

Política monetária e sistema financeiro: perseguindo o ajuste

*Edison Marques Moreira**

Encerrado o primeiro semestre do ano e com a nova moeda completando dois anos, é inegável que os resultados em termos de inflação continuam sendo os melhores até agora obtidos nestes 10 anos de programas de estabilização de sucesso efêmero.

Hoje o processo de estabilidade da economia brasileira repousa sobre dois componentes principais: a manutenção da política cambial e a utilização da política monetária como instrumento de controle da demanda agregada. Essa estratégia, entretanto, começou a apresentar custos elevados em termos de crescimento a partir de meados do ano passado. A desaceleração da economia deveria ser temporária, e a sua reversão ocorreria à medida que as reformas estruturais na economia permitissem a transição para um novo regime fiscal e para um patamar mais elevado de produtividade global.

Este texto procura mostrar os ajustes em termos de política monetária que o Governo vem promovendo com o objetivo de reverter esse quadro, bem como enfatiza os esforços dos bancos na busca de um novo perfil diante de uma economia estável e de um processo de globalização financeira.

1 - Política monetária: gradual aumento de liquidez

A possibilidade de um crescimento da economia abaixo do esperado fez o Governo, no primeiro semestre, tomar algumas medidas que visam aumentar o nível de crédito da economia, elevando a liquidez e influenciando a queda dos juros.

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

O Bacen eliminou a restrição de prazo para todas as operações de empréstimo ao consumidor e baixou de 12% para 6% o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) para o crédito direto ao consumidor.

As operações de arrendamento mercantil de automóveis, caminhonetes e utilitários feitas por pessoas físicas deixaram de ter qualquer restrição. Houve, também, a liberação das compras a prazo com cartão de crédito. Desde dezembro de 1995, as administradoras de cartão de crédito estavam limitadas a financiar apenas 50% do valor da fatura mensal na modalidade de crédito rotativo. Agora, ficará a critério da administradora fixar um limite, ou não, para o financiamento.

A maior parte dessas medidas, entretanto, só terá efeito prático sobre a atividade econômica a partir do segundo semestre, e, mesmo com a procura por crédito crescendo, não deve ocorrer nenhuma explosão de consumo, pois: (a) o alongamento das operações de crédito por parte dos bancos apresenta dificuldades, uma vez que as instituições financeiras não têm fontes de recursos de longo prazo para emprestar (a maior parte da captação é feita a curto prazo) e não podem, portanto, criar grandes defasagens entre o prazo de captação e o dos empréstimos; (b) o Bacen manteve inalterados os depósitos compulsórios sobre os depósitos à vista recolhidos pelos bancos, portanto, o controle sobre a oferta de moeda mantém-se rígido; (c) a inadimplência da pessoa física determina certa cautela por parte dos bancos, que ainda lembram os momentos difíceis passados em 1995, em função do significativo crescimento dos financiamentos no segundo semestre de 1994.¹

Se o resultado dessas medidas oferece certa incerteza em relação ao nível de expansão do crédito, por outro lado, parece pouco provável que influencie a queda dos juros no segmento de empréstimos do mercado financeiro, mesmo se considerarmos a política do Governo de redução gradual da taxa de juros primária da economia (mercado de títulos do Governo).

Enquanto, por exemplo, o Governo negociou seus títulos à taxa de juros nominal de 2,01% no mês de maio, os juros no crediário variaram em torno de 8,5% ao mês; os cartões de loja, por volta de 12%; e os cheques especiais dos bancos, entre 8,2% e 13% ao mês.

¹ O crédito concedido pelos bancos privados para a pessoa física mais do que dobrou no segundo semestre de 1994, atingindo R\$ 14,352 bilhões em dezembro deste ano. Meio ano depois, a inadimplência também dobrava, chegando a 13% das carteiras normais para pessoa física.

Essa situação se explica através dos vários fatores que os bancos levam em consideração, juntamente com os impostos, para determinarem o diferencial entre a taxa de juros de captação e a de empréstimo. Dentre eles, podem-se citar os custos de administração dos recursos captados pelo banco e também a taxa de risco (*spread*). No momento, o nível de inadimplência na economia é elevado, o que torna o *spread* alto. Especificamente em relação à política de redução da taxa de juros primária da economia, além de o Governo pretender influenciar a queda das demais taxas de juros do mercado financeiro, ele visa reduzir os encargos da dívida pública.

Tabela 1

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

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

FONTE: Bacen.

NOTA. BM e M1 representam a média dos saldos diários, e os demais agregados referem-se à variação percentual dos saldos 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.

Ainda com relação à taxa de juros, o Bacen, no final do primeiro semestre, com o objetivo de dar uma maior transparência à discussão sobre a política de juros e eliminar instrumentos punitivos que existiam nas operações de desconto de assistência de liquidez aos bancos, criou a Taxa Básica do Banco Central (TBC), com valor mensal que servirá de parâmetro para as inter-

venções diárias da autoridade monetária no mercado e para corrigir todos os empréstimos de redesconto concedidos às instituições financeiras.

As novas regras entram em vigor a partir de 1º de julho. O custo do redesconto será agora corrigido pela TBC, fixada mensalmente segundo a análise do comportamento do nível de atividade econômica, a inflação e a programação monetária, e não mais pela taxa diária de financiamento dos títulos públicos (*overnight*).

O redesconto foi bastante utilizado até meados de 1986, quando seu custo passou a ser tão elevado que as próprias instituições financeiras criaram seu mecanismo de auto-regulação da liquidez, o mercado de depósitos interbancários. Mas a crise de confiança que eclodiu no sistema no ano passado reduziu significativamente os negócios interbancários e deixou alguns bancos sem outro recurso a não ser o redesconto.

Pelas novas regras, a taxa será tanto mais elevada quanto maior o número de vezes que um banco recorrer ao Bacen, e não mais quanto maior o volume de recursos tomados, dependendo igualmente das garantias oferecidas.

A instituição financeira que estiver com patrimônio líquido negativo fica impedida de ter acesso ao redesconto. Entretanto pode recorrer à linha do Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (Proer) de reorganização de ativos e passivos, sem garantias de títulos contra o Governo. As linhas do Proer também serão corrigidas pela TBC.

Os agregados monetários

Sinalizando o objetivo do Governo de promover algum abrandamento na política monetária este ano, o Conselho Monetário Nacional (CMN) aprovou, em início de maio, as metas dos principais agregados monetários para o segundo trimestre do ano e para todo o ano de 1996. O meio de pagamento tipo 1 (M1), que é a soma dos depósitos à vista no sistema financeiro mais o papel-moeda em poder do público na economia, deve ficar entre R\$ 19,7 bilhões e R\$ 26,6 bilhões até o final de junho, indicando uma expansão que poderá ser de 23,1% em relação a junho de 1995. A meta para o ano de 1996 ficou entre R\$ 28,2 bilhões e R\$ 34,4 bilhões (Tabela 2).

Tabela 2

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

(R\$ milhões)

MESES	TESOURO NACIONAL	OPERAÇÕES COM TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS	OPERAÇÕES DO SETOR EXTERNO	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

FONTE: Bacen.

NOTA: Fluxos acumulados no mês.

(1) Inclui apenas os custos sobre deficiências de reservas bancárias.

A base monetária (BM) restrita, que mede o papel-moeda em circulação mais reservas bancárias, teve sua meta fixada entre R\$ 16,8 bilhões e R\$ 19,7 bilhões até final de junho, apontando uma expansão de 24,6%, quando comparado com o saldo da base em junho de 1995. O crescimento da base monetária ampliada, que inclui, além do papel-moeda em circulação e a reserva bancária, as emissões de títulos do Bacen e do Tesouro Nacional, deverá ficar entre R\$ 134,4 bilhões e R\$ 157,8 bilhões até junho. No ano de 1996, deve ajustar-se entre R\$ 145,1 bilhões e R\$ 177,4 bilhões. O crescimento sobre o saldo da base monetária em relação a junho de 1995 é da ordem de 77,3%, o que reflete a possibilidade de um maior endividamento do setor público pela necessidade de colocação de seus títulos para enxugar prováveis aumentos de liquidez.

O mais amplo dos agregados monetários, o M4, que mede toda a poupança financeira dos setores público e privado, deverá ficar entre R\$ 252,3 bilhões e R\$ 296,1 bilhões no primeiro semestre de 1996. O crescimento desse agregado monetário, caso seja cumprida essa meta, deverá ser de 20,6% sobre o ano de 1995. Se a inflação ficar em torno de 15%, a política monetária será levemente expansionista neste ano.

Com relação ao desempenho dos agregados monetários, nos primeiros meses do ano observa-se, através da Tabela 3, que, após três meses consecutivos de contração, a base monetária restrita apresentou, em maio, expansão tanto pelo critério do saldo em final de período (0,9%) como pela média dos saldos diários (8,5%).

Tabela 3

Taxa de juros nominal e real para capital de giro, desconto de duplicatas, overnight e títulos pré-fixados (CDB e/ou LC) no Brasil — jan.-maio/96

MESES	CAPITAL DE GIRO		DESCONTO DE DUPLICATA		OVERNIGHT (1)		TÍTULOS PRÉ-FIXADOS (CDB E/OU LC) (1)	
	Nomi-nal	Real (2)	Nomi-nal	Real (2)	Nomi-nal	Real (2)	Nomi-nal	Real (2)
Jan.	4,2	2,33	3,0	1,15	2,57	0,73	2,31	0,48
Fev.	3,3	2,88	3,3	2,88	2,34	1,93	2,09	1,68
Mar.	3,3	3,06	3,4	3,16	2,22	1,98	1,79	1,55
Abr.	3,8	2,14	3,2	1,55	2,06	0,43	1,70	0,07
Mai	3,7	2,32	3,1	1,73	2,01	0,66	1,71	0,36

FONTE: CENÁRIOS (1996). São Paulo: BBT, v.9, n.77, p.14-15, jun.

(1) Refere-se à taxa de juros líquida, que é o ganho depois de deduzido o Imposto de Renda.

(2) A taxa de juros real foi calculada usando-se o IPC-FIPE.

Nesse mês, as operações do Tesouro Nacional constituíram o principal fator de emissão monetária, com impacto de R\$ 4,9 bilhões (Tabela 4), por influência da subscrição de aumento de capital do Banco do Brasil. O impacto dessa despesa, contudo, foi neutralizado pelo correspondente efeito contracionista registrado pelas operações com títulos públicos federais, decorrente da compra de Notas do Tesouro Nacional - Série J (NTN-J) — títulos emitidos para esse fim — pelo Banco do Brasil no mesmo valor da subscrição.

As operações com o sistema financeiro também pressionaram a base monetária, sobretudo através das operações de assistência financeira de liquidez (mais ou menos R\$ 3,5 bilhões), incluindo aí as operações vinculadas ao Proer, com liberação líquida de R\$ 2,5 bilhões.

Outro fator que condicionou a expansão da base monetária no mês de maio, assim como praticamente em todos os outros desse primeiro semestre (exceto em março, quando foi contracionista), foram as operações do setor externo, que responderam pela emissão de R\$ 2,1 bilhões de recursos monetários.

Tabela 4

Programação monetária do Brasil — 1996

AGREGADOS MONETÁRIOS	PRIMEIRO TRIMESTRE		SEGUNDO TRIMESTRE (1)		ANO	
	Valor (R\$ bi- lhões)	Δ% Em 12 Me- ses	Valor (2) (R\$ bi- lhões)	Δ% Em 12 Me- ses	Valor (2) (R\$ bi- lhões)	Δ% Em 12 Me- ses
M1 (3)	23,4	29,8	23,1	31,0	31,3	17,6
Base restrita (3)	18,0	15,1	18,2	24,6	24,9	20,2
Base ampliada (4)	137,2	71,1	146,1	77,3	161,2	31,8
M4 (4)	263,5	40,0	274,2	37,3	303,1	20,6

FONTE: Bacen.

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

(1) Projeção. (2) Ponto médio das previsões. (3) Média dos saldos dos dias úteis do mês.

(4) Saldos em fim de período.

Pelo lado contracionista da base monetária, destacam-se praticamente as operações com títulos públicos federais, no valor de R\$ 10,3 bilhões, que serviram para ajustar a liquidez do mercado de reservas bancárias, incluindo o impacto referente à emissão de NTN-J destinada à capitalização do Banco do Brasil.

Quanto ao conceito restrito de meios de pagamento (M1), observa-se pela Tabela 3 que ele apresentou retração em quase todos os meses do semestre pelo conceito de média, sendo que, em maio, sua variação em relação ao mês anterior foi de -1,6%, com o saldo médio de moeda manual aumentando 2,1% e os depósitos à vista declinando 4,2%, segundo o Bacen (1996). Em relação ao M4, conceito mais amplo de moeda, observa-se variação em maio de 3,7%. A relação M4/PIB aumentou de 38,9% para 39,7%.

Ainda no âmbito da política monetária, uma polêmica que se instalou no primeiro semestre do ano foi quanto aos recursos utilizados pelo Proer, isto é, se a conta estaria sendo paga pelo Governo ou não e, em caso positivo, portanto, por toda a sociedade brasileira.

A controvérsia tende a dar razão aos que defendem que o Programa trás custos ao Governo, mesmo que o seu financiamento ocorra com recursos do próprio sistema financeiro (recolhimento do depósito compulsório sobre os depósitos à vista nos bancos) e não com os do Tesouro Nacional. O que acontece é que, com o desembolso de recursos pelo Proer, há uma expansão da base monetária (anteriormente citamos que este foi um forte fator expansionista da BM em maio) no mesmo montante dos recursos desembolsados aos bancos. A autoridade monetária, então, é levada a colocar títulos federais no mercado, para enxugar a liquidez. Isso ocorre a taxas de juros elevadas, superiores às do Proer, e com prazos curtos.

O Ministro do Planejamento, José Serra, salienta que dois aspectos do Programa têm efeito sobre o orçamento da União em termos de custo: o primeiro é que, muitas vezes, os juros cobrados pelo Bacen nos financiamentos às instituições são inferiores às taxas que o Governo paga para a colocação de títulos públicos no mercado para enxugar a liquidez provocada pelo empréstimo aos bancos; em segundo lugar, há um risco para o Tesouro na aceitação de papéis "podres", como o Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS)², para garantia nos empréstimos do Proer, isto porque, no

² O FCVS é de responsabilidade do Tesouro Nacional e cobre os subsídios concedidos pelos bancos nos financiamentos habitacionais.

mercado, o FCVS é negociado por até 20% do seu valor de face. Se, na hora em que saldarem os empréstimos, os bancos beneficiados pelo Programa entregarem garantias e o Tesouro aceitá-las pelo valor de face (geralmente é o que acontece), ele incorrerá em prejuízo.

Os financiamentos do Proer para os bancos em dificuldades liberados até 16.05.96 tinham uma previsão de custo, em termos de juros, para o Governo Federal, segundo o Presidente do Bacen, de R\$ 526 milhões. Esse montante corresponde a mais ou menos 5% dos R\$ 10,5 bilhões liberados pelo Proer para os Bancos Nacional e Econômico e para a Caixa Econômica Federal. Os 5% representam a diferença entre os juros cobrados pelo Bacen nos empréstimos do Programa (TR mais 11% ao ano) e os juros médios fixados pelo Governo para evitar a expansão da oferta de moeda provocada pelo Programa.

Face à aceitação dos títulos chamados "podres", o Bacen está acumulando um volume considerável dessas moedas. A perspectiva é de R\$ 13,2 bilhões, isto é, quase a metade do volume de moeda "podre" em circulação no País, que é algo em torno de R\$ 28 bilhões.

2 - Sistema financeiro: em busca de um novo perfil

Pela primeira vez desde o Plano Cruzado, o setor financeiro, no ano passado, reduziu fortemente a sua participação no Produto Interno Bruto (PIB). Ela caiu de 13% em 1994 para 7,7% em 1995. Esse resultado é consequência direta da queda da inflação, que pôs fim aos ganhos inflacionários dos bancos (*floating*).

Apesar dessa queda de participação no PIB, a rentabilidade do patrimônio líquido do setor bancário em 1995 foi de 11,37%,³ segundo pesquisa da Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro (FGV-RJ) em 162 bancos, divulgada em 29.05.96. Apesar de menor do que em 1994, quando foi de 15,31%,

³ Resultado que exclui o Banco do Brasil (BB). Considerando o BB, a rentabilidade média do setor cairia para uma taxa negativa de 1,56%, ante 12% em 1994. Isso se deve ao prejuízo de R\$ 4,2 bilhões que o BB teve em 1995.

ela continua alta e superou as expectativas dos analistas, sendo maior do que a rentabilidade média das 400 empresas não financeiras pesquisadas, de 22 setores da economia, que foi de apenas 2,6%.

A maior perda aconteceu no grupo de bancos de menor porte. Esse grupo teve uma rentabilidade de 4,3% no ano passado, contra 20,2% em 1994. Tais bancos precisam de escala para operar num contexto de inflação baixa, ou, então, ter nichos muito específicos de atuação, ou partirem para fusões e associações.

A boa rentabilidade dos bancos deve-se, em parte, à cobrança de tarifas por serviços, como talões de cheque e extratos, bem como à diversificação dos investimentos, como, por exemplo, a participação acionária em empresas e indústrias de outros setores da economia.

Embora o lucro tenha se mantido em níveis elevados no ano passado, os bancos continuaram a enxugar suas estruturas, principalmente demitindo funcionários (foram despedidos 66 mil bancários em 1995, em todo o País). Outro aspecto também relevante no ano passado foram os investimentos dos bancos em automação, que chegaram a US\$ 4,3 bilhões. O número de sistemas *home banking* e *office banking*, que permitem a troca de informações entre os computadores pessoais dos clientes e os bancos, atingiu no ano passado 580 mil sistemas, cinco vezes mais do que em 1994.

Os equipamentos de auto-atendimento nas agências, como os caixas eletrônicos, também tiveram grande crescimento em 1995, totalizando 53 mil unidades, quando, em 1994, chegaram a aproximadamente 25 mil.

A automação bancária não é mais vista como uma questão meramente técnica, mas como uma estratégia de negócios. A automação pode cortar os custos operacionais para os bancos e tornar mais eficazes as estruturas operacionais e o atendimento das instituições financeiras.

Acredita-se que, para 1996, o processo de ajuste dos bancos à economia estável continue, principalmente através do aumento do nível de automação bancária, com a finalidade de reduzir ainda mais os seus custos operacionais.

Mercado financeiro

Os compulsórios sobre os ativos financeiros (depósitos à vista e a prazo criados pelo Bacen para restringir o crédito) inibiram a monetização da economia pós-Real, mas, em relação ao mercado financeiro, acabaram conduzindo o dinheiro para os fundos mútuos.

Os fundos somaram, no final de maio, um patrimônio de R\$ 76,3 bilhões, mais do que o dobro (117%) dos R\$ 35,1 bilhões do início do Plano Real. No mesmo período, os depósitos à vista cresceram 87,5%, mas estão estagnados, há oito meses, em aproximadamente R\$ 13 bilhões. Situação praticamente semelhante ocorre com a poupança e com os depósitos a prazo.

A redução dos depósitos à vista deve-se, em grande parte, ao desincentivo que os próprios bancos promoveram junto aos clientes para não deixarem o dinheiro em conta corrente, pois 83% de qualquer expansão do depósito à vista vai para o depósito compulsório junto ao Bacen, reduzindo, assim, o poder de fornecer crédito do banco. Como solução, as instituições bancárias criaram produtos como a poupança-salário, para onde vai automaticamente todo o crédito do salário, e os fundos correntes, que simulam o antigo depósito remunerado, pois permitem resgates diários. Nessas formas alternativas de aplicação, também há compulsório, mas o percentual de recolhimento é bem menor. Esse novo desenho da distribuição das aplicações financeiras tem implicações no papel dos bancos, pois diminui a importância da atividade tradicional de captar recursos e repassá-los no crédito tradicional. Os bancos estão, agora, operando mais como administradores de recursos, onde ganham uma comissão pelo gerenciamento das carteiras dos fundos. Face a esse novo perfil, e também a restrições do crédito impostas pelo Governo, as empresas estão começando a captar recursos diretamente no mercado, com a emissão de títulos tradicionais, como as debêntures ou os recém-liberados *commercial papers* (que são adquiridos pelos fundos mútuos). Essa tendência, conhecida como uma "desintermediação consentida", já é uma realidade em outros mercados, como o norte-americano. A parte dos ativos financeiros dominada pelos bancos nos Estados Unidos diminuiu de 51,2% em 1950 para 25,3% no primeiro trimestre do ano passado, e a das instituições de poupança caiu de 13,4% para 6% no mesmo período.

Paralelamente, os fundos de pensão privados e estatais, que detinham 4,1% dos ativos financeiros em 1950, agora detêm 22,1% dos mesmos, e os

fundos mútuos atualmente absorvem 13,6% dos ativos em comparação com 1,1% de há 46 anos.

Em termos de rentabilidade, duas modalidades de aplicação destacaram-se ao longo do primeiro semestre do ano: o Fundo de Investimento Financeiro (FIF) de 60 dias e o CDB pré-fixado. Este último, inclusive, tem liderado o *ranking* nos últimos meses do ano, superando a rentabilidade média até mesmo dos FIFs de 60 dias. Entretanto o CDB que lidera é aquele para quantias aplicadas de aproximadamente R\$ 100.000,00 ou mais.

Em relação à poupança, dados do Bacen indicam uma captação líquida negativa (saque maior que depósito) de R\$ 1,2 bilhão no mês de maio. Em reais, é a maior perda mensal deste ano. De janeiro a maio, a captação líquida foi negativa em cerca de R\$ 3,8 bilhões.

A explicação para perdas de depósito da poupança está na rentabilidade. Embora isentas de Imposto de Renda no saque (nos fundos o IR é de 15%), as cadernetas vêm rendendo menos que as demais aplicações, ganhando somente do ouro e do dólar, que foram as piores aplicações no semestre, e não há perspectivas para que esses dois ativos se valorizem até o final do ano. Por exemplo, enquanto o rendimento da poupança tem se situado ultimamente entre 1% e 1,2% ao mês, os CDBs têm pago entre 1,2% e 2,3% brutos ao mês, dependendo do período de aplicação (em maio, a poupança rendeu 1,09% contra uma inflação de 1,55% pelo IGP-M, havendo perda de 0,45%).

A desvantagem da poupança está no cálculo da Taxa Referencial de Juros (TR). Para fixá-la, o Bacen aplica atualmente um redutor fixo, de 1,3%, sobre a taxa média da remuneração dos CDBs. Assim, quanto menores os juros das aplicações, menores a TR e, por consequência, a remuneração da poupança.

Uma outra explicação para a redução do saldo da poupança pode ser buscada na necessidade dos aplicadores em sacar os recursos (dinheiro) para reforçar o orçamento doméstico ou para fazer frente ao desemprego.

Para reduzir a fuga de recursos das cadernetas de poupança, o Governo decidiu aumentar a remuneração dos depósitos. A partir de 1º de julho, e por três meses seguidos, a TR, que remunera a poupança, terá aumentos graduais, pois, por decisão do Conselho Monetário Nacional (de 28.03.96), haverá queda do redutor aplicado no cálculo dessa taxa de juros. Em junho, esse redutor era de 1,3%, passará para 1,25% a partir de 1º julho e para 1,20% e 1,15% em agosto e setembro, respectivamente.

Tabela 5

Rendimentos reais dos ativos financeiros no Brasil — jan-jun/96

DISCRIMINAÇÃO							(%)
	JAN	FEV	MAR	ABR	MAIO	JUN	ACUMULA- DO NO ANO
Bolsa de SP	17,79	-4,69	-0,45	3,89	9,22	4,45	32,46
Bolsa do RJ	15,72	-2,99	-0,71	2,33	9,03	3,73	29,00
CDB pré-fixado em 30 dias) (1)	0,46	1,08	1,48	1,38	0,12	0,72	5,34
Poupança (2)	0,03	0,49	0,91	0,84	-0,45	0,09	1,92
Overnight (3)	0,83	1,36	1,81	1,74	0,45	0,94	7,33
Ouro (spot — BM&F)	2,83	-1,74	0,15	-1,18	-1,21	-3,29	-4,46
US\$ comercial	-1,08	-0,39	-0,01	0,14	-0,94	-0,41	-2,69
US\$ paralelo	-3,18	-0,96	0,41	2,39	-1,24	0,15	-2,48
US\$ interbacário	-1,24	-0,18	-0,00	0,25	-1,18	-0,15	-2,48
Fundos de ações (4)	10,45	-1,89	-1,84	2,53	4,27	4,26	18,56
FIF de 60 dias — renda fixa	0,67	1,20	1,61	1,58	0,42	0,86	6,51
FIF de 60 dias — DI (4)	0,75	1,30	1,73	1,66	0,61	0,93	7,18
FIF de 30 dias — renda fixa	0,63	1,11	1,55	1,49	0,27	0,67	5,85
FIF de curto prazo (4)	-0,62	-0,02	0,44	0,47	-0,87	-0,35	-0,95
TR (5)	-0,47	-0,01	0,41	0,34	-0,95	-0,41	-1,08

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

NOTA: O rendimento real dos ativos financeiros foi calculado usando-se como deflator o IGP-M

(1) Taxa líquida para grandes aplicações realizadas no primeiro dia útil do mês (2) Rendimento para cadernetas com aniversário no dia 1º do mês subsequente. (3) Taxa efetiva. (4) Rentabilidade média projetada para junho. (5) Taxa para o período entre o dia 1º do mês e o dia 1º do mês seguinte.

Quanto às Bolsas de Valores, no primeiro semestre do ano, elas acumularam uma alta elevada (Tabela 5), resultado superior tanto ao dos investimentos de renda fixa quanto ao dos FIFs. O resultado das bolsas, contudo, deve-se fundamentalmente à alta ocorrida em janeiro, quando o receio da adoção de medidas restritivas ao capital estrangeiro fez o País receber US\$ 224 bilhões e o volume negociado na Bolsa de São Paulo cresceu 34%.

A possibilidade da abertura de uma CPI do sistema bancário nos primeiros meses do ano, com todas as possíveis implicações sobre a estabilidade da economia, afugentou o capital estrangeiro, hoje o principal motor do mercado de ações, revertendo a recuperação que começava a se esboçar no primeiro mês do ano. Agora, o grande desafio que o mercado de ações tem pela frente é conseguir aumentar o leque de atuação e recuperar o espaço perdido para outras formas de aplicação, no que poderá ser beneficiado, caso o processo de privatização for acelerado e o Governo conseguir recuperar sua base de apoio no Congresso. Se o Governo tiver sucessivas derrotas no Congresso, poderá ocorrer um forte clima de incerteza entre os investidores, contribuindo para a obtenção de resultados nada alentadores nas Bolsas brasileiras.

Uma medida importante que o Bacen tomou em abril visando à ampliação do mercado de ações foi a autorização para operações de empréstimo de ações entre investidores. O objetivo é estimular as negociações com papéis, que, em geral, não são movimentados (sem liquidez). A operação deve ser intermediada por uma corretora ou distribuidora de valores mobiliários, e o tomador do empréstimo terá que dar em garantia ativos (bens) em valor equivalente a 100% do preço do lote de ações emprestado mais um adicional para compensar a variação do preço em dois pregões consecutivos das Bolsas.

3 - Considerações finais

As medidas tomadas pelo Governo no âmbito da política monetária, como a flexibilização do crédito e a redução da taxa de juros primária da economia, projetam algum otimismo sobre o desempenho da economia brasileira para o segundo semestre do ano.

Embora as autoridades monetárias pudessem ter tomado medidas mais ousadas em termos de política monetária, a tese do gradualismo continua forte, pois, afinal, o Bacen para este ano mantém inalterado o depósito compulsório

sobre os depósitos à vista dos bancos, segurando, assim, a oferta de moeda na economia.

Com relação aos bancos, a palavra de ordem é repensar as instituições, descobrir sua vocação, reduzir custos e aumentar escala.

Atualmente, três segmentos começam a se esboçar, acompanhando a tendência internacional: o dos grandes bancos de varejo (poucos), o dos bancos superespecializados (predominantemente, bancos de investimento) e o dos bancos especializados por nicho.

Essa tendência definirá uma forte redução no número de instituições, promovendo uma maior concentração no setor. Esse dimensionamento dependerá de muitas variáveis, particularmente da continuidade do sucesso do programa antiinflacionário.

O grande ajuste estrutural a ser feito concentrar-se-á em dois tipos de bancos claramente despreparados para a competição que se aproxima: os bancos estaduais e os bancos nacionais de porte médio. É nesses segmentos que enormes possibilidades de negócios surgirão, tanto no processo de reorganização e privatização no segmento de bancos estaduais quanto no de fusões e aquisições no segmento de bancos médios.

Bibliografia

- CONJUNTURA ECONÔMICA (1996). Rio de Janeiro: FGV, v.50, n.6, jun.
NOTA PARA IMPRENSA (1996). Brasília: BACEN, jun.