

Política monetária: a tênue flexibilização ao longo do ano*

*Edison Marques Moreira***

Diante de um cenário da economia mais otimista no segundo semestre de 1999 do que no primeiro, o Governo procurou, no último, dar uma pequena flexibilização à sua política monetária restritiva, com o objetivo de propiciar alguma expansão à demanda doméstica do País.

As medidas tomadas, entretanto, foram bastante cautelosas, pois a inflação, nos últimos meses do ano, teve uma significativa elevação, a ponto de preocupar as autoridades monetárias, como, por exemplo, quanto ao prosseguimento da sua política de redução da taxa de juros referencial da economia (taxa Selic).

Este texto procura analisar o comportamento da política monetária dentro da conjuntura dos seis últimos meses do ano, bem como a evolução dos agregados monetários nos últimos 12 meses, até outubro. Inclui também a análise do desempenho real dos ativos financeiros em 1999 e alguns fatos importantes acontecidos de julho a novembro no mercado financeiro.

1 - A política monetária no último semestre de 1999

A política monetária no segundo semestre de 1999 manteve-se levemente expansionista. As taxas de juros (Selic) continuaram a cair (Tabela 1), mantendo uma trajetória de flexibilização iniciada a partir de abril. Esse movimento dos juros, entretanto, deu-se em um cenário mais instável. Houve uma elevação da inflação por efeito de choques de tarifas (principalmente em julho), da desvalorização do câmbio, da elevação do preço internacional do petróleo e de fatores sazonais (como a entressafra de produtos agrícolas).

* O texto foi elaborado com informações obtidas até 15.12.99.

** Economista, Técnico da FEE.

O autor agradece a colaboração das colegas Isabel Noemia Rückert e Maria Luiza Blanco Borsatto e, também, a da bolsista da FAPERGS Aline Maria da Silva Mota, assim como a dos estagiários Rita Lodeiro Müller e Nataniel C. Santos.

Tabela 1

Evolução da taxa referencial Selic — 1999

DATAS	TAXA SELIC (% a. a.)
05/mar.	45,00
25/mar.	42,00
06/abr.	39,50
15/abr.	34,00
29/abr.	32,00
10/maio	29,50
13/maio	27,00
20/maio	23,50
09/jun.	22,00
24/jun.	21,00
29/jul.	19,50
02/set.	19,50
23/set.	19,00
07/out.	19,00
11/nov.	19,00
16/dez.	19,00

FONTE: Bacen.

O IPCA do IBGE em outubro registrou a maior taxa de inflação do corrente ano (1,19%), superior mesmo à registrada em fevereiro (1,05%) e em março (1,10%), meses em que era intensa a crise vivida pela economia brasileira, face à forte desvalorização do real a partir de janeiro. Em novembro, entretanto, caiu para 0,95%, sendo, mesmo assim, considerada elevada. No acumulado do ano (8,2%), o IPCA já superou o limite inferior de 6% da meta de inflação para 1999. O IPC-FIPE do mesmo período ficou apenas um pouco abaixo (8,11%), enquanto o IGP-M já superou os 17%.

As trajetórias das taxas mensais de inflação (Tabela 2) parecem caminhar para um novo patamar, depois do pico do primeiro trimestre produzido pela desvalorização cambial, que foi seguido por um período de perda de velocidade em todos os índices.

A explicação para esse cenário é a idéia de que existe uma inflação reprimida, que pode ser constatada nos preços ao atacado em relação aos preços ao consumidor — o Índice de Preços ao Atacado-Disponibilidade Interna, da Fundação Getúlio Vargas (IPA-DI da FGV) chegou, em novembro, a 3,59% contra um Índice de Preços ao Consumidor-Disponibilidade Interna (IPC-DI), medido

pela mesma instituição, de 1,12%. Essa defasagem estaria sendo absorvida pelas margens de lucro da cadeia produtiva e do comércio varejista, que agora começaram a recuperá-la, devido a uma melhora nas condições de demanda doméstica face a fatores, por exemplo, como a redução das taxas de juros básicas e das taxas dos depósitos compulsórios sobre os depósitos à vista e a prazo.

Tabela 2

Evolução das taxas de inflação, mês a mês, segundo vários índices de preços — jan.-nov./99

ÍNDICES	JAN	FEV	MAR	ABR	MAIO	JUN	JUL
IPCA-IBGE	0,70	1,05	1,10	0,56	0,30	0,19	1,09
IPC-IEPE	1,15	1,23	2,58	1,32	0,17	0,09	0,28
IPC-FIPE	0,5	1,41	0,56	0,47	-0,37	-0,08	1,09
IGP-M	0,84	3,61	2,83	0,71	-0,29	0,36	1,55
IGP-DI	1,15	4,44	1,98	0,03	-0,34	1,02	1,59
INPC-IBGE	0,65	1,29	1,28	0,47	0,05	0,07	0,74

ÍNDICES	AGO	SET	OUT	NOV	ACUMULADO JAN-NOV/99
IPCA-IBGE	0,56	0,31	1,19	0,95	8,29
IPC-IEPE	0,98	0,74	0,70	1,05	10,76
IPC-FIPE	0,74	0,91	1,13	1,48	8,11
IGP-M	1,56	1,45	1,70	2,39	17,97
IGP-DI	1,45	1,47	1,89	2,53	18,53
INPC-IBGE	0,55	0,39	0,96	0,94	7,63

FONTE: IBGE.
IEPE.
FIPE.
FGV.

Ao longo do segundo semestre do ano, as quedas nas taxas de juros passaram a acontecer em intervalos mais espaçados e em magnitude menor do que o observado de abril a junho. Na reunião do Conselho de Política Monetária (Copom) de 28.07.99, houve redução de 21% para 19,5% a.a. Essa queda foi maior que a esperada pelo mercado, embora naquele momento o Banco Central tenha também alterado o viés de “baixa” para “neutro”. A meta para a taxa Selic ficou, então, estável por quase dois meses, não tendo sido alterada na reunião do início de setembro (o seu viés passou a ser de “baixa” novamente). Por fim, na reunião do Copom do final de setembro, ela voltou a cair, dessa vez para 19%

a.a., patamar em que vem se mantendo desde então, com alteração apenas no seu viés, que, a partir do início de novembro, passou a ser “neutro” (a última reunião do ano do Copom foi realizada em 15.12.99, e esse viés foi mantido).

A cautela do Copom em não reduzir mais a taxa Selic decorreu do fato de a inflação, nos meses de outubro e novembro, ter-se mostrado relativamente alta, ao mesmo tempo em que, no mercado cambial, se observava uma pressão na demanda por *hedge*.

Apesar da queda da taxa Selic ao longo do ano, ela não se refletiu na taxa de juros do mercado financeiro. Os cartões de crédito, cheques especiais dos bancos e financiamentos de bens de consumo duráveis, por exemplo, mantiveram praticamente o mesmo patamar para o custo do dinheiro.

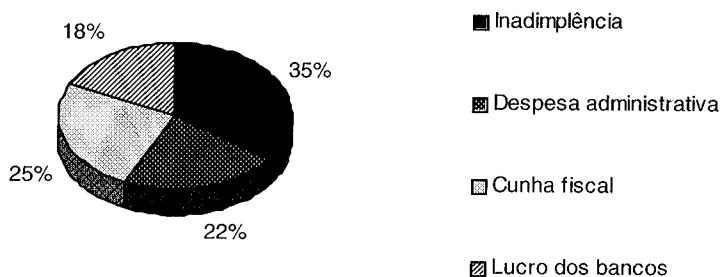
Diante desse quadro, a ênfase da ação do Bacen deslocou-se da taxa básica para os fatores que determinavam a existência de um *spread* excessivamente elevado entre as taxas de captação do sistema financeiro e as taxas de empréstimos, impedindo a redução dos juros no mercado.

Um estudo desenvolvido pelo Departamento de Estudos e Pesquisas do Banco Central em outubro último, que teve como objetivos identificar e explicar os componentes do *spread* bancário entre agosto de 1994 e julho de 1999, mostrou que os seus principais integrantes, com as respectivas participações no *spread* geral (incluindo *spread* de pessoa física e jurídica), eram: inadimplência (35%), despesa administrativa (22%), cunha fiscal (25%) e lucro dos bancos (18%).

Diante do mapeamento do *spread* bancário acima descrito, o Bacen anunciou, em outubro, um elenco de medidas a serem tomadas como parte de um esforço para incentivar a redução das taxas de juros finais, a fim de impulsionar a demanda interna. Vale ressaltar que essas medidas presumiam um cenário macroeconômico favorável.

De uma maneira geral, as medidas tomadas foram as seguintes: redução das taxas de juros básicas da economia compatíveis com as metas de inflação; diminuição do risco de crédito através da criação e/ou aperfeiçoamento de instituições que facilitem o acesso a informações de maus devedores (dinamização da Central de Risco do Bacen ou dos diversos institutos de proteção ao crédito, esclarecimento quanto à Lei de Sigilo Bancário e à Lei de Defesa do Consumidor, que impedem a disponibilização de informações de maus devedores, conferir maior agilidade ao Poder Judiciário quanto ao recebimento de créditos reclamados na Justiça através da criação de Cédulas de Crédito Bancário); redução da cunha fiscal; diminuição dos custos administrativos através da revisão das exigências burocráticas; utilização de instrumentos creditícios mais simples e/ou padronizados; disseminação de contratos eletrônicos; e, finalmente, redução dos lucros dos bancos.

Gráfico 1

Composição do *spread* bancário no Brasil — maio-jul./99

FONTE: MINISTÉRIO DA FAZENDA. BACEN. Departamento de Estudos e Pesquisa (1999). Juros e *Spread* Bancário no Brasil. [online]. Disponível na Internet via [WWW.URL: http://www.bcb.gov.br/juros-spread1.pdf](http://www.bcb.gov.br/juros-spread1.pdf) Arquivo capturado em 16 out.

NOTA: Médias trimestrais.

O pacote, na realidade, traz mais de duas dezenas de medidas, algumas para adoção imediata ou a curto prazo, outras para entrar em vigor mais a longo prazo. De forma imediata, destacam-se a queda do imposto das operações de crédito para pessoas físicas (IOF) de 6% para 1,5%, igualando-se à que já era cobrada de empresas, e a redução do recolhimento compulsório dos bancos sobre os depósitos a prazo de 10% para 0%, liberando mais de R\$ 9 bilhões no mercado. Anteriormente, no início de setembro, o depósito compulsório sobre o depósito a prazo já havia caído de 20% para 10%; e o sobre o depósito à vista, de 75% para 65%.

No mês de novembro de 1999, quando comparado com outubro, já se pode observar como resultado, principalmente das medidas de aplicação imediata, uma queda nas taxas de juros ativas (a média mensal na taxa de juros geral, que em outubro era 4,33%, caiu, em novembro, para 4,16%, segundo dados do Bacen).¹

¹ A média mensal da taxa de juros geral é a taxa média das operações ativas, ponderada pelo peso das diversas modalidades de crédito na carteira do sistema bancário.

A redução das taxas ao tomador final teve um impacto significativo sobre o chamado *spread* bancário, uma vez que a taxa de captação se manteve estável ao longo de novembro, em sintonia com a estabilidade da meta da taxa Selic (a média do *spread* geral, que era 3,01% em outubro, caiu para 2,83% em novembro, conforme dados do Banco Central).²

Um efeito importante dessa queda da taxa de juros relaciona-se à evolução da oferta de crédito bancário no segmento livre do mercado, que atingiu, em novembro, R\$ 54,5 bilhões, um expressivo aumento sobre o volume de junho, quando alcançou R\$ 46,5 bilhões. O incremento do volume de crédito também está associado à queda moderada que vem se observando nas taxas de inadimplências.

2 - Agregados monetários e empréstimos do sistema financeiro

Em 12 meses, até outubro, a base monetária (BM), considerando-se o critério de média dos saldos diários, apresentou uma expansão de 6,2%, sendo que, em outubro, especificamente, houve uma redução de 5,2% em relação ao mês de setembro, que, como agosto, apresentou uma variação de 0%, conforme mostra a Tabela 3. Dentre os componentes da BM, o saldo de papel-moeda emitido em 12 meses apresentou expansão de 9,9%; e o de reservas bancárias, de 1,6%.

Segundo dados do Bacen, houve uma queda significativa nas reservas bancárias em outubro comparativamente aos demais meses do segundo semestre do ano, o que se explica pela redução de 75% para 65% da alíquota de recolhimento compulsório sobre depósitos à vista, vigente a partir do início do mês de outubro.

Com relação aos fatores condicionantes da BM, verifica-se, através da Tabela 4, que, ao longo do segundo semestre (julho-outubro), as operações com o Tesouro Nacional foram sempre contracionistas, sendo exceção o mês de outubro, onde o fluxo mensal dessas operações foi expansionista em R\$ 723 milhões, significando que o Tesouro Nacional foi superavitário em quase todo o período.

² A média do *spread* geral é a taxa média do *spread* bancário ponderada pelo peso dos diversos segmentos que o compõem.

Tabela 3

Evolução mensal da taxa de crescimento dos agregados monetários — jan.-out./99

(%)

MESES	BM (1)	M1 (1)	M2 (2)	M3 (2)	M4 (2)
Jan.	-0,40	-2,00	3,79	2,90	2,24
Fev.	0,20	0,80	0,62	0,99	1,86
Mar.	-4,00	-3,70	0,90	0,85	1,14
Abr.	-3,10	-3,40	1,22	0,96	0,35
Mai	-2,60	-1,70	2,15	1,77	1,37
Jun.	2,90	2,60	4,52	3,09	2,71
Jul.	6,90	5,40	2,57	1,75	0,89
Ago.	0,00	0,50	5,68	3,97	2,05
Set.	0,00	-1,00	1,86	1,20	1,07
Out.	-5,20	3,10	3,00	2,13	1,97

FONTE: MINISTÉRIO DA FAZENDA. BACEN. Informações Econômicas. (1999). Nota para a imprensa (Agregados monetário; 18 out.). [online] Disponível na Internet via WWW.URL:<http://www.bcb.gov.br/htms/notecon1.html> Arquivo capturado em 19 nov.

- NOTA: 1. Base Monetária (BM) = saldo do papel-moeda emitido mais reservas bancárias.
 2. M₁ = papel-moeda em poder do público mais depósito à vista.
 3. M₂ = M₁ mais títulos públicos federais, estaduais e municipais.
 4. M₃ = M₂ mais depósitos de poupança.
 5. M₄ = M₃ mais títulos privados.

(1) Média dos saldos diários. (2) Saldos em final de período.

O conjunto de operações com o sistema financeiro (assistência financeira de liquidez mais depósitos de instituições financeiras, fundos de investimento, depósitos de reservas voluntárias e (DRV) mais outras contas) no período em análise, por sua vez, sempre foi expansionista e, especificamente, em outubro (último mês com dados disponíveis), acumulou uma expansão monetária líquida de R\$ 637 milhões. Tal fato deveu-se, principalmente, a liberações de compulsórios sobre os depósitos do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (segundo o Bacen, essa liberação foi da ordem de R\$ 515 milhões).

As operações com o setor externo foram contracionistas ao longo do período, julho-outubro, sendo que, em outubro, essas operações provocaram o maior impacto contracionista, R\$ 1,4 bilhão, resultante da atuação do Bacen no mercado interbancário de divisas. Conforme o Banco Central, desse total, R\$ 1,3 bilhão correspondem à demanda do Tesouro Nacional por moeda estrangeira.

Relativamente às operações com títulos públicos federais no segundo semestre, incluindo a atuação do Bacen com o objetivo de ajustar a liquidez do mercado monetário, verifica-se que, enquanto essas operações foram expansionistas em julho e setembro, por outro lado, em agosto e outubro elas causaram um impacto contracionista na BM. Especificamente no último mês analisado, esse impacto foi da ordem de R\$ 69 milhões, bem menor do que o do mês de agosto, significando que, em ambos os casos, o Tesouro Nacional colocou mais títulos no mercado do que resgatou.

A meta monetária indicativa de outubro negociada com o Fundo Monetário Internacional (FMI) em termos de teto para o Crédito Doméstico Líquido (CDL) — diferença entre a base monetária e as reservas internacionais líquidas — foi cumprida, tendo-se situado abaixo do teto em R\$ 2,5 bilhões.

Tabela 4

Fluxos acumulados no mês dos fatores condicionantes
da base monetária — jan.-out./99

(R\$ milhões)

MESES	TESOURO NACIONAL (1)	OPERAÇÕES EM TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS	OPERAÇÕES DO SETOR EXTERNO	ASSISTÊNCIA FINANCEIRA DE LIQUIDEZ
Jan.	-100	7 113	-4 756	-1 502
Fev.	-815	-2 008	285	-27
Mar.	-1 768	5 076	-3 812	-316
Abr.	-2 650	3 631	-1 950	-6
Mai	25	3 254	659	-30
Jun.	-843	-6 657	8	-7
Jul.	-1 627	9 333	-13	-7
Ago.	-6 434	-4 139	-296	-7
Set. (2)	-2 901	4 518	-11	-7
Out.	723	-69	-1 411	-7

FONTE: MINISTÉRIO DA FAZENDA. BACEN. Informações Econômicas. (1999). Nota para a Imprensa (Agregados monetário; 18 out.). [online] Disponível na Internet via WWW.URL:<http://www.bcb.gov.br/htms/notecon1.html> Arquivo capturado em 19 nov.

(1) Não inclui operações com títulos. (2) Dados preliminares.

Relativamente à base monetária ampliada, ela atingiu uma expansão de 28,47% no acumulado em 12 meses, até outubro, enquanto o seu saldo ao final do mês de outubro expandiu-se de 2,3%.

Os meios de pagamento (M1), com base no saldo médio diário, acumularam um crescimento de 14% em 12 meses, sendo que, no primeiro mês do último trimestre do ano, registraram uma expansão de 3,1%. Dentre seus componentes, o papel-moeda em poder do público e os depósitos à vista cresceram, em 12 meses até outubro, respectivamente, 9% e 17,3%, sendo que, em outubro, ambos apresentaram um incremento de 1,3% e 4,3%, refletindo uma pequena monetização da economia, devido à redução dos depósitos compulsórios sobre os depósitos à vista determinada pelo Copom.

O saldo dos meios de pagamento no conceito ampliado (M4) apresentou uma expansão de 23,6% em 12 meses até outubro e, praticamente, de 2% nesse mês. O estoque de títulos públicos federais em poder do público não financeiro, conforme dados divulgados pelo Bacen, alcançou R\$ 135,5 bilhões, também até outubro, apresentando um incremento de 10,8% nesse mês e correspondendo a 25,6% do total do agregado. O saldo dos depósitos de poupança atingiu R\$ 109,9 bilhões no mesmo período acima, com um decréscimo de 0,4% no mês de outubro, representando 20,75% do agregado, enquanto o dos títulos privados alcançou R\$ 93,1 bilhões, com incremento de 1,2% e sendo 17,5% do total. A relação M4/PIB alcançou 50,3% ante 50,2% em setembro, mantendo-se praticamente estável nesse patamar ao longo do ano.

Com relação às operações de crédito em curso normal (Tabela 5) concedidas pelo sistema financeiro, as mesmas tiveram um crescimento no seu total, em 12 meses até setembro, de 5,1% e, especificamente nesse mês, 1,12%, o que sinaliza uma tênue tendência de crescimento ao longo do segundo semestre do ano.

O total de crédito concedido ao setor privado mostrou um incremento de 6,8% em 12 meses, sendo que, no mês de setembro, de 1,14%, representando, a partir de abril, pequena retomada na busca do crédito, principalmente por parte da indústria, devido, dentre outros fatores, à redução da taxa de juros referencial da economia.

Por setor de atividade econômica, o saldo dos empréstimos direcionados à indústria cresceu, em 12 meses, 17,1% e, no mês de setembro, 1,3%, enquanto no segmento do comércio o volume de crédito contratado nos mesmos 12 meses apresentou uma evolução de 6,8% e de 2,9% respectivamente.

Quanto ao volume de crédito direcionado ao setor público, os dados mostram uma contração de -5% em 12 meses até setembro e, nesse mês especificamente, uma expansão de 0,96% em relação a agosto. Em 1999, pode-se dizer que praticamente os empréstimos do sistema financeiro ao setor público se mantiveram sem grandes oscilações.

No que tange às operações de crédito em atraso e em liquidação, observou-se, ao longo de 12 meses, uma ligeira queda de participação no total de crédito, caindo de 9,3% em outubro de 1998 para 8,7% no mesmo mês de 1999.

Tabela 5

Evolução mensal da taxa de crescimento dos empréstimos do sistema financeiro normal — jan.-set./99

MESES	SETOR PÚBLICO (1)	SETOR PRIVADO			TOTAL GERAL (3)
		Indústria	Comércio	Total (2)	
Jan.	1,54	16,56	8,91	4,06	3,73
Fev.	0,25	4,28	-0,49	1,51	1,35
Mar.	-0,16	-6,63	-4,70	-3,52	-3,10
Abr.	0,01	-2,71	-0,96	-1,11	-0,96
Mai	0,32	1,03	-0,20	0,16	0,18
Jun.	0,30	0,85	-0,66	0,33	0,33
Jul.	-1,22	1,39	1,84	0,92	0,64
Ago.	-0,14	1,38	3,32	1,02	0,87
Set.	0,96	1,26	2,91	1,14	1,12

FONTE: MINISTÉRIO DA FAZENDA. BACEN. Informações Econômicas. (1999). Nota para a imprensa (Agregados monetário; 18 out.). [online] Disponível na Internet via WWW.URL:<http://www.bcb.gov.br/htms/notecon1.htm> Arquivo capturado em 19 nov.

NOTA: 1. Inclui operações do FGTS.
2. Saldos em final de período.
3. Dados preliminares.

(1) Inclui Administração Direta, Indireta e atividades empresariais. (2) O total do setor privado compreende o somatório da habitação, do segmento rural, das pessoas físicas, dos outros serviços, além da indústria e do comércio. (3) O total geral compreende o somatório do setor público com o total do setor privado.

3 - Mercado financeiro

O destaque, dentre os ativos financeiros (Tabela 6), em termos de rentabilidade real acumulada no ano até novembro (último dado disponível), foi as ações negociadas nas Bolsas de Valores de São Paulo e Rio de Janeiro, que registraram ganhos reais de 72,16% e 79,5% respectivamente, seguidas de perto pelos fundo de ações carteira livre e fundos de ações, que, na ordem, apresentaram rendimentos reais de 66,16% e 59,66% no mesmo período.

Tabela 6

Evolução percentual dos rendimentos reais dos ativos financeiros — jan.-nov./99

DISCRIMINAÇÃO	JAN	FEV	MAR	ABR	MAIO	JUN	JUL
Bolsa (SP)	19,44	5,24	16,74	5,36	-2,02	4,47	-11,60
Bolsa (RJ).....	21,58	4,19	16,34	6,34	-1,86	6,05	-9,45
CDB ANBID (pré-fixado 30 dias) (1)	0,89	-1,17	-0,41	1,25	2,05	0,96	-0,35
DI (extragrupo)	1,33	-1,22	0,44	1,55	2,25	1,27	0,07
Poupança (2).....	0,18	-2,20	-1,14	0,40	1,37	0,45	-0,74
Overnight (3).....	1,33	-1,19	0,49	1,63	2,31	1,31	0,11
Ouro (<i>Spot</i> -BM & F)	68,59	-2,45	-18,70	-1,65	-2,59	-1,01	-2,18
US\$ comercial (4)	62,71	0,49	-18,90	-4,24	4,11	2,27	-0,43
US\$ paralelo	53,75	-4,45	-12,60	-4,05	0,87	4,82	0,37
Fundos de ações (5)	16,41	0,44	16,23	4,81	-0,97	3,11	-8,50
Fundos carteira livre (5)	16,53	1,60	16,66	4,50	-0,46	3,33	-8,25
FAC cambial (6)	57,44	1,80	-14,30	-2,71	4,56	2,33	1,46
FAC DI (6)	1,42	-1,43	0,05	1,38	2,13	1,14	-0,13
FAC renda fixa (6)	0,91	-1,51	0,13	1,41	1,99	1,08	-0,16
FIF cambial (6)	55,29	0,89	-16,30	-1,44	5,15	3,09	0,69
FIF DI (6)	1,27	-1,24	0,39	1,55	2,52	1,21	0,02
FIF renda fixa (6)	1,18	-1,54	0,04	1,29	1,98	1,04	-0,21
TR (7)	-0,32	-2,68	-1,63	-0,10	0,87	-0,05	-1,24

DISCRIMINAÇÃO	AGO	SET	OUT	NOV	ACUMULADO JAN-NOV/99
Bolsa (SP)	-0,38	3,63	3,58	15,02	72,16
Bolsa (RJ).....	-1,31	4,86	2,93	14,10	79,51
CDB ANBID (pré-fixado 30 dias) (1)	-0,31	-0,26	-0,60	-1,27	0,75
DI (extragrupo)	-0,01	0,02	-0,32	-1,06	4,34
Poupança (2).....	-0,75	-0,66	-0,96	-1,65	-5,60
Overnight (3).....	0,01	0,04	-0,32	0,98	4,78
Ouro (<i>Spot</i> -BM & F)	3,39	17,66	-2,20	-4,16	41,41
US\$ comercial (4)	5,44	-1,10	-0,11	-3,85	34,84
US\$ paralelo	5,10	-1,43	0,31	-2,33	32,74
Fundos de ações (5)	-1,39	5,20	1,79	13,62	59,66
Fundos carteira livre (5)	-1,25	6,06	2,04	14,15	66,16
FAC cambial (6)	4,90	-0,03	-0,78	-3,21	46,06
FAC DI (6)	-0,13	-0,11	-0,46	-1,18	2,63
FAC renda fixa (6)	-0,16	-0,12	-0,42	-1,17	1,94
FIF cambial (6)	5,70	0,08	-0,47	-3,33	43,58
FIF DI (6)	-0,10	0,00	-0,37	-1,09	4,17
FIF renda fixa (6)	-0,28	-0,11	-0,43	-1,13	1,77
TR (7)	-1,25	-1,16	-1,45	-2,14	-10,64

FONTE: GAZETA MERCANTIL (1999). São Paulo, 1 dez. p. B-2.

NOTA: Os valores em reais foram deflacionados pelo IGP-M.

(1) Taxa líquida para aplicações realizadas no primeiro dia do mês. (2) Rendimento a ser creditado no primeiro dia do mês seguinte. (3) Taxa efetiva. (4) Taxa média do Banco Central (Ptax). (5) Rentabilidade acumulada até o dia 29. (6) Rentabilidade acumulada até o dia 30. (7) Taxa do período compreendido entre os dias 1º do mês e 1º do mês seguinte.

Os três piores resultados no acumulado do ano, considerando-se ganhos reais, foram, pela ordem, a poupança, com uma taxa negativa de -5,60%, CDB (pré-fixados 30 dias), com ganhos de 0,75% e os FIFs-Renda Fixa, que apresentaram um retorno de 1,77%.

Em novembro, por exemplo, a captação líquida dos fundos de ações e de ações carteira livre superou, pela primeira vez, em pelo menos dois anos, toda a captação dos fundos de investimento financeiro (FIFs). Nesse mês, segundo dados da Associação Nacional de Bancos de Investimento e Desenvolvimento (ANBID), as entradas nos fundos de renda variável foram maiores que as saídas em R\$ 638,1 milhões em comparação com os R\$ 437,5 milhões do total de FIFs. A explicação para a migração do investidor, principalmente nos últimos meses do segundo semestre do ano, de ativos de renda fixa para os de renda variável e de risco, prende-se principalmente à queda do juro real e às boas expectativas com relação ao comportamento das economias brasileira e internacional no ano 2000.

Esse cenário parece, também, ter estimulado investimentos em ativos reais (sobretudo no final do ano), notadamente imóveis, em detrimento de ativos financeiros. Embora não seja possível fazer uma associação direta entre a saída de recursos dos fundos de renda fixa, de depósito interbancário (DI) e da poupança com o crescimento das vendas de imóveis, os números sugerem que é bem possível que parte dos recursos estejam migrando para a compra de imóveis a título de proteção contra a elevação da inflação.

Devido, também, ao aumento da inflação, começaram a surgir, nos últimos meses do ano, produtos (fundos) lançados pelos bancos de investimentos, que oferecem uma rentabilidade equivalente à variação do IGP-M mais 6% ao ano. Isso acontece devido ao fato de que o IGP-M se elevou bastante ao longo do ano (principalmente no segundo semestre), superando, no acumulado, as aplicações atreladas a juros pré-fixados.

Seguindo essa tendência, o Tesouro Nacional colocou, em 1º de dezembro, no mercado títulos da dívida (NTN-C) de três a sete anos, que vão pagar semestralmente juros de 6% ao ano, além da inflação medida pelo IGP-M. O leilão teve excelente repercussão entre os *dealers*, com o Tesouro Nacional, conseguindo vender integralmente o montante que pretendia.

Também seguindo a mesma tendência, as empresas privadas começaram a se interessar em lançar papéis indexados ao IGP-M para atrair os investidores. Algumas importantes empresas, como a Eletropaulo Metropolitana, a Santista Alimentos e a Global Cabo, preparavam-se, no início de dezembro, para lançar debêntures indexadas a esse índice de preços.

Em 26 de outubro último, o Banco Central e o Tesouro Nacional anunciaram um conjunto de medidas com o objetivo de reformular a estrutura do atual mercado secundário de títulos públicos no País. A intenção do Governo é desenvolver uma curva de rendimento que sirva de guia para o crescimento do mercado de títulos privados de longo prazo.

Dentre as medidas anunciadas a serem implementadas ao longo dos próximos meses, destacam-se as seguintes:

- a) mudar a atuação do Bacen como comprador e vendedor de papéis federais fora dos leilões primários, devendo, inclusive, substituir os *go arounds* (leilões informais) de compra e venda de dinheiro junto ao mercado. Assim, possibilita-se que a taxa de *overnight* oscile ao redor da meta para a taxa Selic. O objetivo é reduzir o grau de previsibilidade da taxa *overnight*, estimulando as instituições a serem mais eficientes na administração das reservas voluntárias excedentes;
- b) regulamentar a modalidade operacional de “aluguel” de títulos e da permissão de instituições financeiras assumirem posições *short*. Nesse caso, o Bacen pretende fornecer alternativas para que as instituições que venderem títulos a descoberto tenham possibilidade de cobrir suas posições temporariamente;
- c) permitir *go around* de “aluguel” de títulos para as instituições *dealers*;
- d) lançamento de títulos pré-fixados longos com simultânea oferta competitiva de opção de venda por parte do Banco Central (em decorrência, autorizar as Bolsas de Futuros a criarem mercado de derivativo de opções de venda para os títulos pré-fixados de longo prazo).

Em linhas gerais, a meta é aumentar a liquidez dos títulos pré-fixados, principalmente via consolidação de um mercado secundário para os mesmos. Com o aumento da liquidez dos pré-fixados, o Governo pretende tornar mais atraentes os títulos com vencimento de prazo mais longo e, ao mesmo tempo, reduzir seus custos de colocação. Atualmente, a dívida pública federal tem um prazo médio de vencimento de 11 meses; o objetivo do Governo é aumentar esse prazo para dois, três ou, até mesmo, quatro anos, o que, juntamente com as outras medidas, poderá contribuir para uma queda mais expressiva das taxas de juros básicas da economia, com reflexos diretos nos juros cobrados nos empréstimos para os tomadores finais, que permanecem significativamente acima da taxa Selic.

4 - Considerações finais

Para o ano 2000, a tendência da inflação será determinada, principalmente, pelo comportamento do câmbio. Se o Governo conseguir que o dólar se estabilize numa faixa entre R\$ 1,75 e R\$ 1,80, poderá obter sucesso em conter os preços, e a pressão que poderá ocorrer será devido à possível quebra da safra agrícola em alguns setores, sobretudo em função de problemas climáticos (exemplo: seca no Sul).

A possibilidade de os juros básicos da economia iniciarem o próximo ano em queda (na média, por exemplo, a taxa Selic ficar entre 16,5% e 17% ao ano) é bastante forte. A perspectiva é que haja um recuo com um pouco mais de vigor no primeiro trimestre do ano, uma vez que a tendência é que ocorra queda da inflação nesse período. A partir daí, a diminuição das taxas de juros deve passar a acontecer de forma mais moderada.

Em relação aos juros na ponta final (para o tomador), as quedas só poderão ser observadas mais significativamente quando a inadimplência for menor e houver possibilidade de uma maior previsibilidade em torno da taxa de juros de longo prazo, isto é, em última análise, o risco da incerteza sobre a economia diminuir.

A remonetização que vem ocorrendo de forma lenta ao longo do Plano Real deve continuar nesse ritmo, pois o Governo tem receio de que a sua aceleração possa transformar-se em uma pressão de demanda, com probabilidade de retomada do processo inflacionário.

Quanto aos depósitos compulsórios sobre os depósitos à vista, que ainda são elevados no Brasil, a perspectiva é a de que, para o ano que vem, o Governo continue promovendo a sua lenta redução, a exemplo de 1999, resultando em uma elevação do volume de crédito na economia e em fator importante na queda das taxas de juros.

Bibliografia

- MINISTÉRIO DA FAZENDA. BACEN. Departamento de Estudos e Pesquisas (1999). Juros e Spread Bancário no Brasil. [online] Disponível na Internet via [WWW.URL:http://bcb.gov.br/ftp/juros-spread1.pdf](http://bcb.gov.br/ftp/juros-spread1.pdf) Arquivo capturado em 16 out.
- MINISTÉRIO DA FAZENDA. BACEN. Informações Econômicas (1999). Nota para a imprensa (Agregados Monetários) [online] Disponível na Internet via [WWW.URL:http://bcb.gov.br/htms/notecon1.html](http://bcb.gov.br/htms/notecon1.html) Arquivo capturado em 19 nov.