1997			
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
Mai	0,60	7,42	11,69
Jun.	0,87	10,90	11,43
Jul.	0,77	9,58	11,27
Ago.	0,59	7,28	10,70
Set.	0,90	11,34	10,42

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%.

Na verdade, a vulnerabilidade do *front* externo delimita a margem de manobra dos formuladores da política monetária e transforma a fixação dos juros num instrumento passivo, dependente e derivado da elevada valorização cambial e do desequilíbrio externo, tornando os seus nocivos efeitos sobre as contas públicas uma questão secundária, passível de ser postergada, pois o aumento do déficit fiscal pode ser ancorado nas receitas oriundas da privatização, enquanto houver patrimônio público disponível.

Nas contas externas, uma taxa de câmbio notoriamente valorizada convive com indicativos de deterioração das contas do balanço de pagamentos. Isso está expresso num déficit comercial acumulado até setembro em torno de US\$ 6 bilhões, ultrapassando o total verificado no ano de 1996, de US\$ 5,554 bilhões. As importações, contrariamente às expectativas governamentais, encontram-se em processo de acelerada expansão, enquanto as exportações apresentam sinais de desaceleração, o que, com o déficit na conta de serviços crescendo de forma contínua, aumenta o desequilíbrio do balanço de transações correntes, que já representa 4,6% do PIB.

A política monetária torna-se, então, cada dia mais sensível às movimentações do dólar e dos juros internacionais, pois o que quer que possa alterar a confiança dos investidores externos e afetar a entrada de recursos para financiar o déficit em conta corrente pode tornar o País a próxima vítima de um ataque especulativo.

O Sudeste Asiático e o dólar forte

Em julho, tudo indica, estava prevista, na agenda das autoridades monetárias, uma retomada do movimento baixista da TBC e da Tban diante das sucessivas decisões do Federal Reserve (FED) mantendo inalteradas as taxas dos *federal funds* em 5,5% a.a. e dos indícios de um desaquecimento econômico interno. A decisão de reduzir as taxas de juros foi eliminada do elenco de medidas de curto prazo diante do desenrolar da crise monetária no Sudeste Asiático, iniciada em julho, com a desvalorização do baht tailandês, e ainda hoje em ação.

A abrangência e a durabilidade desse turbilhão monetário no Sudeste da Ásia, apesar de não afetarem diretamente a nossa moeda, aumentaram a volatilidade dos mercados financeiros internos. Aliás, o seu maior efeito sobre o Brasil foi tornar muito problemático para as autoridades monetárias

manter de pé as reiteradas tentativas de negar a defasagem cambial e, sobretudo, de ocultar as consequências que o câmbio sobrevalorizado e os altos déficits em conta corrente poderiam ter sobre a economia local. Tudo isso afastou a hipótese de continuar com a política de redução dos juros internos.

Inúmeros avanços já foram feitos nas tentativas de explicar o que vem caracterizando os ataques especulativos desencadeados nos anos 90, ou seja, o ataque contra a libra inglesa e a lira italiana em 1992, contra o peso mexicano em 1994 e, agora, contra as moedas asiáticas. De forma sumária, tentar-se-á caracterizar alguns traços relevantes do ocorrido no Sudeste da Ásia.

Em linhas gerais, a crise atacou, inicialmente, a segunda geração dos Tigres Asiáticos (a qual teve seu desenvolvimento iniciado nos anos 70), começando pela Tailândia, alcançando, em seguida, as Filipinas, a Indonésia e a Malásia e provocando uma vertiginosa desvalorização de suas moedas e uma queda contínua de suas bolsas de valores.

Em agosto e setembro, chegou a vez de a crise atingir a primeira geração dos Tigres (cujo desenvolvimento começou nos anos 60), ao afetar a Coreia do Sul, resvalando em Hong Kong e em Cingapura.

O fato é que, diante de moedas e ativos supostamente sobrevalorizados, os investidores internacionais, em ação conjunta, empreenderam uma fuga de capitais, ao se desfazerem de suas posições em moedas locais e comprar moedas fortes. Esse ataque especulativo foi vitorioso, porque as apostas do mercado contra as moedas locais foram mais fortes do que a capacidade dos governos de defendê-las.

É que, em algum momento, se tornaram negativas as antecipações quanto à evolução dos preços dos ativos ou à manutenção do diferencial das taxas de juros internos e externos, precipitando as vendas em massa e provocando simultaneamente a liquidação de posições na moeda sobrevalorizada. Em geral, mas não necessariamente, essas antecipações negativas estiveram associadas a um comportamento imprudente do déficit em transações correntes do balanço de pagamentos. Sem dúvida, não se nega a importância dos fundamentos macroeconômicos nas flutuações das taxas de câmbio, mas tal fato deve ser qualificado. No caso da Tailândia e das Filipinas, atribuem-se a desvalorização e, portanto, o ataque especulativo aos desequilíbrios do balanço de pagamentos ao fato de o mercado imobiliário estar superaquecido e de o sistema bancário encontrar-se quase falido, em

profunda crise, o que teria assegurado amplos fundamentos à especulação monetária e facilitado a desvalorização cambial.

No caso da Indonésia e no da Malásia, no entanto, não se verificaram tais desequilíbrios, e, assim, fala-se em efeito contágio ou meramente especulativo.

Na verdade, essas duas gerações de Tigres Asiáticos, com suas moedas atreladas ao dólar valorizado, estão prensadas entre as agendas competitivas do Japão e da China.

De um lado, está a China, exportando produtos ditos de tecnologia leve — de sapatos a relógios, passando por bicicletas, rádios e toca-fitas — e tendo vendido, em 1997, US\$ 180 bilhões no Exterior, segundo cálculos divulgados pela **Bussiness Week**. A economia chinesa vem emergindo com o objetivo de sustentar uma vasta e competitiva produção de equipamentos eletrônicos e de telecomunicação e de aparelhos eletrodomésticos. Sua estratégia agressiva de exportação está baseada numa significativa desvalorização de sua moeda diante do dólar já a partir de 1994. Tornou-se a principal concorrente da segunda geração de Tigres Asiáticos, tirando algumas fatias da primeira geração.

No Japão, as autoridades monetárias esperam que a retomada das exportações de produtos de alta qualidade tecnológica dê a partida para a recuperação da economia, sobre a qual paira a ameaça de estagnação. Essa aceleração das exportações vem sendo movida a taxas de juros próximas de zero e a um iene desvalorizado frente ao dólar. Em 1995, quando se pagava 80 ienes por dólar, o Sudeste da Ásia registrou suas maiores taxas de exportação na década. Desde então, o iene vem sofrendo desvalorizações freqüentes (já chegou a 120 ienes por dólar), perseguindo uma posição mais competitiva das exportações japonesas. Assim, passou a ser uma questão de tempo a desvalorização das moedas, pelo menos de alguns, dos Tigres Asiáticos.

O fato é que câmbios fixos ou atrelados a um indicador (como também é o caso do Brasil) costumam ser defendidos pelos Bancos Centrais com o uso das reservas e o aumento dos juros. Quando os mercados se convencem de que a situação da moeda é insustentável, passam a vendê-la pesadamente nos mercados futuros. Como, nessas operações, só se desembolsa uma fração do total das posições, a capacidade de alavancagem na aposta contra a moeda local é enorme. A política monetária perde toda a eficácia, com os juros atingindo as alturas sem produzir grande efeito restriti-

vo. Proibições formais são também inúteis, como a Malásia vem sentindo na carne.

O Banco Central acaba perdendo bilhões de dólares, que se transformam em lucros para os especuladores quando a moeda sucumbe. Calcula-se que o mercado mundial de câmbio gire em torno de US\$ 1,4 trilhão por dia. Parcelas significativas desse valor são capazes de engolir qualquer Banco Central do Mundo.

Nas décadas recentes, a remoção de controles sobre os movimentos de capital (em especial, a liberalização da conta capital do balanço de pagamentos pelos organismos internacionais), o mais rápido progresso tecnológico em computação e telecomunicações e a diversificação crescente dos instrumentos financeiros produziram uma ampliação extraordinária dos fluxos financeiros internacionais. Em consequência, tornou-se muito mais difícil sustentar regimes cambiais que se caracterizam pela "ancoragem" ou pela fixação de metas cambiais explícitas, isto é, aqueles que estabelecem sistemas ajustáveis de câmbio fixo, prefixados ou bandas cambiais estreitas. Dada a desproporção entre os fluxos internacionais de capital e os fundos à disposição dos bancos centrais, a defesa desse tipo de regime acaba se revelando inviável.

Assim, apesar de não nos termos tornado, neste trimestre, a bola da vez de um ataque especulativo, claras restrições recaíram sobre a política cambial e, por via de consequência, sobre a monetária.

Ainda no que se refere aos condicionantes externos, um outro fator deve ser mencionado para explicar a preocupação do mercado com a sobrevalorização cambial e a decisão do Governo de por fim à política de redução gradual das taxas de juros. Trata-se da valorização acentuada do dólar e, portanto, do real, não apenas em relação às moedas do Sudeste Asiático após a crise, mas, sobretudo, face ao marco alemão e ao iene. Para se ter uma idéia, cálculos publicados pela **Gazeta Mercantil** dão conta de que, entre 5 de julho e 5 de agosto deste ano, o marco alemão desvalorizou-se 7,8% em relação ao dólar; o iene, a moeda japonesa, 4,26%, e o real, 0,58%, o que implica uma perda de competitividade das exportações brasileiras para os Estados Unidos. Os países europeus e asiáticos, com uma desvalorização de suas moedas diante do dólar maior que a do real, passam a ter um ganho comparativo nas exportações que fizeram para os Estados Unidos, além da óbvia perda de competitividade diante da própria Europa e da Ásia.

Aliás, cabe assinalar que a valorização do dólar vem contribuindo para sustentar o nível de crescimento da economia norte-americana sem maiores pressões inflacionárias e com baixa taxa de desemprego. Cálculos do FED sobre esse impacto indicam que o fator câmbio representou, isoladamente, um ponto percentual por ano a menos no índice de inflação desde meados de 1995. Essa diferença não é desprezível, considerando-se o baixo patamar em que oscila a taxa de inflação nos EUA, pois o Índice de Preços ao Consumidor deve chegar, em dezembro, a um pouco acima de 2,5%.

Além disso, constata-se que a valorização do dólar mais do que compensou os aumentos salariais, que, embora modestos, poderiam fazer a inflação subir, caso fossem a única variável. Ao contrário do que tem previsto o Presidente do Banco Central do Brasil para acalmar a agitação do mercado, essa fase de dólar forte parece que ainda vai durar. O avanço do dólar tem descrito, até agora, um círculo virtuoso para a economia norte-americana: a valorização segura os preços dos produtos internos diante de produtos importados mais baratos, o que permite o crescimento com estabilidade, sem inflação, o que valoriza a moeda. Quanto mais o dólar se valoriza, mais o País importa.

Para nós, o dólar forte é, em parte, virtuoso e, em parte, maléfico. A virtude está em que, ao servir como neutralizador de pressões inflacionárias, permite que o FED não eleve as taxas de juros dos *federal funds* e, assim, não pressione as nossas taxas básicas de juros. O malefício, como sempre soube o México, está na distância de Deus e na proximidade excessiva ao dólar, ou seja, na âncora cambial, que, enquanto valoriza o real, deteriora as contas do nosso balanço de pagamentos.

A volatilidade dos mercados e a queda das Bolsas

Uma volatilidade crescente tomou conta dos mercados de juros, moedas, títulos e ações no Brasil, no terceiro trimestre de 1997, devido não apenas à possibilidade de uma elevação das taxas de juros internacionais e às dúvidas dos agentes econômicos diante das contas externas, mas, sobretudo, às ameaças que o dólar valorizado e o ataque especulativo às moedas no Sudeste Asiático deixaram implícitas e aos perigos explícitos de seu contágio.

De início, a desvalorização das moedas no Sudeste Asiático provocou, em julho, um turbilhão nas Bolsas de Valores, coincidindo com um momento altista, que pressionava a realização de lucros. Fortemente oscilantes, as Bolsas entraram em queda acentuada, em agosto, diante do crescimento do fluxo de investidores que liquidavam suas posições em fundos de investimento de renda variável, segundo alguns analistas, para compensar perdas em outros mercados. De acordo com a Associação Nacional de Bancos de Investimento (ANDIB), no final de agosto, os resgates em fundos de investimentos superaram em R\$ 3,4 bilhões as aplicações, sendo que a captação nos fundos de ação e carteira livre ficou negativa em R\$ 1,77 bilhão.

Depois de passarem um ano no topo da lista das aplicações financeiras mais rentáveis (Tabela 2), as Bolsas de Valores tiveram seus rendimentos reduzidos drasticamente em julho, registrando, em agosto, uma valorização negativa, empreendendo, contudo, em setembro, uma recuperação de 11,20%. Em agosto, a Bolsa paulista teve uma queda real de 17,58%; e a do Rio, de 16,09%.

Essa queda esteve associada muito mais ao clima de incerteza em relação às consequências da crise asiática sobre os países emergentes do que à retração verificada, em agosto, nas Bolsas norte-americanas. A incerteza dizia respeito à eficácia da aposta do Governo de que o câmbio e os déficits poderiam ser sustentados pelos recursos obtidos nas privatizações e pelos US\$ 63 bilhões de reservas disponíveis em agosto.

Verificou-se em agosto, e prosseguiu em setembro, a aceleração da desvalorização do real frente ao dólar, anunciada pelo Governo e, portanto, prevista pelo mercado. De acordo com o Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex) a desvalorização efetiva do real em relação ao dólar, em setembro, foi de 0,80% e, como já foi assinalado, decorre da política de minidesvalorizações da moeda nacional e da menor inflação doméstica. Na verdade, apesar dessa recuperação recente, o índice (a taxa real moeda brasileira/taxa real moeda norte-americana) ainda registra uma considerável apreciação relativamente a períodos pré-Plano Real. Segundo a Funcex, em relação ao valor médio de 1991/92, a defasagem é de 22,3% e, frente ao valor de junho de 1994, seria de 16,8%.

Tabela 2

Taxas nominais de juros das aplicações — jan.-set./97

	(%)				
DISCRIMINAÇÃO	JAN	FEV	MAR	ABR	MAIO
Selic (<i>overnight</i>) (1)	1,73	1,67	1,64	1,66	1,58
CDB (pré 30 dias) (2)	1,38	1,57	1,43	1,31	1,31
Poupança (3)	1,25	1,16	1,13	1,12	1,14
Bolsa de SP	13,14	10,85	2,44	10,37	13,64
Bolsa do RJ	15,02	8,40	1,35	9,15	10,71
Fundo de ações (4)	11,12	7,77	1,58	7,18	11,21
FIF de 30 dias -renda fixa (5)	1,59	1,44	1,43	1,41	1,51
FIF de 60 dias -renda fixa (5)	1,85	1,60	1,57	1,54	1,61
Fundo de ações carteira livre (4)	7,38	7,20	3,27	5,77	10,80
US\$ nominal comercial	0,64	0,52	0,74	0,42	0,74

DISCRIMINAÇÃO	JUN	JUL	AGO	SET	ACUMULA- DO NO ANO
Selic (<i>overnight</i>) (1)	1,61	1,60	1,59	1,58	15,65
CDB (pré 30 dias) (2)	1,43	1,32	1,32	1,38	13,18
Poupança (3)	1,16	1,14	1,13	1,15	10,88
Bolsa de SP	10,78	2,43	-15,58	11,20	67,57
Bolsa do RJ	12,48	3,69	-16,09	10,24	64,72
Fundo de ações (4)	9,40	3,19	-13,60	5,36	49,00
FIF de 30 dias -renda fixa (5)	1,35	1,24	1,34	1,12	13,14
FIF de 60 dias -renda fixa (5)	1,60	1,64	1,46	1,27	15,06
Fundo de ações carteira livre (4)	6,93	0,86	-10,22	4,53	41,84
US\$ nominal comercial	0,49	0,60	0,76	(6) 0,44	5,48

FONTE: *Gazeta Mercantil* (1997). São Paulo, jul./set.

(1) Taxa efetiva. (2) Taxa líquida realizada no primeiro dia útil do mês. (3) Rendimento para cadernetas com aniversário no primeiro dia do mês subsequente. (4) Rentabilidade dos fundos até o dia 24.09.97; (5) Rentabilidade dos fundos até 25.09.97. (6) O valor de setembro é parcial.

Em agosto, com a queda das bolsas e dos fundos de ações, o *overnight* sustentou a maior rentabilidade do mês (1,59%), seguido de perto pelos fundos de renda fixa de 60 dias, que projetaram uma rentabilidade de 1,34%. Mas, com a relativa recuperação em setembro, as Bolsas ainda continuaram a apresentar o melhor rendimento do período.

A volatilidade teve seu ponto alto nos mercados futuros de dólar e de juros, verificando-se vários surtos altistas, tanto em agosto como em setembro, atribuídos à persistência da crise asiática, à valorização do dólar (e do real) diante de uma cesta de moedas e aos resultados da balança comercial.

Sem dúvida, esse nervosismo do mercado foi estimulado também pelo aumento da captação de recursos externos por parte das empresas (efeito da dolarização acentuada do endividamento do setor privado), que passaram

a buscar proteção para seus passivos dolarizados. Essas duas ordens de fatores estimularam o mercado a temer as hipóteses de maior desvalorização do real e de aumento da taxa de juros, que estão na raiz do aumento da volatilidade. Ademais, uma relativa escassez de papéis indexados pelo câmbio fazia com que aumentasse a procura por operações de proteção, denominadas *hedge*, nos mercados futuros de dólar e de juros.

As autoridades monetárias procuraram reduzir essa volatilidade e a pressão por *hedge*, realizando alguns leilões de venda da moeda norte-americana, além de aumentarem o número de leilões de títulos públicos federais indexados ao dólar. O resultante desses dois fatores foi um arrefecimento parcial das taxas no mercado futuro de câmbio, trajetória também percorrida pelos juros no mercado interbancário de juros (DI-futuro). Os contratos de dólar futuro com fechamento em primeiro de outubro, novembro e dezembro tinham, em 24 de setembro, uma cotação de R\$ 1,0975, R\$ 1,1070 e R\$ 1,1166 respectivamente. Já as projeções do mercado futuro apontavam uma taxa efetiva de juros nos próximos meses de 1,62% em outubro, 1,63% em novembro e de 1,67% em dezembro.

A reformulação da MP 1.569 — elevando a multa, mas concedendo prazo para que os importadores que contrataram, mas não fecharam o câmbio desde o dia 31 de março, o façam pagando a multa antiga — provocou, também no final de setembro, uma pressão altista no mercado futuro do dólar, logo revertida pelos novos leilões de títulos públicos com correção cambial — Notas do Banco Central — série especial (NBC-E); Notas do Tesouro Nacional série D (NTN-D).

O aumento do volume de títulos públicos federais com indexação cambial, além de instrumento para diminuir a volatilidade no mercado futuro de dólar e de juros, tem sido saudado por permitir uma redução no custo de rolagem da dívida pública simultaneamente a uma ampliação de seu prazo médio, conferindo, assim, maior eficácia à política monetária.

Sem dúvida, o alongamento dos prazos da dívida pública, numa economia estável (melhor ainda se acompanhado de juros mais baixos), torna o canal das taxas de juros muito mais eficaz no que se refere à transmissão da política monetária, como demonstrou Francisco Lopes, Diretor de Política Monetária do Banco Central, em artigo recente (1997).

A maior dificuldade do Banco Central em lançar títulos de longo prazo com juros fixos, denominados em reais, é a falta de confiança de que a infla-

ção não voltará ou, ainda, de que o câmbio possa vir a ser desvalorizado, o que dá no mesmo.

Nos mercados desenvolvidos, há demanda por títulos longos, porque eles pagam taxas de juros fixas mais altas do que os de curto prazo. É, sem dúvida, impossível induzir o mercado a tomar espontaneamente títulos de longo prazo a juros mais baixos ao invés de títulos de curto prazo com juros elevados. No caso do Brasil, a única saída poderia ser oferecer garantias reais maiores contra a possibilidade de corrosão do valor do papel devido a surpresas inflacionárias.

Tudo indica que essa dificuldade vem sendo resolvida pelo Banco Central através dos títulos públicos federais com a garantia da correção cambial, que tanto substituem dívida antiga, como asseguram *hedge* e lastreiam os novos endividamentos. Esse avanço dos títulos dolarizados, no entanto, tem o inconveniente de aumentar, e muito, o risco da economia diante de uma eventual desvalorização do real ou de uma crise de liquidez internacional e impõe a restrição de submeter ainda mais a política monetária aos imperativos do câmbio valorizado, queimando os barcos, impedindo saídas menos onerosas.

A conclusão é que, no quadro atual, não parece ser possível alongar a dívida pública, a não ser em dólar, o que, sem dúvida, é uma aposta muito elevada contra o futuro.

Os agregados monetários

Em julho, a base monetária no sentido estrito teve um aumento de 4,4%, calculado pelo conceito de média dos saldos diários (Tabela 3). Essa expansão explica-se principalmente pelas operações com o setor externo, que tiveram um impacto de R\$ 2,4 bilhões, devido ao ingresso de divisas. No entanto (Tabela 4) a ampliação da liquidez monetária daí resultante foi contrabalançada pelo caráter contracionista das operações com o sistema financeiro, destacando-se o retorno dos empréstimos de assistência financeira de liquidez, no montante de -R\$ 2 bilhões; pelo ingresso dos depósitos de instituições financeiras, em -R\$ 736 milhões; pelas operações do Tesouro Nacional, que atingiram -R\$ 380 milhões e pelas operações com títulos públicos federais, com colocação líquida em torno de -R\$ 163 milhões, sendo que o resgate líquido de R\$ 941 milhões, registrado no mercado primário, foi compensado pela colocação de R\$ 1,1 bilhão no extramercado.

Tabela 3

Evolução, mês a mês e em 12 meses, da base monetária, dos meios de pagamento e do IPC-FIPE do Brasil — jan.-ago/97

ANO E MESES											(%)
	BM (1)		M1 (2)		M2 (3)		M3 (4)		M4 (5)		IPC-FIPE
	No Mês	Em 12 Meses	No Mês	Em 12 Meses	No Mês	Em 12 Meses	No Mês	Em 12 Meses	No Mês	Em 12 Meses	
1997											
Jan.	2,6	0,5	4,1	19,5	4,4	60,0	4,9	44,8	1,4	28,4	1,23
Fev.	9,7	22,4	19,8	49,9	2,5	56,1	2,4	43,3	1,5	27,2	0,01
Mar.	9,2	37,0	2,1	57,4	1,5	52,9	1,5	42,2	1,5	26,8	0,21
Abr.	-0,1	41,4	-1,3	52,7	1,7	49,6	1,5	40,8	1,0	26,4	0,64
Mai	-0,9	38,9	0,4	56,0	0,8	42,6	0,9	37,2	1,0	24,4	0,55
Jun.	1,1	41,6	0,5	53,6	1,2	39,9	1,3	36,2	2,3	25,4	1,42
Jul.	4,4	45,7	0,6	52,2	2,7	37,2	2,1	34,9	1,9	25,1	0,11
Ago.	-3,1	48,3	2,4	61,1	1,0	34,9	1,2	34,1	1,5	25,2	-0,76

FONTE: Bacen.

NOTA: 1. 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.

2. Dados preliminares.

(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.

Alguns desses movimentos, ao se concentrarem no final do mês, explicam, em julho, a contração da base monetária em 1,9%, quando calculada pelo conceito de saldos no final do período, tendo sua taxa de expansão, em 12 meses, sido reduzida para 29,2%.

Essa tendência contracionista foi ampliada em agosto (Tabela 3), quando ocorreu uma redução da base monetária de 3,1%, pelo conceito de média dos saldos diários, e seus dois componentes, o papel-moeda e as reservas bancárias, foram reduzidos em 0,1% e 8% respectivamente. Tal contração, no entanto, não impediu que, nos últimos 12 meses, o saldo médio do papel-moeda emitido aumentasse em 25,7%, nem que as reservas bancárias tivessem crescido 115,9%, acompanhando a evolução dos depósitos à vista.

Mais uma vez, as operações com o setor externo, ou seja, as operações cambiais com o Banco Central foram, no mês de agosto, os principais fatores expansionistas dentre os condicionantes da base monetária (Tabela 4). O ingresso de divisas, nesse mês, foi responsável por um aumento de R\$ 2,9 bilhões na base monetária, sendo parcialmente neutralizado pela colocação de títulos públicos federais no mercado, no montante líquido de R\$ 2,4 bilhões. Também do lado contracionista, deve ser ressaltado o elevado valor atingido pelas operações do Tesouro Nacional na transferência de recursos

do sistema bancário para a conta única do Banco Central, contraindo a liquidez em R\$ 1,7 bilhão. Foi ainda contracionista em R\$ 1,1 bilhão o resultado líquido do conjunto de operações financeiras. Trata-se da diferença entre o retorno dos recursos anteriormente destinados para a assistência financeira de liquidez, num total de -R\$ 1,3 bilhão, e a liberação de R\$ 199 milhões de recolhimentos compulsórios sobre os FIFs, ainda reflexo da redução das aplicações nos fundos de curto prazo.

Em agosto, a base monetária no sentido estrito sofreu uma redução ainda maior, de 9,1%, quando calculada pelo conceito de saldo no final do período, evidenciando a concentração, nos últimos dias do mês de agosto, tanto dos retornos de assistência da liquidez como das operações com títulos públicos federais.

Tabela 4

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

ANO E MESES	TESOURO NACIONAL (1)	OPERAÇÕES COM TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS	OPERAÇÕES DO SETOR EX- TERNO	(R\$ milhões)
				ASSISTÊNCIA FINANCEIRA DE LIQUIDEZ
1997				
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
Mai	-2 871	-684	2 566	-3 481
Jun.	167	1 215	1 389	3 191
Jul.	-380	-163	2 397	-2 008
Ago.	-1 727	-2 380	2 872	-1 299

FONTE: Bacen.

NOTA: 1. Fluxos acumulados no mês.

2. Dados preliminares.

3. Os números positivos indicam expansão, enquanto os negativos, contração.

(1) Não inclui operações com títulos.

É possível verificar que o comportamento da base monetária observado nos últimos meses tem sido bastante típico do período pós-Real. No período inflacionário pré-Real, a base monetária restrita tendia a se desvalorizar,

chegando a representar, em julho de 1994, apenas 0,5% do PIB. Com a estabilização, no entanto, ao se reduzir o custo de oportunidade da retenção de ativos monetários (M1), gerou-se um aumento da demanda por moeda, o qual, sancionado pela política praticada pelo Banco Central, expandiu a base monetária no sentido estrito. Assim, no mês de agosto de 1997, a base monetária representou 2,61% do PIB, ou R\$ 21,86 bilhões. É de se notar que tal aumento se deu tanto em termos da ampliação do papel-moeda quanto, sobretudo, da expansão das reservas bancárias.

Por sua vez, refletindo a ampliação dos depósitos à vista, o saldo médio dos meios de pagamentos (M1), conforme se constata na Tabela 3, acumulou um crescimento significativo de 61,1% em 12 meses até agosto. O aumento dos depósitos à vista, no mesmo período, foi de extraordinários 91,8%, enquanto o papel-moeda em poder do público crescia 26,2%. Esse desempenho anualizado deve-se ao crescimento médio de 4,4%, no mês de agosto em relação a julho, dos depósitos à vista, explicado, em parte, pela extinção do sistema de aplicação automática em fundos de investimento, sem expressa autorização do correntista. Isso mais que compensou a diminuição de papel-moeda em poder do público, da ordem de -0,1%, em agosto. Sem dúvida, fica claro que ocorreu, em agosto, uma minimonetização, também dessa vez motivada pela ampliação dos depósitos à vista. Na verdade, os saldos médios dos meios de pagamento (M1), que, desde abril, ao se completar o processo de monetização desencadeado pela CPMF, vinham apresentando taxas de crescimento negativas ou muito reduzidas, estagnadas em torno de 0,6%, retomaram, em agosto, uma trajetória expansionista, crescendo 2,4% em relação ao mês anterior.

Já a base monetária em sentido amplo, que enfatiza o comportamento dos títulos públicos federais e dos demais compulsórios em espécie, alcançou R\$ 213,1 bilhões em agosto, apresentando um crescimento de 2,2% face ao mês anterior e de 31,0% em relação a agosto de 1996. A queda da base monetária em sentido estrito foi mais que compensada, não tanto pela ampliação dos depósitos compulsórios em espécie, mas, sobretudo, pelo crescimento de 4,4% no estoque de títulos públicos federais (R\$ 6,8 bilhões), com destaque para a liberação de R\$ 1,2 bilhão de títulos vinculados a operações de assistência financeira de liquidez, cujas posições ficaram praticamente nulas no final de agosto. Entre os títulos públicos federais, os títulos do Tesouro Nacional, que apresentaram, em julho, um acréscimo no seu montante de R\$ 5,6 bilhões, continuaram sua trajetória ascendente em

agosto, com uma variação positiva de R\$ 2,9 bilhões, refletindo as necessidades do giro da dívida mobiliária federal.

A evolução dos agregados monetários mais amplos também foi influenciada, em julho, pela evolução dos títulos públicos federais, já que o seu saldo em poder do público não financeiro foi aumentado em R\$ 7,1 bilhões, ou 5,37%, resultando num aumento do M2 de 2,2%. Por outro lado, em virtude do pequeno crescimento dos depósitos de poupança (0,83%) e dos títulos privados (0,99%), o M4 aumentou 1,9%.

Já em agosto, o M2 cresceu apenas 1%, pois foi positivo apenas o saldo dos títulos estaduais e municipais não financeiros em poder do público. Por sua vez, os depósitos de poupança apresentaram uma variação positiva de R\$ 1,4 bilhão, resultando numa expansão do M3 de 1,2% e num aumento dos títulos privados de R\$ 2,1 bilhões, produzindo uma expansão de 1,5% no M4.

Tabela 5

Comportamento dos haveres financeiros em relação ao PIB — ago /95, ago /96, dez /96 e jan.-ago /97

PERÍODOS	BM	M1	(% do PIB)							
			TÍTULOS (1)	TÍTULOS (2)	TÍTULOS (3)	M2	POUPANÇA (4)	M3	TÍTULOS (5)	M4
Ago /95	2,34	2,7	2,4	6,7	1,1	13,3	8,7	22,0	11,4	33,4
Ago /96	2,08	3,1	2,5	12,3	1,2	19,2	8,5	27,6	10,9	38,6
Dez /96	2,53	3,8	2,9	13,1	1,4	21,3	9,2	30,5	10,7	41,2
1997										
Jan.	3,01	4,2	1,8	14,6	1,3	21,9	9,6	31,5	9,6	41,1
Fev.	2,53	4,5	1,3	15,1	1,4	22,2	9,7	31,9	9,4	41,3
Mar.	2,75	4,6	1,0	15,4	1,3	22,3	9,8	32,1	9,4	41,5
Abr.	3,34	4,4	0,9	15,9	1,3	22,5	9,8	32,3	9,2	41,6
Mai	2,64	4,4	0,8	15,9	1,4	22,5	9,8	32,3	9,3	41,7
Jun.	2,97	4,5	0,7	16,0	1,4	22,6	9,9	32,5	9,8	42,2
Jul.	2,91	4,3	0,7	16,8	1,4	23,1	9,9	33,1	9,9	42,9
Ago.	2,62	4,5	0,6	16,7	1,4	23,3	10,1	33,4	10,1	43,4

FONTE: Bacen.

NOTA: 1. Estimativa do Banco Central para o PIB dos 12 últimos meses a preços do mês assinalado.

2. Dados preliminares

(1) Inclui FAF, FRF-cp e FIF-cp. (2) Títulos federais em poder do público não financeiro, exclui o anterior. (3) Títulos estaduais e municipais em poder do público não financeiro, exclui os anteriores. (4) Depósitos de poupança. (5) Títulos privados, incluem depósitos a prazo, letras de câmbio e letras hipotecárias, exceto as pertencentes às carteiras das instituições financeiras, dos FAF, dos FRF-cp e dos FIF-cp.

Como proporção do PIB (Tabela 5), a poupança financeira global da economia expandiu-se, pois passou de 33,4% em agosto de 1995 para 43,4% em agosto de 1997. Nesse processo, ganharam participação crescente os títulos públicos federais, que passaram de 6,7% do PIB em agosto

de 1995 para 16,7% em agosto de 1997, evidenciando a aceleração da dívida pública mobiliária federal. O interessante é que os títulos públicos federais ganharam posição em detrimento dos títulos privados (CDBs), cuja posição passou de 11,4% do PIB para 10,1% no mesmo período, e dos FIFs de curto prazo, que despencaram, devido à incidência da CPMF, de 2,4% do PIB em agosto de 1995 para 0,6% em agosto de 1997. Já as cadernetas de poupança evidenciaram, nesse processo, um pequeno ganho, ao passarem de 8,7% para 10,1% do PIB no período analisado.

O crédito e o nível de inadimplência

Os números divulgados pelo Banco Central para o mês de julho demonstram que os saldos das operações normais de empréstimo, adiantamento e financiamento do sistema financeiro, inclusive operações de *leasing*, atingiram R\$ 272,7 bilhões, aumentando 1,9% em relação ao mês anterior. Desse total, 74,9% foram créditos destinados ao setor privado, e 25,1%, ao setor público.

No que se refere ao setor privado, ocorreu um aumento de 1,9% no mês de julho, quando todos os segmentos registraram expansão relativamente ao mês anterior. O crédito para pessoas físicas puxou essa expansão, com uma alta de 3,3%, seguido da indústria, com 1,9%, do comércio, com 1,6%, e da agricultura, com 1,2%. Os valores acumulados até julho de 1997, no entanto, não apresentaram o mesmo desempenho. Apenas o crédito para as pessoas físicas manteve a liderança, crescendo 29,2% até julho. Já o setor rural, que teve a pior posição no mês, apresenta, contudo, no ano de 1997, a segunda colocação, com um aumento acumulado de 9,2%, seguido pelo comércio, com 7,5%, e pela indústria, com 5,8%.

Por sua vez, o crédito para o setor público alcançou um crescimento de 2,5% em julho e uma variação acumulada nos sete meses do ano de 13,1%. Esse desempenho baseia-se numa expansão, no ano, dos créditos para os Governos Estaduais e Municipais de 16,6% e numa redução de 23,6%, no mesmo período, dos créditos para o Governo Federal.

O nível de inadimplência da economia, medido pela participação dos créditos em atraso e liquidação no total dos empréstimos concedidos pelo sistema financeiro, de acordo com os últimos dados do Banco Central para o mês de julho, sofreu uma pequena queda em relação ao mês anterior. Mes-

mo assim, quando analisada a média acumulada em 1997 até o mês de julho, constata-se que o nível de inadimplência aumentou para 16%, acima, portanto, da média de 15% apurada para todo o ano de 1996.

No setor privado, o nível de inadimplência — medido pela relação créditos em atraso e liquidação sobre créditos totais — atingiu 19,4% em julho, superando a média de 18% relativa ao ano de 1996.

Em julho, todos os segmentos que compõem o setor privado apresentaram alguma redução do nível de inadimplência em relação a junho (Tabela 6). As pessoas físicas mantiveram uma evolução favorável no nível de inadimplência, caindo para 14% em relação à média de 19,1%, do ano de 1996. O comércio, novamente, teve o pior desempenho, apresentando o maior nível de inadimplência, sendo que seus empréstimos em atraso e liquidação representaram cerca de 28,7% dos créditos totais recebidos por esse segmento, para uma média de 23% em 1996.

Tabela 6

Participação dos empréstimos em atraso e liquidação no total de empréstimos concedidos a cada segmento do setor privado — 1996 e jan.-jul./97

DISCRIMINAÇÃO	INDUS- TRIA	HABITA- ÇÃO	SETOR RURAL	COMÉR- CIO	PESSOAS FÍSICAS	OUTROS SERVIÇOS	(%)
							TOTAL DO SETOR PRIVADO
1996							
Média	24,4	4,0	24,4	23,0	19,1	20,4	18,0
1997							
Jan.	25,0	4,4	25,5	28,6	13,9	19,2	18,5
Fev.	25,3	4,4	25,8	29,0	14,1	19,6	18,8
Mar.	25,3	5,0	26,0	29,0	14,3	19,9	19,0
Abr.	26,1	4,7	25,9	29,5	14,6	19,7	19,2
Mai.	26,3	3,7	26,3	29,0	15,0	19,2	19,0
Jun.	26,8	5,5	27,4	29,1	14,5	19,6	19,7
Jul.	26,4	5,4	27,1	28,7	14,0	19,2	19,4

FONTE: *Sinopse Econômica* (1997) Rio de Janeiro, n 56, set

Mercado financeiro

No sistema bancário brasileiro, está em andamento um processo de ajuste, cujas principais características são o aumento do nível de concentração e de participação do capital estrangeiro, num quadro onde ainda prevalecem várias distorções operacionais e a baixa rentabilidade. Integra esse

processo a estratégia de privatização dos bancos públicos (Proes) e de saneamento dos bancos privados (Proer).

Do total de 271 bancos existentes no País no início do Plano Real, 76 já passaram por alguma forma de ajuste, que resultou em transferência do controle acionário, liquidação, intervenção e/ou privatização.

Publicado em setembro de 1997 pelo Fundo Monetário Internacional, o estudo **Mercados Internacionais de Capitais** identifica a presença de três grupos de bancos em situações bem distintas no cenário econômico brasileiro: os bancos públicos, os grandes bancos privados e os bancos pequenos.

De acordo com o FMI, além dos bancos públicos estaduais, a fragilidade do sistema bancário hoje, na verdade, se concentra basicamente sobre os bancos pequenos e médios, que vêm perdendo lucratividade e capital e aumentando seus empréstimos duvidosos. Para um grupo, por exemplo, de 28 bancos com ativos inferiores a R\$ 1 bilhão, o retorno sobre o patrimônio caiu de 42% em 1994 para 19% em 1996. A margem de lucro líquida operacional caiu de 13,7% para 8,6%, e o total de empréstimos duvidosos subiu de 2,8% para 5%. O capital ainda representa 15% dos ativos, mas esses bancos estão, sem dúvida, sujeitos a uma competição cada vez mais dura dos bancos maiores.

Uma decisão do Conselho Monetário Nacional, tomada no final de junho para vigorar a partir de agosto deste ano, aumentou a exigência de capital mínimo de instituições financeiras, passando de 8% para 10% dos ativos ponderados pelo risco. O novo percentual fixado está acima do exigido pelo Comitê de Fiscalização do Banco de Compensações Internacionais (BIS) e das regras do Acordo da Basileia, ao qual o Brasil aderiu em 1994, que recomendavam um coeficiente mínimo de 8%.

Com essa medida, o Governo reitera seu interesse em incentivar fusões e incorporações no segmento de negócios bancários. O Banco Central estima que, das 218 instituições existentes hoje no Brasil, 20 estariam desengavilhadas do novo limite e 11 estavam fora até do limite anterior. Mesmo assim, o coeficiente de 10% não é excessivo, estando, por exemplo, abaixo do índice de 11,5% fixado pela Argentina, e, ademais, os bancos têm um prazo de seis meses para se enquadrarem.

Na verdade, para atingir os padrões internacionais de eficiência, os bancos brasileiros precisarão aumentar em 10% ou 15% os ativos, ou cortar as despesas em um percentual equivalente. São essas as conclusões da Austin Assis Consultores, a partir do exame dos índices que medem a produtivida-

de dos bancos, ou seja, a comparação entre os custos operacionais e os ativos totais. Esse índice atingiu, no final de 1996, 7,2%, um avanço pequeno em relação aos 7,5% de 1995, o que mostra que a melhoria da eficiência vem perdendo fôlego.

Por outro lado, a rentabilidade média sobre o patrimônio líquido de um grupo representativo de bancos selecionados pela Assis Austin Consultores aumentou para 16,4% no primeiro semestre de 1997, constituindo-se na maior taxa desde a implantação do Real. No mesmo período em 1996, o índice foi de 12,4%. Esse resultado pode ser explicado por três fatores: o melhor desempenho das empresas coligadas e/ou controladas pelos bancos (seguradoras, empresas de capitalização e de previdência privada); a redução das provisões sobre créditos duvidosos; e as receitas de serviços, que, de US\$ 2,48 milhões no primeiro semestre de 1996, subiram para US\$ 2,68 bilhões no mesmo período de 1997.

O mesmo desempenho não está sendo observado no segundo semestre deste ano, porque o resultado das empresas coligadas vem sendo menor, em função da própria desaceleração da economia. Além disso, não há mais espaço para a redução dos provisionamentos contra a inadimplência, pois os atrasos registrados pelos bancos, que estavam na casa dos 5,2% no primeiro semestre de 1995, baixaram para 4% no mesmo período em 1996 e para 3,5% agora em 1997, onde tendem a se estabilizar. Por sua vez, as tarifas bancárias, que experimentaram um vertiginoso aumento após o Plano Real, apresentam uma certa inelasticidade e devem também se estabilizar ou mesmo diminuir com a ampliação da concorrência.

Outra característica verificada no balanço dos bancos analisados foi a diminuição dos ganhos com operações de crédito, que, de US\$ 11,89 bilhões no primeiro semestre de 1996, caíram para US\$ 10,13 bilhões no mesmo período de 1997.

A queda das receitas financeiras dos bancos, notadamente dos de varejo, vem se aprofundando gradualmente desde o segundo semestre do ano passado, em consequência da queda dos juros primários e do aumento da concorrência no sistema financeiro. A redução dos *spreads* somente não se aprofundou mais porque a queda das taxas básicas TBC e Tban foi interrompida pelas autoridades monetárias. Dados do Banco Central registram que o *spread* praticado nas operações de crédito para pessoas físicas estacionou perto dos 6% da taxa *overnight* nos últimos cinco meses, quando, há um ano, estava acima dos 10%.

Sem dúvida, nos últimos três anos, os bancos apenas trocaram *float* (receitas financeiras obtidas à base de ganhos inflacionários) por *spread* (diferença entre as taxas ativas e as taxas passivas de juros nas operações de crédito). Os resultados apurados neste semestre enfatizam a necessidade de as margens de lucro do setor bancário serem reduzidas, como forma de expansão de ativos e busca de um maior volume de operações de crédito.

O fato é que a maioria dos analistas do setor bancário considera que, como linha de menor resistência para aumentar ativos, o mercado vai assistir a uma onda ainda maior de aquisições e fusões nos próximos dois anos. Para tanto, os incentivos são vários na fase atual do Plano Real, isto é, os tomadores de crédito estão mais retraídos; os *spreads*, menos elevados; o aumento da concorrência dos bancos estrangeiros está ampliando-se e com pouco ou nenhum espaço para se reduzirem as despesas no curto prazo. Tudo isso transforma o ganho de economias de escala na palavra de ordem preferida do setor, e, assim, resta preferencialmente o caminho da concentração. Incorporar, fundir ou adquirir, eis a questão.

Nesse quadro, merece relevo a abertura do sistema bancário ao capital externo, que, apesar de ter crescido rapidamente após o Plano Real, antes mesmo da regulamentação do artigo 192 da Constituição Federal, tende agora a se acelerar. Segundo um levantamento realizado pela Austin Assis Consultores, a participação dos bancos com controle estrangeiro nos ativos totais do sistema financeiro nacional aumentou de 9,5% em junho de 1994 para 16,6% em junho de 1996. Também, no mesmo período, cresceu a participação dos bancos estrangeiros nos depósitos totais do sistema, de 9% para 14,5%, atingindo US\$ 11,2 bilhões; e no patrimônio líquido, passando de 5,7% para 11,6%, chegando perto de US\$ 3 bilhões.

Esse aumento da importância do capital estrangeiro é resultado não só do crescimento de instituições há décadas estabelecidas no País, mas, principalmente, da entrada de novas empresas bancárias no mercado.

As operações de fusões e aquisições no setor bancário praticamente dobraram, passando de 16 para 30 entre 1995 e 1996, e já somam 23 nos primeiros meses de 1997. Destas, a maior parte envolve a intervenção do capital estrangeiro, de acordo com a pesquisa publicada na **Gazeta Mercantil**, realizada pela KPMG Consultores (Tabela 7).

Tabela 7

Principais aquisições bancárias — jan.-ago./97

MESES E COMPRADOR/SÓCIO	VENDEDOR/SÓCIO	VALOR (US\$ mil)	CAPITAL (%)
Jan.			
Société Generale	Banco Sogeral	...	50,0
Renato Bastos Ribeiro	Banco Augusta Ind./Com.	...	100,0
CS First Boston	Investcorp	...	100,0
Deutsche Bank	Irmãos Guimarães CCTVM	...	100,0
Wachovia Corp. Finance	Português do Atlântico	...	...
Fev.			
Excel Econômico (51%)	UPB (49%)	...	...
Lloyds Bank	Multiplic	600,0	...
Grupo Pactual	Electra	...	...
Mar.			
Arabian Bank	ABC Roma	...	51,0
Cigna International Co.	Excel Econômico	48,0	...
HSBC (1)	Banco Bamerindus	...	...
Santander	Banco Geral do Comércio	150,0	50,1
Abr.			
Morgan Greenfeld	Irmãos Guimarães	...	...
Mai			
Brascan do Brasil	Banco Bank	...	...
Jun.			
Itaú	Banco Banerj	...	100,0
ALG Consumer Finance	Banco Fenícia	50,0	...
Ago.			
Suplicy	Finasa	9,0	...
American Express	SRL	...	50,0
Espírito Santo/Monteiro			
Aranha	Boavista	...	100,0
Santander	Noroeste	...	...
BCN (2)	Credireal	...	...
Boavista (3)	InterAtlântico	...	...

FONTE: **Gazeta Mercantil** (1997). São Paulo, jul./set.

(1) Inclui também Bamerindus DTVM, Bamerindus CCVM, Bamerindus Leasing e Bamerindus Administradora de Cartões. (2) *Joint-venture*. (3) Fusão.

Essa participação do capital estrangeiro tende a aumentar nos próximos meses com as privatizações dos bancos públicos já agendadas, como a do Meridional e a do Banespa, e com algumas aquisições em andamento, como é o caso das tratativas em curso entre o BCN e o Banco Bilbao Viscaya.

É muito instrutivo que a Federação Brasileira das Associações de Bancos (Febraban), diante desse quadro, defenda o acesso do capital estrangeiro ao mercado local, de acordo com as regras de reciprocidade (nos EUA, a

participação do capital estrangeiro é de 20%), e defina o limite de 30% dos ativos financeiros nacionais como o coeficiente recomendável para a participação estrangeira. Segundo a Febraban, um país que quer uma política monetária e fiscal autônoma precisa de um sistema com predominância do capital nacional, caso contrário, corre o risco de perder o controle de aspectos importantes, como o crédito e o fluxo de capital externo, pois os bancos estrangeiros sempre podem obter *funding* no Exterior.

Hoje, a posição oficial das autoridades monetárias não estabelece qualquer limite e foi “relemburada” ao mercado no Comunicado do Banco Central nº 5.796, divulgado em setembro de 1997. Nele estão “esclarecidas” as regras vigentes para o ingresso de instituições financeiras estrangeiras no Brasil e fica claro que estão proibidos o aumento do percentual de participação do capital externo e a instalação de novas agências de bancos estrangeiros, a não ser em casos com autorização expressa do Governo brasileiro, tendo em vista acordos internacionais, reciprocidades ou interesse nacional.

Ora, o Banco Central tem autorizado os bancos estrangeiros a operarem no País nos casos em que estes reduzam o passivo de instituições financeiras que sofreram liquidação (HSBC), cobrando o chamado pedágio. A alguns tem permitido associarem-se a bancos brasileiros e a outros abrirem suas próprias agências no País. Esse quadro simplesmente reitera o arbítrio do Governo, mas não define qual será o nível de participação consentido.

Por sua vez, aumentaram, neste terceiro trimestre, as pressões internacionais exercidas sobre o Brasil, através do Comitê de Serviços Financeiros da Organização Mundial de Comércio (OMC). Estas são no sentido de uma liberalização dos mercados financeiros — bancos, seguradoras, bolsas, etc. —, para garantir a “massa crítica” necessária para a assinatura de um acordo global, no dia 12 de dezembro, nos moldes daquele efetuado no caso das telecomunicações.

A posição brasileira até agora consiste em não se comprometer com qualquer definição, argumentando que a Constituição exige a aprovação, pelo Congresso, de legislação para regulamentar pelo menos quatro pontos: (a) autorização de funcionamento para as instituições nacionais ou estrangeiras operarem nos mercados financeiros de capital e de seguros; (b) condições para a participação do capital estrangeiro nesses mercados; (c) organização e operação de todas as instituições financeiras; (d) exigências para a nomeação do corpo de diretores das instituições financeiras. O Presidente

da República, enquanto isso, concentra em suas mãos o poder de escolher quais os bancos que poderão entrar e se estabelecer no País.

No que se refere aos bancos públicos, um artigo publicado na **Gazeta Mercantil** de autoria dos diretores do Banco Central evidencia que o processo de ajuste dos bancos estaduais deverá levar a uma redução expressiva da presença do setor público na atividade bancária e que isso será feito em conjunto com um programa de ajuste das finanças públicas estaduais.

O prazo limite para a adesão ao Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (Proes) é o final de 1997, quando os estados deverão encaminhar ao Banco Central as propostas de saneamento de seus respectivos bancos, uma vez que o custo fiscal desse saneamento integra os acordos de refinanciamento das dívidas estaduais (MP 1.514 de 7, de agosto de 1996, e MP 1.556, de 19 de dezembro de 1996).

Quadro 1

Situação dos 27 bancos estaduais do Brasil — ago./97

BANCOS	SITUAÇÃO
BRB (DF)	Ainda não apresentou proposta
Paraiban (PB)	Idem
BEA (AM)	Idem
BEC (CE)	Proposta está sendo elaborada
Banerj (RJ)	Privatizado em junho último
Banacre (AC)	Tem proposta de privatização, mas poderá ser transformado em agência de fomento
Beron (RO)	Idem
Banespa (SP)	Em processo de saneamento, podendo ser privatizado ou voltar ao controle do Governo paulista
Credireal (MG)	Privatizado em agosto último
Bemge (MG)	Também deverá ser privatizado
Bandepe (PE)	Em processo de privatização
Baneb (BA)	Deverá ser privatizado
Bemat(MT)	Será transformado em agência de fomento, e as contas correntes já foram transferidas para o Banco do Brasil
Produban (AL)	Idem, com contas correntes transferidas para a Caixa Econômica Federal
Baner (RR)	Será privatizado ou transformado em agência de fomento
Caixa Estadual (RS)	Será transformada em agência de fomento
Banrisul (RS)	Tem proposta de saneamento sob exame do Banco Central e do Tesouro Nacional
Nossa Caixa-Nosso Banco (SP)	Idem
BEG (GO)	Idem
Banese (SE)	Idem
Banestado (PR)	Idem
Banestes (ES)	Idem
Banpará (PA)	Idem
Banap (AP)	Idem
BEP (PI)	Idem
BEM (MA)	Idem
Besc (SC)	Idem

FONTE: **Gazeta Mercantil** (1997). São Paulo, jul./set.

Dentro do Proes, estão disponíveis três linhas básicas de financiamento. A primeira é destinada aos casos dos bancos estaduais em processo de extinção, privatização ou transformação em instituição não financeira ou agência de fomento. Nesse caso, quando há mudança de controle acionário, a União, através do Banco Central e dos bancos federais, poderá refinarciar até 100% da dívida dos estados junto aos seus respectivos bancos estaduais. Essa dívida poderá ser incorporada à dívida refinanciada dos estados (MP 1.560, de 19 de dezembro de 1996) e será cobrada pelo Governo Federal, tendo como garantia a receita própria dos estados e as respectivas transferências constitucionais recebidas da União. A segunda diz respeito aos bancos oficiais federais que venham a absorver os passivos que, por exemplo, os bancos transformados em agências de fomento tiverem junto ao público. A terceira contempla os casos em que os estados queiram continuar como acionistas controladores de seu banco estadual ou tenham mais de uma instituição financeira e queiram ficar com, pelo menos, uma delas. Nessa hipótese, o Governo Federal financiará 50% da dívida do estado junto ao banco sob controle estatal. Como garantias exigirá que o Estado quite de imediato, junto a seu banco, a mesma parcela da dívida que foi refinanciada pela União e efetue uma capitalização da instituição financeira, a ser definida caso a caso pelo Banco Central.

Em todos os casos, as condições são as mesmas aplicadas ao refinanciamento da dívida mobiliária, ou seja, um prazo de 30 anos e juros de, no mínimo, 6% ao ano, com atualização monetária feita pelo IGP-DI

É précondição para se obter qualquer uma das linhas de financiamento que o Estado tenha assinado, até 30 de setembro de 1997, o protocolo de renegociação de suas dívidas com o Governo Federal e que se disponha a abater, de imediato, 20% do total de sua dívida mobiliária e de seus empréstimos junto à Caixa Econômica Federal, passíveis de refinanciamento. Isso evidencia que os estados terão de efetuar um expressivo e imediato desembolso, o que pode explicar a sua generalizada protelação em efetivar qualquer processo mais concreto, pois até agora há apenas cinco casos encaminhados.

No entanto parece não ser rígida a relação entre a quitação de 20% da dívida à vista em troca de um prazo de 30 anos com juros de 6% ao ano. Tudo indica que o Estado do Rio de Janeiro não apresentou ativos à vista e obteve juros de 7,5% ao ano.

Mesmo assim, a venda do Banerj, primeiro banco a ser privatizado, está sendo questionada quanto à sua economicidade, pois o empréstimo feito para sanear-lo, no valor de R\$ 3,088 bilhões, representa mais de 30 vezes o valor líquido apurado na venda, ou seja, R\$ 100 milhões (R\$ 150 milhões menos o valor de R\$ 51,5 milhões pagos ao Banco Bozzano Simonsen pela engenharia da privatização). Além disso, o Governo obrigou-se a pagar de amortização e juros, por ano, R\$ 260 milhões, ou seja, duas vezes e meia o valor total obtido na venda, oferecendo em garantia a futura arrecadação do ICMS e do Fundo de Participação dos Municípios. A conclusão é que esse tipo de saneamento somente beneficia o comprador privado do Banco e, ao invés de sanear as finanças estaduais, apenas contribui com mais prejuízos e desequilíbrio orçamentário.

Ora, impor novas perdas aos governos estaduais está ficando cada vez mais difícil, do ponto de vista político, por deteriorar as combalidas contas estaduais e tornar a Federação letra morta. Por exemplo, a perda fiscal atribuída aos estados pela União, através da isenção do ICMS para exportação, sem as devidas compensações, constituiu um precedente antifederalista muito significativo, ao estadualizar os prejuízos de um desequilíbrio cambial gerado por uma política econômica federal. Agora, diante da quase-rebelião dos governadores, parece que será, ao menos parcialmente, revertida.

Nesse quadro, a ofensiva da maioria dos governos estaduais é no sentido de manter o controle acionário dos seus bancos e, como mostram as reivindicações da Associação Brasileira de Bancos Comerciais Estaduais (Asbace), reduzir a contrapartida dos estados de 50% para 20%. A medida poderia beneficiar 12 governos, que pretendem manter ainda na esfera estadual esse instrumento de efetiva autonomia federativa (Quadro 1).

No entanto, para a União, é crucial que os estados deixem de ter o poder de emitir moeda, devendo, para tanto, perder o controle de seus bancos comerciais estaduais. Logo, é muito provável que ganhe terreno a nova ofensiva das autoridades monetárias, propondo a federalização dos bancos estaduais. Até porque, no quadro atual, pode ser necessário a apresentação de uma proposta de refinanciamento bastante mais vantajosa do que as que estão na mesa, a fim de induzir os governadores a abrirem mão de mais um importante instrumento da autonomia estadual.

Considerações finais

O último semestre de 1997 e o próximo ano estarão marcados pela expectativa de um ataque especulativo contra o real. Não que seja inevitável tal ataque especulativo contra a moeda brasileira, mas porque algumas modificações nas condições da liquidez internacional, como uma flutuação acentuada dos juros norte-americanos ou a intensificação da crise no Sudeste Asiático, por exemplo, podem complicar a continuidade do financiamento de nosso déficit externo. E, a partir daí, tudo é possível

As autoridades monetárias afirmam que o vultoso programa de privatização é o principal fator a conferir tranquilidade ao País. Além disso, que o financiamento do nosso déficit está garantido por um fluxo crescente de capital externo com grande participação de investimentos diretos (em torno de 47%, ou US\$ 14 bilhões) e assegurado pela cobertura de um nível elevado de reservas internacionais (US\$ 61,9 bilhões, no conceito de liquidez internacional, em setembro de 1997). Também o fato de já se ter completado a parte mais decisiva do ajuste do sistema bancário brasileiro, estando erradicada sua fragilidade, conferiria maior segurança diante de eventuais ataques especulativos. Por fim, argumentam que o crédito muito restrito, combinado com algumas características da política monetária, como o elevado nível do compulsório, e, portanto, uma liquidez muito apertada, estreitariam a margem interna para ataques especulativos.

No entanto, como uma linha "Maginot", essa proteção ao real também pode ruir diante do ataque inimigo.

Sem dúvida, o programa de privatização assegura tanto um elevado ingresso de investimento direto como um montante significativo de reservas. Porém, um volume alto de reservas internacionais e de investimentos diretos não é garantia absoluta contra a especulação, porque países como as Filipinas e a Tailândia, que já sucumbiram aos ataques, possuíam estoques de reservas e de investimentos externos proporcionalmente maiores do que os do Brasil.

As reservas de US\$ 61,9 bilhões têm relativa importância, mas somente a dívida de curto prazo e as amortizações deste ano equivalem a 1,2 vez o nosso total de reservas, ou seja, num cenário adverso, de ataque especulativo, elas podem virar pó.

Apesar da baixa alavancagem dos bancos brasileiros, a vulnerabilidade das empresas brasileiras à elevação dos juros pode acabar por repercutir na

situação dos bancos, principalmente daqueles que já não encontram mais espaço no atual cenário de crescente concorrência.

O que o Brasil tem em comum com os países que sofreram colapsos é uma moeda claramente sobrevalorizada e déficits externos altos e crescentes. Em vários aspectos, Tailândia, Filipinas e Indonésia tinham, antes da crise, indicadores bem melhores que os do Brasil: equilíbrio fiscal, taxas muito elevadas de crescimento e exportações expressivas.

Embora a dívida externa brasileira em relação ao PIB seja menor que a desses países, dois indicadores da capacidade de pagamento são muito piores: as relações dívida externa/exportações e serviço da dívida/exportações. Nos dois casos, os indicadores são de duas a três vezes piores do que os dos três países asiáticos.

O desfecho dos ataques especulativos no Sudeste Asiático mostra que nenhum dos instrumentos tradicionais, da elevação dos juros à intervenção dos bancos centrais utilizando suas reservas e outros controles cambiais menos ortodoxos, é uma garantia integral contra um ataque especulativo, principalmente se houver razões de fundamento por trás dele.

Comprovou-se, mais uma vez, nos recentes ataques às moedas dos chamados Tigres Asiáticos, que a política monetária caracterizada pelos juros positivos, a existência de reservas elevadas e a presença de altos níveis de investimento direto externo têm uma limitada capacidade de ação diante dos volumosos fluxos especulativos de capitais, principalmente na vigência de taxas de câmbio relativamente fixas e valorizadas.

O que tem sido francamente favorável é que o mercado internacional continua com dinheiro sobrando e que as taxas de juros baixas nos EUA (5,5%), no Japão (próximas de zero) e na Alemanha (3%) vêm contribuindo para diluir o impacto da crise monetária asiática. Qualquer alteração significativa nessas condições, no entanto, aumenta a nossa exposição, e, a partir daí, diminui o poder das nossas garantias.

Até o final do ano, por exemplo, ocorrerão mais duas reuniões do Comitê de Mercado Aberto, organismo do Federal Reserve que define as taxas dos juros básicos ou *federal funds* nos EUA, especificamente em 12 de novembro e em 16 de dezembro. Há crescentes expectativas de que o Federal Reserve irá elevar modestamente as taxas de juros dos *fed funds* antes do final de 1997. O comitê econômico consultivo da Associação dos Bancos Americanos está prevendo um incremento de apenas 0,25 ponto, aumentando para 5,75% a taxa dos *federal funds* antes do final do ano. Apesar de uma

ampliação desse porte complicar um pouco, se não sinalizar uma tendência altista dos juros norte-americanos, não é ameaçadora. É bom recordar que a crise mexicana foi precedida por uma variação de três pontos percentuais nas taxas de *fed funds* (de 3% para 6%).

Por outro lado, a desvalorização do iene e do marco diante do dólar pode ensejar uma recuperação das economias japonesa e alemã. O Japão poderia alavancar ainda mais suas exportações e, assim, produzir algum acréscimo nas suas taxas de juros, hoje próximas de zero. O mesmo poderia ocorrer com a Alemanha, o que, aliás, se especulou em vários momentos ao longo deste trimestre, pois previa-se que o Bundesbank elevaria os juros acima dos 3% em que se encontra. Também, não seria absurdo esperar, por exemplo, que alguma alteração nas posições japonesas de títulos norte-americanos fosse efetivada, obrigando os EUA a praticarem uma política de juros mais agressiva.

De outra parte, no *front* interno, a proximidade da sucessão presidencial deverá funcionar no sentido de aumentar o nervosismo dos mercados, favorecendo apostas contra o Real e a política econômica vigente.

Com todas essas alternativas no horizonte das possibilidades, além das nossas próprias restrições de câmbio valorizado já mencionadas, dificilmente será retomada a trajetória de redução do juros. Ao contrário, é mais provável que, num quadro de grande volatilidade, haja pressões no sentido de se elevarem os juros básicos nominais da economia.

Finalmente, no que se refere ao setor financeiro, a privatização do Banespa, prevista para ocorrer entre o final de 1997 e o início de 1998, se for realizada, será um marco no processo de privatização dos bancos estaduais, desequilibrando o mercado de bancos privados, principalmente em caso de compra por investidor estrangeiro.

De outro lado, as pressões por parte dos organismos internacionais no sentido de uma maior e mais clara abertura do setor financeiro brasileiro deverão acentuar-se. Combinadas com as propostas de liberalização da conta de capitais do balanço de pagamentos efetuadas pelo FMI e pelo Banco Mundial, poderão ter a condição de atribuir ao nosso Banco Central e às autoridades monetárias locais um caráter mais coadjuvante no que se refere às políticas monetária e cambial.

Bibliografia

BUSINESS WEEK (1997). New York : Mc Graw-Hill, 22 Sept.

CARTA DE CONJUNTURA IPEA (1997). Rio de Janeiro : IPEA, n.75, set.

FOLHA DE SÃO PAULO (1997). São Paulo, jul/set.

GAZETA MERCANTIL (1997). São Paulo, jul./set.

INTERNATIONAL capital markets (1997). Washington, D.C. : FMI, Sept..

LOPES, Francisco (1997). O mecanismo de transmissão de política monetária numa economia em processo de estabilização: notas sobre o caso do Brasil. **Revista de Economia Política**, São Paulo : Brasiliense, v. 17, n.3, p. 5-11, jul.set.

NOTA PARA A IMPRENSA : políticas monetária e fiscal (1997). [Brasília] : BACEN, Departamento Econômico, set.

SINOPSE ECONÔMICA (1997). Rio de Janeiro : BNDES, n 55, ago.