

## **POLÍTICA ECONÔMICA**

---

# **Política monetária e setor financeiro: final do ano projeta incerteza para 1997\***

---

*Edison Marques Moreira\*\**

A política de redução das taxas de juros e de flexibilização do crédito praticada pelo Governo no segundo semestre de 1996 mostra os seus resultados, traduzidos por um crescimento de 2,7% do PIB do País no terceiro trimestre do ano relativamente ao trimestre anterior e de 6,5% ante a igual trimestre de 1995. Essa situação projeta, segundo o IPEA, um PIB para este ano de 3%.

O aquecimento da demanda agregada da economia, que causou essa retomada do crescimento da produção interna do País, provocou, entretanto, uma elevação do nível de inadimplência, o qual aumentou em agosto para todos os setores da economia, alcançando 28% na indústria, 26% no crédito rural e 25% no comércio.

Este texto procura mostrar o que ocorreu em termos de política monetária no último trimestre do ano, bem como o comportamento, nesse período, do setor financeiro.

---

\* Este texto foi elaborado com informações até 17.12.96.

\*\* Economista, Técnico da FEE e Professor da PUC-RS.

O autor agradece aos colegas do Núcleo de Estado e Sistema Financeiro, Carlos Roberto Winckler e Isabel Noemia Rückert, pela leitura e pelos comentários a uma versão preliminar deste texto. Os erros porventura remanescentes são de inteira responsabilidade do autor. Os agradecimentos estendem-se também ao apoio técnico das estagiárias Fernanda Q. Sperotto e Patrícia P. Guimarães, sendo esta última bolsista da FAPERGS.

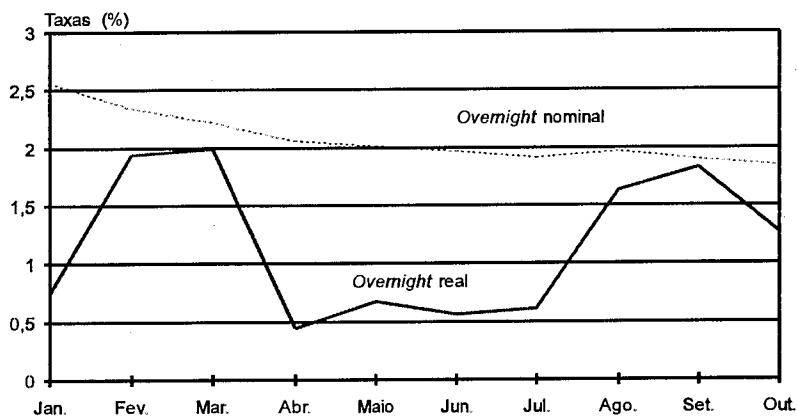
## 1 - Política monetária: mantendo a economia aquecida

No último trimestre do ano, o Governo prosseguiu na sua política de redução gradual das taxas de juros e manteve a liberação do crédito.

Com relação às taxas de juros, verifica-se, através do Gráfico 1, tomando-se a taxa básica ou primária da economia — *overnight* (Selic) —, que, ao longo do ano, a taxa nominal de juros declinou, mas as reais (ou seja, descontando-se a inflação) não tiveram a mesma trajetória no período, elevando-se, em alguns meses, devido à sua queda nominal ter sido menor do que a da inflação.

Gráfico 1

**Evolução das taxas nominal e real do *overnight* (Selic) — jan.-out./96**



FONTE: CENÁRIOS (1996). São Paulo: BBT, v.9, n.83, dez.

As demais taxas de juros que o Governo utiliza para balizar o custo do dinheiro na economia também sinalizaram uma tendência de queda. A Taxa Básica do Banco Central (TBC), que era de 1,78%, foi reduzida para 1,74% em dezembro. A Taxa de Assistência do Bacen (Tban) também caiu de 1,93%

em novembro para 1,90% em dezembro, e a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), a partir de dezembro, passou de 14,7% para cerca de 11% ao ano, reduzindo, assim, o custo do financiamento do BNDES (a correção da taxa continua trimestral).

Mesmo com essa sinalização do Governo de queda nas taxas de juros nominais, elas continuam relativamente elevadas, quando se trata de empréstimo bancário ao cliente de varejo, segundo pesquisa do Procon de São Paulo (NOVOS..., 1996).

No cheque especial, que costuma ser a modalidade mais cara de crédito, as taxas variaram, em outubro, de 9,90%a.m. a 14,30%a.m. Já no crédito direto ao consumidor e no empréstimo pessoal, elas se situaram entre 3,27%a.m. e 7%a.m.

Apesar desse grande diferencial nas taxas de juros, há uma tendência geral de ligeira queda. A taxa média do cheque especial em outubro ficou em 9,46% ante 9,91% em setembro. No empréstimo pessoal, caiu de 6,09% para 5,99% no mesmo período; e, no crédito direto ao consumidor, a taxa média recuou de 5,23% para 5,04%.

Como se fosse um contraponto ao abrandamento dos juros e do crédito, o Governo, em outubro, mudou as regras do recolhimento do compulsório sobre os depósitos a prazo dos bancos, provocando um estreitamento da liquidez na economia. Os bancos, que, até então, entregavam ao Bacen 3% em dinheiro do que captavam em certificados de depósitos a prazo e 17% em títulos públicos, passam, agora, a depositar junto à autoridade monetária 7% em dinheiro e 13% em papéis do Governo.

Com relação à oferta da moeda na economia (agregados monetários), segundo os últimos dados divulgados pelo Banco Central, a base monetária (BM) apresentou uma expansão de 2,4% (Tabela 1) em setembro, pelo critério de média dos saldos diários, decorrente da combinação entre o crescimento de 3,5% do papel-moeda emitido e o declínio de 1,1% verificado nas reservas bancárias.

Com esse resultado, o saldo médio da base monetária situou-se em R\$ 17,2 bilhões, valor inserido no intervalo estimado na programação monetária para o período (R\$ 16,6 bilhões a R\$ 19,5 bilhões). A expansão acumulada em 12 meses passou de 12,5% em ago./95 para 14,8% em ago./96.

As operações com títulos públicos federais foram o principal fator de pressão monetária no mês, houve recompra líquida no valor de R\$ 4,2 bilhões (Tabela 2), a maior parte em operações de curtíssimo prazo no mercado secundário (R\$ 2,9 bilhões). Também se destacaram as operações com sistema financeiro, decorrentes, fundamentalmente, de operações de assistência financeira de liquidez (R\$ 1,8 bilhão).

Tabela 1

Evolução, mês a mês, da base monetária, dos meios de pagamento e do IPC-FIPE no Brasil — jan.- set./96

MESES	BM (1)	M1 (2)	M2 (3)	M3 (4)	M4 (5)	IPC-FIPE
Jan.	-1,1	-5,0	1,5	1,3	1,4	1,82
Fev.	-9,9	-4,5	5,0	3,4	2,5	0,4
Mar.	-2,4	-2,8	3,6	2,3	1,8	0,23
Abr.	-3,2	-1,7	3,8	2,4	1,2	1,62
Mai	0,9	-1,6	6,2	3,8	2,8	1,34
Jun.	-0,9	(6) 2,2	3,3	2,1	1,6	1,41
Jul.	1,4	(6) 1,5	4,4	2,9	1,9	1,31
Ago.	(6)-4,8	(6)-3,2	2,4	1,6	1,3	0,34
Set.	(6) 2,4	(6) 3,2	2,4	1,9	2,1	0,07

FONTE: Bacen.

NOTA: 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 reservas bancárias. (2) M1 é igual a depósitos à vista mais moeda em poder do público. (3) M2 é igual a M1 mais títulos federais fora do Bacen. (4) M3 é igual a M2 mais poupança. (5) M4 é igual a M3 mais depósitos a prazo. (6) Dado preliminar.

Tabela 2

Principais fatores condicionantes da base monetária no Brasil — jan.- set./96

MESES	TESOURO NACIONAL	OPERAÇÕES COM TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS	OPERAÇÕES DO SETOR EXTERNO	(R\$ milhões)
				ASSISTÊNCIA FINANCEIRA DE LIQUIDEZ (1)
Jan.	2 403	-3 949	2 238	-171
Fev.	687	-8 133	2 212	70
Mar.	231	-1 953	-25	1 063
Abr.	-1 715	-1 585	1 131	885
Mai	4 923	-10 247	2 085	3 553
Jun.	279	-668	230	541
Jul.	-889	-2 985	872	4 636
Ago. (2)	-588	578	51	-2 925
Set. (2)	283	4 246	-1 130	1 841

FONTE: Bacen.

NOTA: Fluxos acumulados no mês.

(1) Inclui apenas os custos sobre deficiências de reservas bancárias e Proer. (2) Dados preliminares.

As contas do Tesouro Nacional, embora contracionistas durante grande parte do mês, encerraram o período acumulando fluxo expansionista de R\$ 283 milhões. As operações do setor externo, ao contrário, foram o principal fator contracionistas com R\$ 1,1 bilhão.

Relativamente ao conceito restrito de meios de pagamento (M1), o saldo médio apresentou taxa de expansão de 3,2%. Os depósitos à vista aumentaram 2,9%, e a moeda manual retida pelo público cresceu 3,6%. Com isso, o saldo médio do M1 elevou-se para R\$ 24,3 bilhões, situando-se no intervalo estimado para o período (R\$ 23,2 bilhões a 27,2 bilhões). Em 12 meses, o M1 acumulou expansão de 26,8%.

O saldo do conceito mais amplo de moeda (M1) cresceu 2,1%, alcançando R\$ 296,1 bilhões, mantendo-se dentro do intervalo previsto pela programação monetária para o terceiro trimestre (R\$ 276,1 bilhões a R\$ 324,1 bilhões).

A expansão de setembro (2,1%) foi inferior à registrada em igual mês do ano anterior (2,9%), reduzindo a taxa de crescimento em 12 meses de 30% em ago./95 para 29% em ago./96. A relação M4/PIB aumentou para 40,7%.

## **2 - Setor financeiro: perspectiva de novo ajuste em 1997**

O Sistema Financeiro Nacional poderá viver novo processo de reestruturação a partir do primeiro semestre de 1997. O ritmo desse movimento, entretanto, dependerá da política monetária do Governo em relação ao patamar de taxas de juros. A partir do momento em que elas começarem a cair de forma mais efetiva, o setor poderá viver outra etapa de fusões, incorporações e, até, liquidação de instituições financeiras.

Essa situação pode ocorrer, porque algumas instituições, como bancos médios e de investimento, vivem dos juros cobrados pelos empréstimos. Na realidade, com a queda da inflação e a conseqüente perda do *floating*, os bancos passaram a embutir elevados *spreads* na concessão dos empréstimos. Isso aconteceu porque os bancos não conseguiram ganhos de escala em operações de crédito e procuraram, então, compensar com os juros.

Uma outra fonte significativa de aumento da receita dos bancos pós-Real, mas que tende a se estabilizar em 1997, refere-se às tarifas dos serviços. Segundo pesquisa da consultoria Engenheiros Financeiros e Consultores (FUNDOS..., 1996), a receita dos bancos com tarifas registrou um aumento médio de 51,02% nos nove primeiros meses do ano, em relação ao mesmo período de 1995.

A estratégia de recompor receitas pela cobrança e pelo reajuste de tarifas gerou conflito de interesses entre clientes e bancos. Para diminuir o descontentamento entre os correntistas, os bancos decidiram negociar seus preços com os clientes preferenciais. Vários bancos criaram um sistema de *score* (pontuação), que permite descontos progressivos nas tarifas, à medida que o cliente amplie seu volume de operações com a instituição.

No que se refere à reestruturação do sistema bancário brasileiro, o Governo Federal divulgou, no início de dezembro, uma série de medidas para facilitar a privatização dos bancos estaduais. Agora, por exemplo, fica permitido à União participar como avalista, até mesmo exclusivo, dos financiamentos concedidos pelo Banco Central aos estados para o saneamento dessas instituições dentro do programa de ajustes dos governos estaduais. Como garantia, serão aceitos títulos ou outros direitos, como créditos do Fundo de Compensação das Variações Salariais (FCVS).

Na sua quinta reedição, a Medida Provisória nº 1.514 também autorizou que as instituições financeiras federais (Caixa Econômica Federal, Banco do Brasil e Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) assumam os passivos dos bancos estaduais junto ao público.

Quanto aos bancos privados, o Governo manterá em 1997 as linhas de empréstimos subsidiadas pelo Proer. Há, no Banco Central, o entendimento de que o programa será necessário no ano que vem, porque ainda não está concluído o ajuste do sistema bancário.

Para manter o Proer, não será preciso alterar a legislação atual do Programa, pois a medida provisória que o criou não prevê a sua extinção no final de 1996, como muitos setores acreditavam. A confusão com a sua vigência decorre da interpretação de que ele teria a mesma validade do prazo dado para os benefícios fiscais oferecidos aos bancos que incorporarem outros. Estes só valem para fusões ocorridas até 31 de dezembro de 1996.

### 3 - Mercado financeiro

Nesse mercado, assistiu-se, no último trimestre do ano, à recuperação da caderneta de poupança, que conseguiu reverter, a partir de outubro, as perdas de depósitos que vinha tendo no decorrer do ano.

Até o dia 21 de novembro, segundo o Bacen, a captação líquida no mês foi de R\$ 736,2 milhões, valor 168% superior ao da captação líquida registrada em outubro, que também foi positiva.

Os motivos dessa recuperação estão, principalmente, na queda do redutor da TR, praticada a partir de outubro, o que fez os rendimentos da caderneta de poupança, antes muito distantes da remuneração dos fundos de curto prazo, ficarem mais próximos das taxas praticadas pelo mercado e, conseqüentemente, mais atraentes. Também a isenção de incidência do Imposto de Renda sobre esse tipo de ativo financeiro ajudou a melhorar a sua atratividade no mercado.

Na área dos fundos de investimento, o Bacen, desde outubro, passou a exigir que os seus administradores informem a taxa de administração cobrada e o número de cotistas com periodicidade. A primeira medida aumenta o poder de fiscalização do Bacen, além de dar maior transparência ao setor, e também acirra a concorrência entre as instituições administradoras de fundos de investimento. Reconhecidamente, as taxas cobradas no Brasil estão muito acima das praticadas no Exterior, onde as taxas médias de mercado estão entre 6% e 7% ao ano sobre o patrimônio no caso dos fundos de liquidez diária, cerca de 3% nos Fundos de Investimentos Financeiros (FIFs) de 30 dias e oscilam entre 1,5% e 2,5% nos FIFs de 60 dias.

Quanto à informação do número de quotistas nos fundos, o Governo mostra uma preocupação com os chamados fundos exclusivos (de um único quotista). Embora não sejam proibidos, o Bacen não aprova muito essa modalidade de fundos, pois eles abrem a possibilidade de oferecer liquidez diária sem incidência do compulsório, ou seja: o banco abre um FIF de 60 dias, que é isento do compulsório, para uma única empresa; como a legislação prevê que, no caso de resgate automático, a rentabilidade é distribuída entre os demais cotistas, essa empresa acaba se beneficiando.

Quanto aos Fundos de Ações, o ano marcou uma mudança na composição das suas carteiras. As empresas do setor cíclico, como são conhecidas as companhias de papel e celulose, química e petroquímica e siderurgia,

tiveram a sua participação nos principais fundos fortemente reduzida. Em contrapartida, cresceu o volume de recursos aplicados em ações de empresas do varejo, como os fabricantes da chamada linha branca (geladeiras, máquinas de lavar roupas, etc.) e de aparelhos eletrônicos, além das estatais dos setores de telecomunicação e telefonia.

Face ao contexto dessas mudanças e de outras que influenciaram o mercado financeiro ao longo do ano, chega-se em novembro com a Bolsa de Valores apresentando o melhor desempenho, tanto nominal quanto real, no acumulado do ano (Tabela 3), seguida pelos Fundos de Ações e *overnight*. Destacam-se também os FIFs de 60 dias.

Tabela 3

Rendimentos nominal e real das aplicações financeiras no Brasil — novembro e acumulado de 1996

DISCRIMINAÇÃO	NOMINAL		REAL (1)	
	Novembro	Acumulado do Ano	Novembro	Acumulado do Ano
Bolsa de SP.....	2,03	55,06	1,83	43,05
Bolsa do RJ .....	0,63	49,91	0,43	38,30
CDB (pré-fixado de 30 dias) (2)	1,48	20,61	1,28	11,27
Poupança (3) .....	1,27	14,71	1,07	5,82
<i>Overnight</i> (4) .....	1,80	25,19	1,60	15,49
Ouro ( <i>spot</i> -BM&F) .....	-0,94	2,66	-1,14	-5,29
US\$ comercial .....	0,54	6,24	0,34	-1,99
US\$ paralelo .....	-0,45	9,50	-0,65	1,02
US\$ de intercâmbio .....	0,61	6,52	0,41	1,73
Fundos de Ações (5) .....	0,48	28,45	0,28	18,50
FIF de 60 dias — renda fixa (6)	1,58	23,41	1,38	13,85
FIF de 60 dias — DI (6) .....	1,58	24,48	1,38	14,84
FIF de 30 dias — renda fixa (6)	1,01	21,38	0,81	11,98
FIF de curto prazo (6) .....	0,39	8,06	0,19	-0,31
TR (7) .....	0,77	8,59	0,57	0,18
IGP-M (FGV) .....	0,20	8,40	0,00	0,00

FONTE: Bovespa.  
BVRJ.  
Bacen.  
BM&F.  
Anbid.  
FGV.  
Centro de Informações da Gazeta Mercantil.

(1) Deflator IGP-M. (2) Taxa líquida para grandes aplicações realizadas no último dia útil do mês. (3) Rendimento para as cadernetas com aniversário no dia 1º do mês subsequente. (4) Taxa efetiva. (5) Rentabilidade média, em maio, até o dia 29; projeção de maio. (6) Rentabilidade média; projeção de maio. (7) Taxa no período entre o dia 28.11 e 28.12.



A partir de janeiro de 1997, os ativos financeiros sofrerão o impacto da introdução da cobrança da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF). Para o investidor em aplicações de renda-fixa, já haverá uma redução de seus rendimentos, uma vez que será feito um desconto de 0,2% em todo lançamento de débito em conta. A vigência da CPMF forçosamente implicará um estímulo adicional ao alongamento dos prazos de aplicação na economia. Os fundos de curto prazo perdem boa parte de sua atratividade, pois, com uma remuneração mensal em torno de 0,55%, o aplicador precisaria de, ao menos, 11 dias para não ter perda nominal de seus recursos.

Diante dessa situação, poder-se-ia levantar a tese de que a CPMF estaria beneficiando as aplicações em ativos reais. Contudo é importante lembrar que o Governo não deverá alterar sua política cambial para 1997 e tampouco são esperados grandes ganhos com ouro físico nesse ano. A única forma de se vislumbrar o dólar como reserva de valor seria em um prazo curtíssimo e no caso de a inflação se manter em níveis inferiores a 1%, uma vez que a variação cambial tem se situado entre 0,5% e 0,6% ao mês, semelhante à variação dos preços no atacado. Num primeiro momento, pode, no entanto, haver crescimento na procura por dólares, o que, mesmo assim, não necessariamente desencadeará aumento da cotação no paralelo, pois o Governo dispõe de recursos para evitar maiores ataques especulativos.

Observando-se agora o mercado financeiro sob a ótica da oferta de crédito para investimento produtivo, tem-se constatado neste ano que as formas mais utilizadas de investimento têm sido a captação de recursos externos e a emissão de debêntures. A primeira opção vinha apresentando uma certa retração nos últimos meses, que o Governo, com a intenção, também, de estimular a entrada de capitais de médio e longo prazos para financiar os déficits em transações correntes do balanço de pagamentos, decidiu estimular com a redução do IOF. Se o financiamento for por prazo menor que três anos, a alíquota cai de 5% para 3% e vai se reduzindo gradativamente, conforme o prazo do financiamento. Se ele for de mais de cinco anos, a alíquota é zero. Antes, a isenção só existia a partir do sexto ano. A redução da alíquota do IOF, na prática, torna os empréstimos mais baratos. Isso incentiva as empresas a recorrerem a esse tipo de crédito.

Outra medida tomada pelo Bacen também com o objetivo de estimular a entrada de capital estrangeiro no País foi a permissão dada ao capital externo para a compra de títulos emitidos por empresas. A aquisição por estrangeiros de debêntures de empresas brasileiras voltou a ser permitida, desde que esses papéis contenham cláusulas prevendo sua conversão em ações.

O Banco Central também tomou medidas para incentivar os bancos a captarem dinheiro no Exterior para emprestarem a empresas no Brasil. Antes, os bancos tinham os lucros reduzidos nessas operações, porque, enquanto os recursos não fossem emprestados às empresas, ficavam retidos no Bacen, sem receber nenhum tipo de rendimento. As exceções eram os empréstimos destinados à agricultores, às exportações e à construção civil. Enquanto permanecia na autoridade monetária, esses recursos eram remunerados com a taxa do *over* em dólar, hoje estimada entre 4% e 5% ao ano. A partir de agora, os empréstimos destinados aos outros setores da economia vão receber a mesma taxa de remuneração.

#### 4 - Perspectivas para 1997

Os rumos da política monetária para o próximo ano dependerão em muito do nível de aquecimento da economia, principalmente nos primeiros quatro meses de 1997.

A manutenção do gradualismo na queda das taxas de juros nominais é incerta, devido à recente deterioração no quadro fiscal, às perspectivas de maiores taxas de juros no Exterior e à necessidade de manter a atratividade de capitais internacionais para financiamento do déficit em transações correntes.

No setor financeiro, o ajuste dos bancos, tanto estaduais quanto privados, deverá prosseguir, e, no mercado financeiro, espera-se um alongamento dos prazos das aplicações para 1997.

#### Bibliografia

FUNDOS de ações mudam carteiras, OS (1996). **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 2 dez.

NOTA PARA IMPRENSA (1996). Brasília : BACEN/ Departamento Econômico, set.

NOVOS percentuais do compulsório retiram R\$ 15 bi de circulação (1996). **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 15 out.