

---

# POLÍTICA ECONÔMICA

---

## Política monetária e setor financeiro: reflexos da crise cambial

*Edison Marques Moreira\**

Países como o México, a Argentina e o Brasil, que implementaram planos de estabilização da economia com âncora cambial, se, por um lado, conseguiram controlar a inflação a níveis baixos, por outro, ficaram com uma dependência forte dos fluxos de capitais externos. Este último fato, quando se instalou, em janeiro, a crise do México, acabou revelando a fragilidade dessa âncora, pois a queda da inflação é obtida com uma valorização do câmbio que produz um desequilíbrio em conta corrente, por sua vez financiado com fluxos de capital externo que se dirigem ao mercado financeiro, em vez de irem para investimentos produtivos.<sup>1</sup>

A possibilidade de acontecer uma crise como a do México ocorre quando esse fluxo de capital deixa de existir. Os sucessivos déficits deixam os agentes econômicos em estado de alerta, prevendo uma desvalorização cambial. Devido a isso, os investidores externos procuram sair do país, em busca de mercados mais estáveis, isto é, com maior proteção para seus capitais. A situação é agravada, como no caso do México, quando há, também, crise política.

No Brasil, além da influência da crise do México, esse quadro, em março, provocou uma mudança na política cambial, através da desvalorização do real frente ao dólar, e o estabelecimento oficial de uma "banda cambial", que, num primeiro momento, previa duas faixas distintas em tempos diferentes. Até o fim de abril, a taxa cambial deveria variar entre R\$ 0,86 e R\$ 0,90 e, depois, a partir de 2 de maio, entre R\$ 0,86 e R\$ 0,98.

Entretanto, devido, inicialmente, à grande incerteza gerada com as reais intenções do Governo ao estabelecer esse tipo de medida para o mercado cambial, estabeleceu-se um desconforto no mercado financeiro, e a consequência mais grave foi a aceleração da saída de capital externo do País, a qual vinha ocorrendo desde a instalação da crise do México, em janeiro.

---

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

<sup>1</sup> Para maiores detalhes, ver **Setor Externo** neste número.

Essa saída de divisas contribuiu para que, em janeiro, o volume de dinheiro em circulação na economia caísse pela primeira vez desde o lançamento do real.

A média da base monetária, no primeiro mês do ano, alcançou R\$ 16,9 milhões, significando, conforme mostra a Tabela 1, declínio de 2% sobre a média de dezembro. O principal fator a influenciar essa variável, segundo o BACEN (Nota para Impr., 1995), foi o papel-moeda emitido, que apresentou uma queda de 5%, enquanto as reservas bancárias cresceram 1%.

Tabela 1

Evolução, mês a mês, da base monetária, dos meios de pagamento e do IPC-FIPE no Brasil - jan./94-jan./95

(\*)

PERÍODOS	BM (1)	M1 (2)	M2 (3)	M3 (4)	M4 (5)	IPC-FIPE
<b>1994</b>						
Jan.	-18,0	-20,0	-	-	-	-
Fev.	-2,0	2,0	3,0	3,0	1,0	38,2
Mar.	-10,0	-10,0	-8,0	-6,0	-4,0	41,9
Abr.	-2,0	2,0	6,0	4,0	3,0	46,2
Mai	1,0	-4,0	2,0	2,0	3,0	45,1
Jun.	5,0	7,0	6,0	5,0	1,0	50,6
Jul.	84,0	71,0	7,0	16,0	13,0	6,9
Ago.	40,0	20,0	3,0	3,0	4,0	1,9
Set.	24,0	20,0	-3,0	2,0	1,0	0,8
Out.	14,0	11,0	0,0	1,0	3,0	3,1
Nov.	9,0	3,0	2,0	2,0	3,0	3,0
Dez.	23,0	24,0	3,0	3,0	1,0	1,2
<b>1995</b>						
Jan.	-2,0	-7,0	-6,0	-3,0	4,0	0,8

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 as 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.

As operações de assistência financeira de liquidez também foram, em janeiro, contracionistas em R\$ 2,137 bilhões (Tabela 2). Foi a primeira vez que isso ocorreu desde a implantação do real. Tal fato significa que o volume de pagamentos feitos à autoridade monetária foi superior ao dos saques realizados pelas instituições financeiras junto ao redesconto.

A redução pode ser atribuída às intervenções realizadas pelo Banco Central em instituições financeiras oficiais estaduais, como o BANESPA e o BANERJ. Este último, por exemplo, deixou de tomar recursos no redesconto e já se financia diretamente no mercado. O BANESPA, por sua vez, conseguiu reduzir o seu grau de dependência da linha de redesconto do BACEN: de algo em torno de R\$ 5 bilhões em dez./94 para cerca de R\$ 2 bilhões em fev./95.

As operações com o Tesouro Nacional e com o setor externo também foram contracionista, conforme mostra a Tabela 1.

Finalmente, as operações com títulos públicos federais, realizadas pelo BACEN, foram expansionistas e resultaram em recompra líquida de R\$ 2,6 bilhões.

No que se refere à base monetária ampliada<sup>2</sup>, definida pelo voto do Conselho Monetário Nacional (CMN) n<sup>o</sup> 133, de 30.11.94, o saldo médio de janeiro, segundo o BACEN, registrou um decréscimo de 2,4% em relação ao saldo do final de dezembro de 1994.

Considerando-se os componentes da base monetária ampliada, em termos médios, conforme o BACEN (Nota para Impr., 1995), observaram-se, comparativamente ao saldo de final de dezembro de 1994, além da contração de 4,6% da base monetária no conceito restrito, contrações de 0,7% nos títulos de emissão do Banco Central, 3,8% nos títulos de emissão do Tesouro Nacional e, finalmente, 3,2% nos depósitos compulsórios.

Quanto aos meios de pagamento, o M1 (papel-moeda em poder do público mais depósitos à vista), apresentou, pelo critério da média dos saldos diários, uma queda em janeiro de 7%, ficando em R\$ 19,5 bilhões. Em dezembro de 1994, esse valor atingiu R\$ 20,9 bilhões. A queda resultou da diminuição do papel-moeda em poder do público, que começou a pagar as dívidas contraídas em dezembro. De acordo com o BACEN, o papel-moeda em poder do público teve redução de 7%, e os depósitos à vista, um declínio de 6% em janeiro.

Quanto aos conceitos mais amplos de meios de pagamento, houve decréscimo de 6% no saldo do M2 em janeiro em relação a dezembro do ano passado, explicado pela queda do M1, dos títulos estaduais e municipais e dos federais. O M3 teve um declínio de 3,0%, explicado pela variação do M2, já

---

<sup>2</sup> A BM ampliada é composta pela BM conceito restrito mais títulos de emissão do BACEN e do Tesouro Nacional e os depósitos compulsórios.

que o saldo da caderneta de poupança se elevou 1,5%. O saldo do M4 teve uma elevação de 4,0% como reflexo da expansão de 17,5% no saldo dos títulos privados, devido à política de juros elevados do Governo. A relação M4/PIB, segundo o documento **Nota para a Imprensa (1995)** do BACEN, ficou em 25,7%, evoluindo em relação ao ano de 1994, quando alcançou 25,3% em dezembro.

Tabela 2

Principais fatores condicionantes da base monetária  
no Brasil - jan./94-jan./95

(R\$ milhões)

PERÍODOS	TESOURO NACIONAL	OPERAÇÕES COM TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS	OPERAÇÕES DO SETOR EXTERNO	ASSISTÊNCIA FINANCEIRA DE LIQUIDEZ (1)
1994				
Jan. (2)	537	-2 245	1 812	-8
Fev. (2)	379	-912	1 616	-6
Mar. (2)	-366	-402	1 497	-10
Abr. (2)	-275	-809	1 727	-5
Mai. (2)	-1 273	24	1 957	-4
Jun. (2)	-1 330	519	1 612	-6
Jul.	-1 109	5 185	139	14
Ago.	-1 238	2 852	13	14
Set.	-1 433	3 878	9	137
Out.	-1 645	814	337	397
Nov.	-1 871	3 423	50	368
Dez.	-1 181	5 964	-936	771
1995				
Jan.	-854	2 644	-79	-2 137

FONTE: BACEN.

NOTA: Média dos fluxos acumulados no mês, com base nos dias úteis.

(1) Inclui apenas os custos sobre deficiências de reservas bancárias. (2) Valores anteriores a jul./94 convertidos pela URV diária.

A partir de 10 de março, o Governo procurou colocar ordem no mercado cambial (comercial e financeiro) com a efetivação de uma única "banda", intermediária às outras duas anteriores. Os limites inferiores e superiores estabelecidos foram, respectivamente, R\$ 0,88 e R\$ 0,93.

Paralelamente, o BACEN elevou as taxas de juros no mercado — a taxa de juros efetiva deu um salto de 3,22% para 4,25% ao mês —, para incentivar a retenção e estimular a entrada do capital externo, bem como adotou uma série de medidas de restrição à saída e de incentivo à permanência de divisas no Brasil.<sup>3</sup>

A elevação da taxa de juros provocou um efeito em cadeia no mercado financeiro, começando pelo *overnight* no mercado interbancário — onde os bancos trocam posições entre si, diariamente —, chegando ao CDB pré-fixado, à caderneta de poupança e aos fundos de investimento que têm suas carteiras formadas basicamente por papéis de renda fixa.

As taxas mensais de juros do crédito ao consumidor, que até então oscilavam entre 8,7% e 12,4%, passaram a ficar por volta de 15,9% ao mês, e, no crédito pessoal, saiu de uma variação entre 11% e 18% ao mês para oscilar em torno de 21,5% ao mês.

Essa puxada nos juros em março deve se refletir negativamente sobre o consumo, que é uma outra grande preocupação do Governo para garantir a manutenção da estabilidade econômica.

A constante vigilância do Governo sobre o consumo permitiu a constatação em fevereiro de que seu nível se encontrava relativamente elevado. Essa situação gerou, então, medidas anticonsumo, na tentativa de desaquecê-lo.

As medidas incluíam:

- a redução do prazo dos consórcios para automóveis de 12 para seis meses;
- a restrição à aceitação de cheques pré-datados no comércio;<sup>4</sup>
- a suspensão do *leasing* para os automóveis;
- a proibição dos empréstimos de fundos de pensão privados a seus associados, com exceção dos financiamentos habitacionais;
- a restrição dos gastos dos estados, impedindo que as estatais obtenham empréstimos através de vendas antecipadas de serviços.

Junto com essas medidas, o Conselho Monetário Nacional divulgou um comunicado proibindo as empresas de *factoring* de continuarem captando

<sup>3</sup> Para maiores detalhes, ver **Setor Externo** neste número da revista.

<sup>4</sup> O Governo não tem instrumentos legais para coibir o uso de cheques pré-datados, portanto, pouco pode realizar nesse sentido.

recursos no mercado financeiro e emprestando ao comércio, dando como garantia notas promissórias, duplicatas, cheques pré-datados, etc. Essas operações mostravam que, na prática, essas empresas estavam fazendo intermediação financeira, o que, pela legislação em vigor, só é permitido aos bancos (elas não são consideradas instituições financeiras). O Governo, portanto, passou a considerar a atividade ilegal.

## Setor financeiro

A expectativa de que os bancos perderiam receitas e seus lucros cairiam em 1994 devido à adoção pelo Governo do Plano Real a partir de julho não se confirmaram. Os grandes bancos de varejo mantiveram, em 1994, suas taxas históricas de rentabilidade patrimonial, entre 10% e 15% (RELATÓRIO ..., 20.3.95, p.1). Os bancos atacadistas<sup>5</sup> obtiveram uma rentabilidade que vai de 30% a 70%.

A adaptação a um cenário de estabilização levou os bancos a cobrarem tarifas maiores pelos serviços prestados aos seus clientes e a ampliarem as suas carteiras de empréstimos.

Essa mudança nas fontes de receitas e a busca incessante de produtividade via automatização dos processos operacionais, ao lado dos ganhos cambiais e de tesouraria (principalmente para os bancos especializados em arbitragem), contribuíram para que os bancos continuassem tão rentáveis quanto vinham sendo quando a inflação era alta.

Apesar dos bons resultados conseguidos pelos bancos, o setor financeiro, entretanto, mostrou a sua fragilidade com a adoção do Plano Real.<sup>6</sup>

Dentre os bancos privados, em torno de 10 instituições passaram por liquidações extrajudiciais pelo BACEN. Hoje, à medida que o mercado financeiro atravessa crises como as decorrentes do colapso do peso mexicano, novas instituições são candidatas a possíveis intervenções por parte do BACEN.

---

<sup>5</sup> Os bancos atacadistas são chamados de bancos de andar, de uma agência só, que montam operações especiais para as empresas, atuam no câmbio, nas bolsas, nos mercados futuros, realizam operações de arbitragem, procurando margens de ganhos na compra e na venda simultânea de ativos e passivos.

<sup>6</sup> Em sete meses de Plano Real (jul.-jan.), 43 instituições financeiras sofreram intervenções e liquidações extrajudiciais. Destas, 12 são bancos estaduais, como é o caso do BANERJ e do BANESPA.

A intervenção do BACEN em bancos estatais, como o BANESPA e o BANERJ, também perturbou o mercado, não só do ponto de vista da importância política e econômica das instituições envolvidas, mas porque o Governo, através delas, pretende provocar a entrada de capital estrangeiro no sistema financeiro nacional, limitada na Constituição de 1988. Pelo menos, foi uma intenção manifestada no pacote de ajuste fiscal anunciado no dia 6 de março.

Todo esse movimento pode ser definido como rascunho de um novo desenho de sistema financeiro nacional, que, na verdade, tem relação com a tendência internacional de globalização.

Quanto ao mercado financeiro, em 1994, o patrimônio dos fundos de investimento superou o de todos os demais tipos de aplicações. Os fundos passaram a ser o maior investidor do mercado, superando a poupança e até os fundos de pensão. Segundo dados da Associação Nacional de Bancos de Investimentos (ANBID), o patrimônio dos fundos de investimento fechou o ano com US\$ 54,239 bilhões. Na poupança, havia US\$ 53 bilhões, e a estimativa dos fundos de pensão era de encerrar 1994 com um patrimônio em torno de US\$ 50 bilhões.

O crescimento dos fundos de investimento tem sido constante. A participação dos fundos nos haveres financeiros cresceu 32% nos últimos quatro anos.

Os fundos de *commodities*<sup>7</sup>, com suas múltiplas possibilidades de aplicações, foram os que receberam a maior parte dos investimentos. Terminaram 1994 com um patrimônio de US\$ 27,486 bilhões, mais da metade do patrimônio total. Para 1995, há possibilidade de eles continuarem crescendo.

Especificamente, em relação aos fundos mútuos com perfil de renda fixa, nos dois primeiros meses do ano, mostrou-se uma leve tendência de captação negativa, mas há esperanças de que, a partir de março, eles venham a ter uma rentabilidade mais elevada, devido ao aumento da taxa do *overnight* pelo BACEN para conter a fuga de capital externo do País, e de que com isso, melhorem a captação.

No *ranking* da rentabilidade, os fundos de ações apresentaram o pior desempenho neste início do ano, seguindo o movimento de queda das Bolsas de Valores brasileiras em virtude da crise do México.

Quanto aos depósitos a prazo, as aplicações em Certificados e Recibos de Depósitos Bancários (CDBs e RDBs) encerraram 1994 com um estoque de R\$ 62,973 bilhões.

---

<sup>7</sup> Os fundos de *commodities* foram uma primeira abertura para a criação no País dos chamados fundos *redge* — grandes fundos de aplicações internacionais. Outros fundos de investimentos são: os de ações, carteira livre, renda fixa, renda fixa de curto prazo, Fundo de Aplicação Financeira (fundões) e o Fundo de Investimento no Exterior (FIE), que nasceu com o Plano Real e foi a primeira aplicação em dólares oficialmente permitida para os brasileiros.

Para 1995, o mercado financeiro tem dúvidas em relação ao comportamento desses ativos, em face da concorrência dos investimentos em fundos mútuos, especialmente os de curto prazo, e de aplicações financeiras que agora recuperam o poder de atração por causa do fim do IPMF e da redução a zero do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF).<sup>8</sup>

As Bolsas de Valores brasileiras, nos três primeiros meses do ano, foram afetadas por acontecimentos que reduziram os seus rendimentos. Além da crise cambial no México, que, desde o dia 19 de janeiro, atingiu os mercados da América Latina, ainda sofreram influência do terremoto no Japão, visto que o país é um dos maiores fornecedores de capital dos mercados financeiros mundiais. A mudança da política cambial brasileira em março também influenciou negativamente o seu desempenho. Outro fator que pesou na queda das Bolsas foi a decepção dos investidores com o pacote anunciado pelo Governo, em fevereiro, na área de privatizações, onde ele propõe a flexibilidade de monopólios públicos através de concessões a empresas privadas<sup>9</sup>, em vez da venda das estatais.

O investidor que apostava na privatização e esperava, portanto, que a estatal capitalizada tivesse um aumento na sua lucratividade, o que influenciaria a valorização das suas ações, ficou receoso de ter perdas no seu patrimônio e se retirou do mercado, isto é, passou a vender suas carteiras de ações.

Já a caderneta de poupança, em janeiro e fevereiro de 1995, como praticamente em todos os meses desde a implantação do real (com excessão de dezembro do ano passado), apresentou captação líquida negativa. Para reverter esse quadro, o Governo determinou, no final do primeiro mês do ano, a diminuição de 1,2% para 1,01% do redutor da Taxa Referencial de Juros (TR). Como consequência, a poupança, cujos saldos são remunerados com base na TR mais 6% ao ano, passa a ter uma correção anual de 2,4% a mais a partir de março.

Os principais fatores que explicavam essa situação negativa eram a baixa rentabilidade da poupança comparativamente a outros ativos financeiros e o aumento do consumo com a estabilização dos preços, o que levava os aplicadores a fazerem retiradas para compras no mercado de bens e serviços.

Em março, a elevação dos juros pelo Governo como estratégia para manter, nos ativos financeiros, o capital externo, evitando, conseqüentemente,

---

<sup>8</sup> As aplicações financeiras feitas a partir do dia 2 de janeiro estão isentas do IOF, e o Imposto de Renda (IR) na Fonte, agora com a alíquota única de 10%, passa a incidir sobre os rendimentos nominais, de acordo com as novas regras tributárias. A exceção é a caderneta de poupança, que continua isenta de impostos.

<sup>9</sup> Ver **Política Fiscal** nesta revista.



a sua fuga, em face dos efeitos da crise do México e da desvalorização do real com a nova política cambial adotada, deve fazer com que os depósitos superem os saques em 0,5% no mês, segundo a Associação Brasileira de Crédito Imobiliário e Poupança (ABECIP).

Em relação ao crédito, a sua demanda permaneceu relativamente elevada no primeiro trimestre, refletindo o aquecimento do consumo no período.

Em janeiro, o *hot money* era a melhor fonte de captação de recursos das empresas. Em fevereiro, o capital de giro pré-fixado destacou-se como a melhor alternativa.

Enquanto os juros do *hot money* são pós-fixados e acompanham o Certificado de Depósito Interbancário (CDI), os juros do capital de giro pré-fixado são formados por uma composição entre as taxas do mês vigente e as do próximo (a cada dia, incorpora um dia útil do mês seguinte e deduz um do mês vigente).

## Considerações finais

A relativa estabilidade de preços dos últimos meses era totalmente dependente da política cambial, principal âncora do Plano Real. A política monetária tem sido passiva, acomodando as variações na demanda de moeda, e a política fiscal tem sido fortemente expansionista.

Esse desenho da política econômica manteve a demanda agregada da economia numa situação de relativo aquecimento, fato que continua a preocupar o Governo e talvez venha a exigir novas medidas de contenção de crédito num futuro próximo.

A reestruturação do sistema de recolhimento compulsório dos bancos junto ao BACEN, por exemplo, pode ser uma delas, pois algumas instituições financeiras transformaram depósitos à vista, cujo compulsório é de 90%, em depósitos a prazo, sobretudo em cademeta de poupança, onde o compulsório é de 27%. O BACEN passaria a exigir sobre os depósitos a prazo um recolhimento maior.

Entretanto há a preocupação, principalmente no sistema financeiro, de que a adoção de novas medidas para desaquecer a economia resulte em um desconfortante aprofundamento da desintermediação financeira, não só via desenvolvimento dos financiamentos com cheques pré-datados, como na atividade de instituições não financeiras, como as empresas de *factoring*.

Essa mesma política econômica, por outro lado, gerou um déficit acumulado na balança comercial, de novembro a fevereiro, da ordem de US\$ 2,761 bilhões, o que levou o Governo a rever a sua posição e a desvalorizar o real, adotando um sistema de "bandas" para concretizar o seu objetivo. Essa situação conduziu à alta do dólar, a qual, aliada à crise do México, provocou a

fuga de capitais externos, levando o Governo a aumentar as taxas de juros como antídoto para controlar a crise cambial.

Se o dólar está temporariamente sob controle, a elevação dos juros ameaça seriamente a estabilização da economia, pois se transforma em custos para os produtores, que os repassam aos preços, e, em particular, para as contas públicas, através do crescimento da dívida interna.

O Governo tem algumas opções para lidar com a presente situação econômica, desde promover uma forte contração fiscal (mediante o corte de despesas e o aumento de receitas), passando por uma elevação drástica da taxa de juros para reduzir demanda, até a alternativa de nada fazer e deixar que a própria aceleração inflacionária faça o papel de ajustar a economia, a exemplo dos planos anteriores. Mais adiante, então, um novo plano seria implementado para começar tudo de novo. Entretanto parece pouco provável que isso ocorra, pois o Governo tende a lutar até o fim antes de reconhecer um possível fracasso de seu plano e começar a pensar em um outro.

## **Bibliografia**

NOTA PARA IMPRENSA (1995). Brasília: BACEN, 20 fev.

RELATÓRIO "os bancos" (1995). **Gazeta Mercantil**, São Paulo, p.1, 20 mar.