



POLÍTICA ECONÔMICA

POLÍTICA MONETÁRIA E SETOR FINANCEIRO: A BUSCA DA FLEXIBILIDADE DO CRÉDITO

*Edison Marques Moreira**

O Governo alcançou alguns dos seus objetivos macroeconômicos através de uma rígida política monetária. Ao montar uma estrutura de depósitos compulsórios que retirou em torno de US\$ 52 bilhões da economia, o Banco Central (Bacen) conseguiu enxugar a liquidez, conter o crédito, elevar as taxas de juros e obrigar as empresas a desestocarem mercadorias.

O resultado dessa política monetária restritiva foi um movimento de desaceleração da economia que, segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), resultou em uma queda de 3,9% do Produto Interno Bruto (PIB) no segundo trimestre do ano em relação ao primeiro.

O Bacen já iniciou um processo de afrouxamento da liquidez, que deverá continuar até dezembro, porém de maneira tímida, pois o nível de atividade já cresce naturalmente no último trimestre, em virtude das festas de fim de ano.

Política monetária: o abrandamento do arrocho

No terceiro trimestre do ano, a política monetária procurou criar condições mais favoráveis à atividade econômica através da redução nas alíquotas dos recolhimentos compulsórios e das taxas de juros, bem como buscou eliminar crises localizadas de liquidez no mercado interbancário.

* Professor da PUC-RS e Economista da FEE.

No sentido de elevar o nível da oferta de moeda na economia e, conseqüentemente, a disponibilidade de crédito, as autoridades monetárias adotaram, no período, uma série de medidas, como a redução, de 30% para 20%, do percentual dos depósitos a prazo que os bancos são obrigados a recolher junto ao Bacen, a diminuição, de 8% para 5%, da alíquota de recolhimento do depósito compulsório sobre as operações de crédito e, de 30% para 15%, do depósito compulsório sobre os depósitos em poupança (ver **Principais medidas de política econômica no trimestre** nesta publicação).

Também houve uma flexibilização localizada, no sentido de favorecer determinados segmentos da economia. Entre outros beneficiários, estiveram a indústria automobilística, que recebeu autorização para a prática de *leasing* de automóveis para taxistas, para locadoras de automóveis e para transportadoras, e o setor financeiro, que também recebeu um alento, quando o Governo reduziu as taxas de juros da linha de empréstimos de liquidez (o redesconto) aos bancos.

Em relação à taxa de juros, o Governo, devido a manifestações de várias entidades representativas de setores da economia e da sociedade como um todo contra a prática de juros elevados, resolveu promover a sua queda de forma gradual. A taxa efetiva *over/selic* declinou de 4,02% ao mês ao final de julho para 3,84% ao mês em agosto. Colaboraram também, nesse sentido, a própria elevação da liquidez proveniente do afrouxamento do recolhimento dos depósitos compulsórios e o fato de as reservas internacionais terem atingido níveis elevados (ver **Relações internacionais** nesta publicação), fazendo com que o País tenha uma posição confortável — em torno de US\$ 45,8 bilhões no conceito de caixa em agosto —, isto é, praticamente semelhante àquela anterior à crise do México, não necessitando, portanto, da manutenção de juros elevados para atrair capital estrangeiro.

Em função disso, as taxas de juros agora podem ser definidas, levando em consideração, principalmente, o comportamento da demanda interna e o controle do gasto público.

Em relação à evolução dos principais agregados monetários, a base monetária (BM), depois de uma expansão em julho (Tabela 1), mostrou uma contração de 2,0% em agosto, considerada a média dos saldos diários. Ao longo do ano, a contração acumulada é de 13%, o que reflete o aperto de liquidez que o Governo vem impondo à economia.

Tabela 1

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

MESES	BM (1)	M1 (2)	M2 (3)	M3 (4)	M4 (5)	IPC-FIPE
Jan.	-2,0	-7,0	5,6	-2,9	3,8	0,8
Fev.	-6,0	-3,0	4,8	3,4	3,3	1,3
Mar.	-1,0	-4,0	-5,1	-2,2	0,3	1,9
Abr.	-7,0	-2,0	1,7	3,1	1,5	2,6
Maió	-1,0	-3,0	0,4	2,9	1,0	2,0
Jun.	2,0	4,0	6,6	5,9	3,7	2,7
Jul.	5,0	5,0	10,4	7,4	6,0	3,7
Ago.	-2,0	-1,0	8,7	5,7	5,3	1,4

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 com o setor externo em julho e agosto constituíram o principal fator de expansão monetária (Tabela 2), com impacto líquido de R\$ 7 bilhões e R\$ 5,8 bilhões respectivamente. Esse fato alterou o resultado acumulado no ano, fazendo com que, de contracionistas em R\$ 3,4 bilhões até junho, essas operações passassem a ser expansionistas em R\$ 9,4 bilhões em agosto.

As operações com o Tesouro Nacional, depois de proporcionarem impacto expansionista em julho, resultaram em fator contracionista em agosto, elevando em R\$ 3,4 bilhões a contração no ano.

As operações de assistência financeira de liquidez, que foram contracionistas ao longo do primeiro semestre do ano, passaram a ser expansionistas em julho e agosto, devido ao socorro que o Bacen teve que prestar aos bancos em dificuldades financeiras, sobretudo os Bancos

Econômico da Bahia, Mercantil de Pernambuco e Comercial de São Paulo, que sofreram intervenção da autoridade monetária.

As operações com títulos públicos federais foram utilizadas fortemente nos dois primeiros meses do trimestre, no sentido de neutralizar os efeitos do mercado de câmbio principalmente com a entrada de dólares de investidores externos no mercado financeiro brasileiro, atraídos pelas taxas de juros elevadas em relação ao mercado internacional. Esse fato resultou num impacto contracionista sobre a base monetária no período.

Essas operações foram feitas principalmente com títulos públicos de curtíssimo prazo e elevaram a dívida pública interna (ver **Política fiscal** nesta publicação).

Tabela 2

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

MESES	TESOURO NACIONAL	OPERAÇÕES COM TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS	OPERAÇÕES DO SETOR EXTERNO	(R\$ milhões)
				ASSISTÊNCIA FINANCEIRA DE LIQUIDEZ (1)
Jan.	-162	1 808	-127	-1 707
Fev.	762	490	-198	-1 469
Mar.	-591	3 244	-3 833	1 083
Abr.	-1 993	1 386	-101	-1 437
Mai	-511	-235	1 565	-701
Jun.	-1 303	2 333	-678	-231
Jul.	1 128	-9 728	7 017	2 784
Ago.	-707	-7 512	5 795	594

FONTE: Bacen.

NOTA: Fluxos acumulados no mês.

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

Quanto à base monetária ampliada (na qual, além de papel-moeda emitido e reservas bancárias, são incluídos títulos do Tesouro e do Bacen no mercado), a média dos saldos diários, segundo o Bacen,¹ cresceu 7,1% em julho e 11,7% em agosto, em consequência, basicamente, do ingresso de recursos externos, que se refletiu no crescimento do saldo de títulos públicos federais. De janeiro a agosto, a base monetária ampliada, pela média dos saldos diários, acumulou expansão de 25,7%.

Em relação aos meios de pagamento, o conceito restrito (M1), que em julho apresentou uma expansão de 5% em relação ao mês anterior, em agosto registrou uma queda. A taxa de crescimento da moeda manual, um dos componentes desse agregado monetário, caiu nos dois primeiros meses do trimestre, sugerindo que houve absorção pelo sistema bancário de parte da moeda que vinha sendo mantida em poder do público por um período maior. Os depósitos à vista, outro componente do M1, enquanto em julho apresentaram crescimento de 4,4% segundo o Bacen,² no mês seguinte tiveram uma queda de 2,4% em relação ao mês anterior.

Os conceitos mais amplos de moeda registraram taxas de expansão significativa nos meses de julho e agosto, em função do ingresso de dólares, que se refletiu na elevação do estoque de títulos federais em poder do público. Em consequência, o agregado M2, no qual o peso dos títulos federais em poder do público é mais elevado, apresentou a maior expansão, seguido pelo M3 e pelo M4.

Setor financeiro: em busca da adaptação a um cenário de inflação baixa

Dando continuidade ao processo de adaptação da economia às taxas baixas de inflação, o Governo, no terceiro trimestre do ano, adotou medidas que visavam condicionar o mercado financeiro a esse novo cenário.

Desde 1º de agosto, os bancos podem criar novos fundos mútuos de investimentos, com uma rentabilidade maior para prazos de aplicações mais

¹ NOTA PARA IMPRENSA (1995). Brasília: Bacen, 20 ago.

² Ver nota 1.

longas. O Bacen eliminou toda a regulamentação que existia para essa área e que, entre outras coisas, direcionava a aplicação dos recursos captados. Agora os fundos passam a ter total liberdade para comporem suas carteiras e, evidentemente, assumirem riscos maiores.

Os novos fundos definidos pelo Bacen, chamados de Fundos de Investimentos Financeiros (FIF), estão divididos em dois segmentos: os Fundos de Investimentos de Curto Prazo e os de Aplicação em Cotas de Investimento. O primeiro tem liquidez diária, mas a sua rentabilidade é relativamente baixa, em função do recolhimento de um depósito compulsório de 40% junto à autoridade monetária em espécie e sem remuneração.

Já o segundo é uma aplicação por prazo determinado, sem renovação automática. Os fundos de 30 dias têm um compulsório de 5%, e os de 60 e 90 dias estão isentos desse recolhimento junto ao Bacen.

Como a rentabilidade dos novos fundos, devido ao recolhimento do depósito compulsório, poderia torná-los pouco competitivos em relação à caderneta de poupança, o Governo decidiu aumentar o redutor desta última aplicação, passando-o de 1,2% para 1,3% da Taxa Referencial de Juros (TR), o que significa uma queda do seu rendimento.

Os antigos fundos só puderam captar depósitos até o final de setembro, depois, à medida que as aplicações forem vencendo, deverão ser extintos, fundidos ou incorporados aos novos. O prazo para que isso ocorra é até o final do ano.

Em comparação aos fundos antigos, os atuais têm plena liberdade de serem constituídos pelas instituições financeiras e, portanto, de terem o seu perfil de risco definido por elas. É permitido, até mesmo, que os fundos façam aplicações em derivativos no mercado de balcão e em operações compromissadas no mercado de títulos.

O Bacen limitou em 10% do patrimônio líquido dos fundos a aplicação em papéis de um mesmo emissor, seja ele estado, município ou outros. O objetivo é evitar que os bancos apliquem os recursos captados em um único papel do mercado financeiro, o que pode acarretar problemas, se, por exemplo, a instituição falir.

Junto com as mudanças nas aplicações, o Governo determinou também uma alteração na administração dos fundos. Agora, a instituição financeira a qual pertence o fundo, e não o Bacen, é que deve providenciar o seu regulamento, com isso, os administradores (um dos diretores deve ser designado) passam a ter responsabilidade civil e criminal sobre o seu gerenciamento.

Os novos fundos estão isentos do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), mas não do Imposto de Renda, que taxa os seus rendimentos em 10%. A entrada em vigor dos FIF a partir de 1º de agosto modificou o perfil das aplicações no mercado financeiro, pois ainda era possível, até 1º de outubro, aplicar nos antigos fundos.

Segundo dados do Bacen, nessa fase de transição, os investidores preferiram aplicar seus recursos principalmente nos fundos de *commodities*, os quais tiveram captação líquida positiva (depósitos maiores que os saques) de R\$ 5,570 bilhões e, em segundo lugar, nos fundos de curto prazo (captação líquida de R\$ 341 milhões).

No mesmo período, a poupança perdeu R\$ 770 milhões, os fundos de renda fixa R\$ 400 milhões e os fundos (FAF) R\$ 341 milhões.

A Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANDIB) estima que os fundos fecharam o período (de 1º de agosto a 14 de setembro) com patrimônio líquido de R\$ 61,5 bilhões, sendo a metade nos fundos de *commodities*.

Com a reforma promovida pelo Governo, também os fundos de ações em carteira livre, que estavam dando ao investidor uma rentabilidade de renda fixa, se alteram. O Bacen passou a exigir que eles aplicassem 51%, no mínimo, apenas em ações. Essa medida se fazia necessária porque algumas instituições estavam utilizando esses fundos como um instrumento de liquidez diária e com uma rentabilidade bem superior à do FAF, à do fundo de renda fixa e à dos fundos de *commodities*.

A medida transforma esse fundo efetivamente em um fundo de ações, conforme desejo antigo da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Uma outra medida tomada pelo Bacen e que se refere ao mercado financeiro é a taxação, a partir de agosto, do capital estrangeiro especulativo que entra no País. Além de seletiva, ela atingiu os investimentos de curto prazo e teve o sentido de alongar prazo.

A autoridade monetária instituiu a volta do IOF para empréstimos externos, para aplicações em fundos de renda fixa, para operações interbancárias realizadas entre instituições financeiras no Exterior e para os bancos credenciados a operarem com câmbio no País. O Bacen proibiu também os investimentos estrangeiros no mercado de opções das Bolsas de Valores.

Tais medidas foram necessárias devido ao elevado ingresso de capital líquido estrangeiro (ver **Relações internacionais** nesta publicação) principalmente em julho (US\$ 3,983 bilhões) e início de agosto, resultando em reflexos

negativos sobre a política econômica do Governo. Assim, por exemplo, a entrada elevada de dólares pressiona a sua cotação para baixo e obriga o Bacen a comprá-los para sustentar o preço. Ao fazer isso, ele aumenta a liquidez da economia e tem que emitir títulos para enxugá-la (expande a dívida pública), pagando juros elevados (cresce o serviço da dívida).

Os empréstimos externos em moeda, que eram isentos do IOF, passaram a ser taxados em 5%. Aqueles direcionados para aplicação em fundo de renda fixa tiveram o IOF elevado de 5% para 7%. As operações interbancárias realizadas entre instituições financeiras no Exterior e bancos que operam no Brasil e as transações feitas em contas de disponibilidade de curto prazo, de residentes no Exterior, passaram a pagar 7% de IOF.

Outro fato, também importante, que ocorreu no setor financeiro no trimestre foi a abertura do mercado brasileiro aos bancos estrangeiros.

As restrições à participação estrangeira nesse mercado estão previstas no artigo 52 das Disposições Transitórias da Constituição de 1988. Por esse dispositivo, fica vedada a instalação no Brasil de novas agências de instituições financeiras domiciliadas no Exterior. Além disso, ele também proíbe o aumento do percentual de participação, no capital de instituições financeiras com sede no País, de pessoas físicas ou jurídicas residentes ou domiciliadas no Exterior. O parágrafo único do artigo 52 diz que as proibições não se aplicam "às autorizações resultantes de acordos internacionais, de reciprocidade ou de interesse do governo brasileiro". Através da existência desse parágrafo é que o Governo conseguiu flexibilizar as regras atuais, pois as concessões foram feitas junto à Organização Mundial do Comércio (OMC), portanto, resultaram de acordo internacional.

A partir dessa abertura do setor financeiro, os bancos estrangeiros poderão, por exemplo, passar a participar do processo de privatização de instituições financeiras oficiais. Além disso, ao eliminar a diferença de tratamento entre instituições financeiras nacionais e estrangeiras, derruba três restrições à entrada dos bancos internacionais:

- a impossibilidade de ter rede própria de caixas eletrônicas — pelas regras hoje vigentes, um banco estrangeiro só pode ter caixa eletrônica em *pool* com instituições nacionais, como o chamado Banco 24 Horas;
- a exigência de que os bancos estrangeiros tivessem o dobro do capital, na comparação com bancos nacionais;

- a eliminação do poder discricionário do Bacen para dar tratamento diferente a bancos nacionais e estrangeiros.

Com essa decisão, o Governo, inclusive, abre novas possibilidades para solucionar crises de instituições que estejam enfrentando problemas financeiros, como o Banco Econômico da Bahia, o Banespa e o Banerj.

Aliás, em relação ao processo de liquidação de bancos que vem ocorrendo desde a implantação do Plano Real, o Bacen, neste penúltimo trimestre do ano, realizou intervenções no Banco Econômico da Bahia, no Mercantil de Pernambuco e no Comercial de São Paulo. Desde julho do ano passado, a autoridade monetária já decretou a liquidação de 14 bancos. Outros três estão sob intervenção, e cinco, em regime de administração especial temporária.

Preocupado com a crise dos bancos nesse novo contexto de economia de inflação baixa e, conseqüentemente, com sua repercussão, o Governo definiu duas estratégias para lidar com ela: intervir e sanear essas instituições, em vez de liquidá-las, e incentivar a fusão com outras instituições antes de os problemas se tornarem públicos. A razão, segundo o Bacen, é que os processos de liquidação extrajudicial de bancos, principalmente privados, são juridicamente complicados, tumultuam o mercado e geram desconfiança em relação ao sistema financeiro.

Considerações finais

O Governo, como se viu ao longo do texto, deu início ao processo de flexibilização das medidas de aperto da economia. Contudo muito mais terá que ser feito nesse sentido para restabelecer o nível de crédito em patamares semelhantes aos vigentes antes do Plano Real.

Perseguir esse objetivo, entretanto, inclui um severo monitoramento do desempenho da economia, pois um forte aquecimento do nível de atividade poderá resultar no início de um processo de descontrole inflacionário.

O alongamento das aplicações via os novos fundos de investimento pode ser considerado uma aposta do Governo de que os agentes econômicos estão perdendo a memória inflacionária. Se realmente os recursos migrarem, principalmente para investimentos de 60 e 90 dias, ele poderá ter uma boa sinalização para iniciar a montagem de uma estratégia que vise acelerar a flexibilização das medidas de aperto monetário, sobretudo para o próximo ano.