

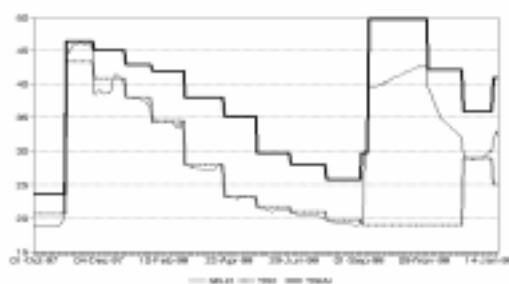
5

Política Monetária

Ao longo do último trimestre do ano passado, a política monetária continuou subordinada à necessidade de preservar a política cambial num contexto de desequilíbrio fiscal ainda significativo e de forte pressão externa derivada da radical mudança ocorrida no mercado financeiro internacional após a crise da Rússia. Isto significou que, ao longo de todo o mês de outubro e primeira metade de novembro, a taxa de juros não só foi mantida no elevado patamar à que fora alçada no início de setembro, como registrou também uma leve trajetória ascendente, que a levou dos 39% a.a. para 42% a.a. (ver Gráfico 5.1). Após o anúncio do acordo com o FMI, e obtida uma importante vitória no Congresso com a votação das primeiras medidas do ajuste fiscal, o Banco Central começou a reduzir as taxas: inicialmente em 0,5 ponto percentual ao dia, passando em seguida a um ritmo mais lento, de 0,2 ponto percentual. Assim, a taxa efetiva de novembro foi cerca de 3 pontos percentuais (em termos anuais) inferior à de outubro (ver Tabela 5.2).

Essa redução da taxa de juros ao ritmo de 0,2 ponto percentual ao dia prosseguiu em dezembro, a despeito do quadro de deterioração de expectativas com a derrota do governo na votação da medida provisória que elevava a contribuição previdenciária de funcionários públicos e instituiu a contribuição, em bases equivalentes, para servidores já aposentados. Mesmo com os fluxos de contratação de câmbio fortemente negativos, na reunião do Copom de 17/12 o Banco Central reinstituíu o sistema de

GRÁFICO 5.1
TAXAS DE JUROS - SELIC, TBC E TBAN
TAXA EFETIVA (% a.a.)



Fonte: Andima e Bacen. Elaboração: IPEA/DIPES.

bandas para a taxa de juros. Os empréstimos de liquidez à TBC, que se encontravam suspensos desde o início de setembro, foram reativados, e a taxa fixada em 29% a.a.. A TBAN, por seu turno, também foi reduzida, passando de 42,25% para 36% a.a.. Depois da reunião do Copom, as taxas se mantiveram próximas à TBC, sem que os “go arounds” diários, que marcaram as intervenções do Bacen no mercado nos meses anteriores, se mostrassem necessários.

Nos mercados futuros, houve uma certa acomodação do cupom cambial *projetado* em novembro e dezembro relativamente ao nível extremamente elevado observado em outubro. Esse recuo — para 16,7%, em média, no último bimestre, ante 25,9% em outubro — refletiu principalmente uma revisão para baixo nas projeções relativas às taxas de juros “um mês à frente” (para 32,7% na média do bimestre, contra 38,6% em outubro), enquanto as projeções de desvalorização avançavam de 10,2% a.a. em outubro para 13,7% a.a., em média, no bimestre novembro-dezembro (ver Gráfico 5.2). Mesmo com a retomada dos saldos negativos nas contratações de câmbio em dezembro, o cupom cambial projetado no início de janeiro ainda se manteve em queda, indicando uma percepção ampla de que mudanças radicais de política, como as que viriam a ocorrer mais adiante, poderiam ser evitadas.

Pelo conceito de média dos saldos diários, a base monetária experimentou uma contração de 4% em novembro, o que reduziu a variação em 12 meses para 28,5%, após vários meses de taxas próximas ou superiores a 30%.

TABELA 5.1

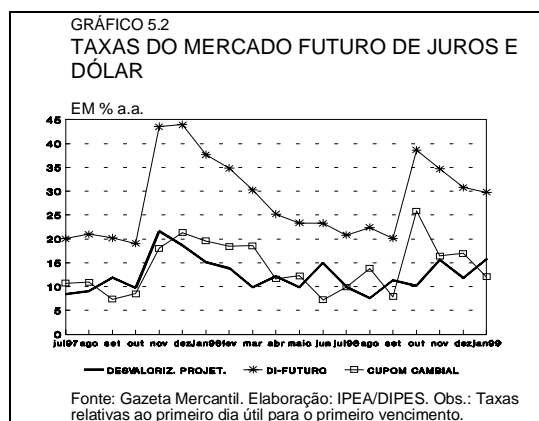
FATORES CONDICIONANTES DA BASE MONETÁRIA

(EM R\$ MILHÕES)

FATORES CONDICIONANTES	SET. 97/NOV. 97	SET. 98/NOV. 98	ÚLTIMOS 12 MESES
Tesouro Nacional ^a	-2.377	1.200	-16.029
Operações com o Setor Externo	-11.368	-30.677	-15.529
Operações com Títulos Públicos Federais ^b	14.169	16.526	30.579
Assistência Financeira de Liquidez	-1.078	-1.407	-1.376
Depósitos dos Fundos de Investimentos	-760	323	-386
Depósitos de Instituições financeiras	-708	19.518	19.702
Outras Contas	-1.236	-1.159	-195
Variação da Base Monetária	1.124	4.325	16.766

Fonte: Banco Central do Brasil. Nota: Fluxos acumulados nos meses. ^a Não inclui operações com títulos. ^b Valores negativos correspondem a colocações líquidas.

Dentre os determinantes da variação da base no bimestre outubro-novembro — calculados com base nos saldos em final de período — destacam-se os impactos expansionistas das operações do Tesouro Nacional (R\$ 1,9 bilhão, concentrado em novembro devido ao pagamento da segunda parcela do 13º salário do funcionalismo), e dos depósitos de instituições financeiras, com impacto de R\$ 12,8 bilhões; pelo lado contracionista, as operações com o setor externo acumularam no bimestre R\$ 4,7 bilhões (embora a maior parte da perda de reservas tenha ocorrido em outubro, e em níveis bem menores que os observados em setembro), enquanto as operações com títulos públicos registravam impacto de R\$ 1,2 bilhão — também neste caso com um comportamento bem diferenciado nos dois meses: colocações líquidas de R\$ 7,5 bilhões em outubro e resgates líquidos de R\$ 6,4 bilhões em novembro.



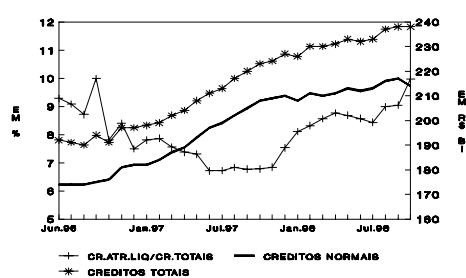
Os meios de pagamento apresentaram expansão de 8,8% nos 12 meses encerrados em novembro quando se consi-

TABELA 5.2
TAXAS DE JUROS DA ECONOMIA
(EM % a.a.)

PERÍODO	TAXAS PASSIVAS			TAXAS ATIVAS ^a	
	SELIC	CDB ^a	POUPANÇA	CAP. GIRO	HOT MONEY
1995	53,06	45,70	39,74	101,19	67,57
1996	27,41	22,89	16,35	36,90	37,14
1997 Jan.	21,84	18,52	15,37	35,38	33,03
Fev.	26,20	24,86	17,65	44,42	31,59
Mar.	22,82	19,94	15,26	45,13	33,15
Abr.	23,15	18,63	15,15	41,44	30,05
Mai.	20,81	17,97	14,62	40,43	28,54
Jun.	21,24	18,82	14,86	38,48	27,89
Jul.	19,04	15,48	13,56	36,49	28,75
Ago.	20,95	17,25	14,50	41,09	29,51
Set.	19,87	17,24	14,07	35,53	29,18
Out.	19,98	15,35	13,49	33,33	27,03
Nov.	46,06	39,43	29,15	71,83	54,07
Dez.	40,03	34,66	23,01	62,33	45,16
1997	24,77	21,14	16,55	43,42	32,95
1998 Jan.	37,22	30,73	21,75	64,22	39,34
Fev.	34,31	32,89	14,14	71,54	46,91
Mar.	28,28	25,45	17,26	56,54	47,74
Abr.	25,23	20,88	13,67	51,66	41,12
Mai.	22,63	20,29	12,75	49,81	40,71
Jun.	20,98	19,99	12,56	46,96	38,00
Jul.	20,26	16,48	12,11	40,77	32,37
Ago.	19,28	16,05	11,13	41,91	32,24
Set.	34,33	17,77	12,02	44,75	31,72
Out.	41,58	31,49	18,00	64,40	52,32
Nov.	38,72	33,69	15,05	61,94	55,99
Dez.	31,21	25,61	15,30	49,45	49,47
1998	29,18	23,97	14,62	53,05	41,99
Taxas Reais ^b (Acumuladas nos últimos 12 meses)	26,99	21,87	12,68	50,46	39,59

Fonte: Banco Central do Brasil e Andima. Elaboração: IPEA/DIPES. Nota: taxas efetivas.

^a Taxas líquidas referentes ao primeiro dia útil do mês. ^b Taxas relativas aos últimos 12 meses, deflacionadas pelo IGP-DI.

GRÁFICO 5.3
EMPRESTIMOS DO SISTEMA FINANCEIRO AO
SETOR PRIVADO

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: IPEA/DIPES.

dera a média dos saldos diários. Esta taxa é bastante inferior à variação equivalente registrada pela base monetária, refletindo a baixa disposição do setor bancário em expandir seus empréstimos: os depósitos à vista, na mesma comparação, cresceram apenas 3,4%. Pelo conceito de saldos em final de período, a variação em 12 meses do M1 foi de 15,2% em novembro. Na composição dos agregados financeiros no período recente, destaca-se a recuperação dos títulos públicos no portfólio do público não-financeiro, com um crescimento de 6% em novembro,

enquanto os demais ativos apresentaram relativa estabilidade no mês. O M4, na taxa de 12 meses, apresentou variação de 15,8%, um pouco mais alta que nos dois meses anteriores mas ainda assim bem menor do que as taxas superiores a 20% registradas até agosto (ver Tabela 5.4). Em novembro, o M4 correspondia a 49% do PIB.

A dívida mobiliária federal alcançou R\$ 320 bilhões em novembro, registrando crescimento acumulado em 12 meses de 53,4%. Destaca-se em sua composição o aumento da participação dos papéis corrigidos pela taxa Selic (de 20% em novembro de 1997 para 64% em novembro último), assim como daqueles corrigidos pela variação do câmbio (que passaram de 15% para 21% do total). Na direção contrária, registra-se a redução da participação dos papéis pré-fixados, de 53 para 8% — conforme a Tabela 5.3. O prazo médio da dívida mobiliária federal reduziu-se um pouco ao longo de novembro (de 7,3 para 7 meses), o mesmo tendo ocorrido com duração média dos títulos — que passou de 4,12 para 3,72 meses. Em relação a novembro de 1997, observa-se estabilidade no prazo mas uma redução na duração média, refletindo o aumento na colocação de papéis corrigidos a intervalos cada vez mais curtos. A dívida líquida do setor público consolidado alcançou 40,9% do PIB em outubro último, equivalentes a R\$ 367,7 bilhões. Deste total, 86% corresponde à dívida interna e o restante à dívida externa.

TABELA 5.3
DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL POR INDEXADOR^a

INDEXADOR	NOVEMBRO DE 1997		NOVEMBRO DE 1998		VARIACÃO (%) EM 12 MESES
	R\$ MILHÕES	PART. (%) DO TOTAL DA DÍVIDA	R\$ MILHÕES	PART. (%) DO TOTAL DA DÍVIDA	
Câmbio	31.461	15,1	67.185	21,0	113,5
TR	23.544	11,3	17.276	5,4	-26,6
IGP-M	1.042	0,5	2.559	0,8	145,7
Over-Selic	41.462	19,9	205.713	64,3	396,1
Prefixado	109.385	52,5	26.234	8,2	-76,0
TJLP	1.667	0,8	960	0,3	-42,4
Total	208.561	-	319.927	-	53,4

Fonte: Banco Central. ^a Títulos fora do Banco Central.TABELA 5.4
HAVERES FINANCEIROS^a
(EM R\$ MILHÕES)

COMPOSIÇÃO	SETEMBRO 1998	NOVEMBRO 1998	VARIACÃO NO TRIMESTRE	VARIACÃO NOS ÚLTIMOS 12 MESES
Base Monetária	32.002	39.738	24,2	73,0
M1	43.914	46.091	5,0	14,5
FIF-curto prazo	7.735	7.768	0,4	14,7
Títulos Federais ^b	164.325	177.853	8,2	30,7
Títulos Estaduais e Municipais ^b	8.655	9.358	8,1	-26,2
M2	224.630	241.071	7,3	23,1
Poupança	103.061	106.205	3,1	14,7
M3	327.690	347.276	6,0	20,4
Títulos Privados	95.771	95.952	0,2	1,4
M4	423.462	443.228	4,7	15,7

Fonte: Banco Central do Brasil. ^aSaldos em final de período. ^bExclui títulos em carteira das instituições e os FIF-curto prazo.