

# Mercados

Caderno semanal da

30 NOV 1992

GAZETA MERCANTIL

Sábado, 28, e segunda-feira, 30 de novembro de 1992

## Cai dívida do governo com setor privado

por Ângela Bittencourt  
de São Paulo

O endividamento do governo com o mercado financeiro voltou ao nível do início dos anos 80. Os ativos que o setor privado tem contra o Banco Central — que atingiram US\$ 62 bilhões em dezembro de 1989 — não ultrapassam, atualmente, US\$ 28 bilhões (ver tabela).

O processo de desmonetização ao longo do tempo, reflexo da pressão da sociedade em se livrar da moeda para se proteger da inflação, achatou a base monetária de US\$ 14 bilhões em 1980 para cerca de US\$ 4 bilhões em 1992. A dívida líquida do governo com o setor privado — descontada, portanto, a expansão das reservas internacionais — caiu a um terço do que era em 1989.

### Senso comum

“É um equívoco considerar que os juros são elevados no País porque há excesso de títulos públicos em circulação”, afirma o economista Luiz Carlos Mendonça de Barros, do Banco Planibanc e ex-diretor da área de mercado de capitais do Banco Central, que se dedicou ao levantamento detalhado dos ativos do mercado contra o BC nos últimos anos.

Ele explica que o senso comum considera que o juro sobe na medida em que o governo busca moeda no mercado. “Isto não é verdade. O governo não tem déficit sob a forma de títulos e obteve este resultado com uma administração financeira mais eficiente e a garfada da correção monetária em março de 1990. O juro é alto por questões de ordem macroeconômica e existe espaço para sua redução de aproximadamente 40% reais para 15 ou 20% ao ano.”

A expansão do estoque de títulos públicos em poder do mercado espelhou, há pouco mais de um ano, o início da recomposição da poupança financeira com a devolução dos cruzados bloqueados pelo Plano Collor. Mais adiante, os títulos passaram a fazer frente à disparada das reservas cambiais a partir de dezembro de 1991.

### Poupança estacionada

Para o economista Roberto Castello Branco, diretor-executivo do Banco Arbi e também ex-diretor de mercado de capitais do BC, estes movimentos de moeda acabaram produzindo uma base de sustentação inflacionária.

“O ingresso de capital estrangeiro tende naturalmente a provocar au-

mento dos preços dos bens domésticos relativamente aos dos bens internacionais, isto é, valorização real do cruzeiro. O Banco Central, ao perseguir a meta de acumulação de reservas, evitou que isso acontecesse. Ao intervir maciçamente no mercado de câmbio, o BC produziu desvalorização artificial do cruzeiro.”

Castello Branco acredita que a desvalorização forçada do cruzeiro contribuiu para reverter a tendência da balança comercial, retirar estímulos ao crescimento da produção de serviços, impedir que a indústria substitutiva de importações se expusesse mais intensamente à competição internacional e ampliou o impacto do ingresso de capital estrangeiro no País sobre as reservas, com consequência relevante sobre a inflação.

“O BC esterilizou parcialmente o formidável incremento de reservas com a colocação de títulos, sendo obrigado a acelerar a emissão de base monetária. A expansão deste agregado passou de 248% nos últimos doze meses anteriores a setembro de 1991 para mais de 500% no mesmo período anterior a julho deste ano. O abuso do ‘dirty float’ do câmbio foi responsável por importantes pressões inflacionárias. O aumento da dívida pública concorre para ampliar o déficit, anulando a influência benéfica do ingresso de capital estrangeiro.”

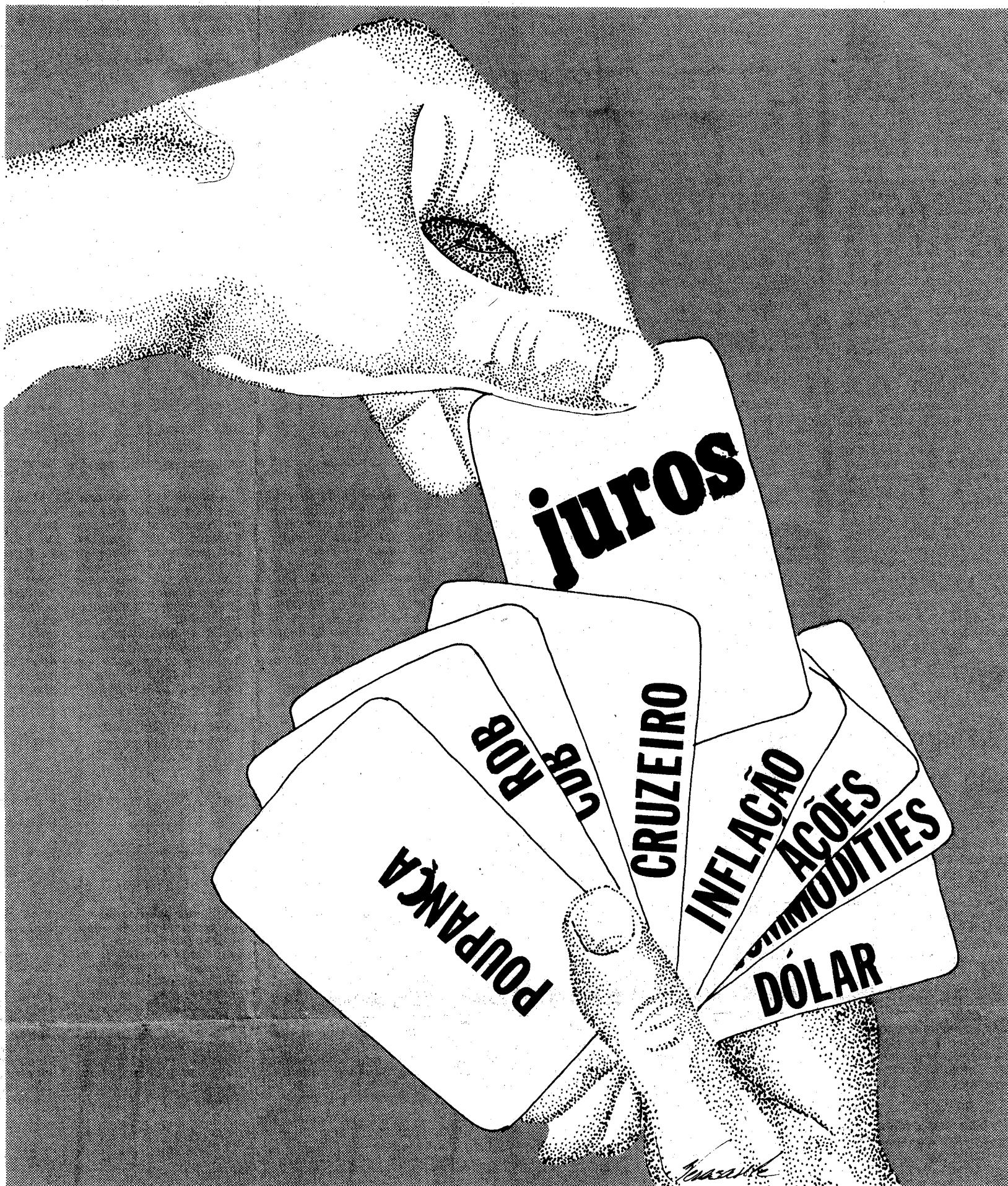
A evolução recente da política monetária, diz Castello Branco, é incompatível com a realização de promessas de redução de inflação. Os índices mais elevados não constituem um fenômeno temporário, mas configuram uma tendência de alta, independentemente de entressafra ou crise política.

Considerando os meios de pagamento do País, é possível notar que a poupança financeira total estacionou há cerca de cinco meses na casa de US\$ 100 bilhões.

Nesse período, a parcela referente a aplicações em títulos públicos federais permaneceu praticamente estável em pouco mais de 18%. A fatia dos títulos bancários disparou, porém. Os dados oficiais da execução monetária de outubro confirmam a liderança absoluta dos títulos bancários como o principal lastro de moeda investida no Brasil: mais de 30% do total.

Desde o início do governo Collor, as taxas de juros encabeçam o “ranking” das aplicações mais rentáveis, superando a inflação de quase 24.000% em 77,3%. O juro reina absoluto no mercado.

No primeiro mês do governo interino de Itamar Franco os juros apa-



nharam da inflação. No entanto, os investidores mais conservadores — que estão assegurando tanta solidez aos meios de pagamento — foram apanhados pela sorte em novembro.

A despeito da queda sistemática dos juros nominais dos CDB nas últimas semanas, o rendimento esperado para novembro poderá ser o maior em oito meses.

Esta posição destacada não tem nenhuma relação com mudanças estruturais da economia. Os juros recobram a liderança entre os ativos financeiros pela queda brusca e acentuada da inflação.

Fatores sazonais ou circunstanciais, como queda dos preços dos ali-

mentos e reajustes moderados de tarifas públicas federais e municipais, devem derrubar o índice FIPE, por exemplo, de 26,46% em outubro para cerca de 22% ou 22,5% em novembro.

### Espaço para o juro cair

Observando estes dados e os movimentos que acontecem dentro do maior banco privado do País — o Bradesco — Ageo Silva, vice-presidente responsável pela área de captação e mercado aberto, acredita que existe espaço para o corte dos juros. Ele garante que não esteja

ocorrendo nenhum processo de desaplicação financeira no sistema. Apenas observa que não há certeza sobre a velocidade com que a moeda adicional, do 13º salário por exemplo, chegará aos bancos.

Ageo Silva reforça, ainda, que dificilmente as pessoas que economizam — e nada têm a ver com grandes investidores — possuem muitas alternativas para proteger o dinheiro contra a inflação, que todos temem porque reconhecem que ela está reprimida.

### Aplicação conservadora

Manoel Cintra — principal executivo do Banco Multiplic e ex-presidente da Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID) — não vê espaço confortável para reduções de juros enquanto o governo não equacionar o problema fiscal. Na sua opinião, é um risco elevado mexer num instrumento que se mostra eficaz, e talvez único, se o ajuste fiscal não for aprovado.

Apesar da cautela, Cintra admite que o juro, no Brasil, se transformou numa peculiar armadilha, pronta para disparar sobre a caça ou o caçador.

Responsável pelo gerenciamento de um banco de atacado, Cintra conta que mesmo os investidores institucionais continuam posicionados firmemente em títulos privados.

“Em alguns momentos, alguns até se arriscaram em partir para outros mercados procurando ‘hedge’. No entanto, poucos chegaram a concretizar, de fato, movimentos de transferência de posições, porque tiveram prejuízo e acabaram voltando correndo para os títulos bancários”.

### DÍVIDA FEDERAL COM O MERCADO

(IGP/ US\$ bilhões)

| Período | Base   | T. Públicos | DER   | NCZ\$  | Total  | Total - Reservas |
|---------|--------|-------------|-------|--------|--------|------------------|
| Dez/80  | 14,461 | 8,887       | 0     | 0      | 23,368 | 23,368           |
| Dez/81  | 13,053 | 15,011      | 0     | 0      | 28,065 | 28,065           |
| Dez/82  | 12,110 | 22,166      | 0     | 0      | 34,276 | 34,276           |
| Dez/83  | 7,419  | 15,510      | 0     | 0      | 22,929 | 24,484           |
| Dez/84  | 6,930  | 28,966      | 0     | 0      | 35,896 | 28,374           |
| Dez/85  | 7,328  | 42,093      | 0     | 0      | 49,420 | 41,710           |
| Dez/86  | 17,661 | 35,443      | 0     | 0      | 53,104 | 48,519           |
| Dez/87  | 9,640  | 43,860      | 0     | 0      | 53,500 | 49,057           |
| Dez/88  | 6,115  | 43,800      | 0     | 0      | 49,119 | 59,802           |
| Dez/89  | 6,022  | 53,137      | 0     | 0      | 69,159 | 61,800           |
| Jun/90  | 10,548 | 18,366      | 0     | 29,661 | 58,574 | 50,788           |
| Dez/90  | 9,182  | 12,001      | 0     | 27,178 | 48,361 | 39,610           |
| Jun/91  | 7,062  | 8,735       | 0     | 24,101 | 39,898 | 30,673           |
| Dez/91  | 6,196  | 12,071      | 3,955 | 12,439 | 34,670 | 26,118           |
| Jan/92  | 4,408  | 16,884      | 4,534 | 10,731 | 36,547 | 26,815           |
| Fev/92  | 5,027  | 19,157      | 5,216 | 9,295  | 38,705 | 27,614           |
| Mar/92  | 4,283  | 23,801      | 6,021 | 7,964  | 42,069 | 28,328           |
| Abr/92  | 4,763  | 26,826      | 6,839 | 6,522  | 44,949 | 29,787           |
| Mai/92  | 4,263  | 29,066      | 7,203 | 4,814  | 45,345 | 28,426           |
| Jun/92  | 4,033  | 31,347      | 7,555 | 3,205  | 46,140 | 28,031           |
| Jul/92  | 3,992  | 34,629      | 8,370 | 1,636  | 48,627 | 29,686           |
| Ago/92  | 3,875  | 34,508      | 8,347 | 0      | 46,730 | 27,798           |

Fonte: Planibanc

### RANKING DAS APLICAÇÕES

(Variações acumuladas durante o governo Collor/Itamar)

|                 | Variação nominal (%) | Variação real (%) |
|-----------------|----------------------|-------------------|
| Bolsa - SP      | 24,146,50            | 1,00              |
| Bolsa - RJ      | 20,820,41            | -12,85            |
| CDB Pré 30 dias | 42,444,35            | 77,22             |
| Poupança        | 21,318,19            | -10,78            |
| Overnight       | 23,268,42            | -2,88             |
| Duro (Físico)   | 11,526,95            | -51,57            |
| Duro (Spot)     | 11,550,00            | -51,47            |
| Dólar Paralelo  | 13,314,63            | -44,12            |
| Dólar Comercial | 23,308,72            | -2,49             |
| Inflação        | 23,908,11            | 0,00              |

Fonte: Bovespa, BVRJ, BC, BM&F, Andima, Fipe e Centro de Informações da Gazeta Mercantil.  
Obs.: Todas as variações referem-se ao período compreendido entre os dias 13/03/90 e 30/11/92.  
A inflação inclui estimativa de 22,00% para Nov/92.

### RANKING DAS APLICAÇÕES

(Variações acumuladas durante o governo Itamar Franco)

|                 | Variação nominal (%) | Variação real (%) |
|-----------------|----------------------|-------------------|
| Bolsa - SP      | 5,38                 | -30,93            |
| Bolsa - RJ      | 8,47                 | -28,90            |
| CDB Pré 30 dias | 58,80                | 4,08              |
| Poupança        | 54,06                | 0,98              |
| Overnight       | 59,98                | 4,86              |
| Duro (Físico)   | 41,90                | -6,99             |
| Duro (Spot)     | 41,90                | -6,99             |
| Dólar Paralelo  | 49,05                | -2,30             |
| Dólar Comercial | 52,20                | -0,24             |
| Inflação        | 52,57                | 0,00              |

Fonte: Bovespa, BVRJ, BC, BM&F, Andima, Fipe e Centro de Informações da Gazeta Mercantil.  
Obs.: Todas as variações referem-se ao período compreendido entre os dias 02/10/92 e 30/11/92.  
A inflação inclui estimativa de 22,00% para novembro.