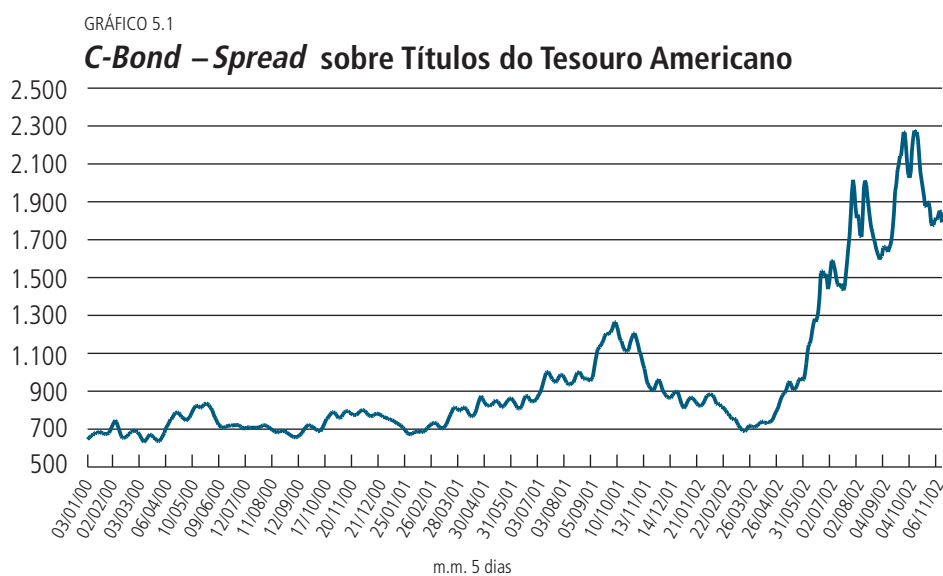


5 POLÍTICA MONETÁRIA

Em reunião extraordinária em 14 de outubro o Comitê de Política Monetária (Copom) elevou a taxa de juros de 18% a.a. para 21% a.a. A decisão ocorreu pouco mais de uma semana antes da reunião mensal ordinária do Copom, e suscitou muita discussão em torno das razões que teriam levado o Banco Central a antecipar a decisão de elevação dos juros. As dúvidas giravam em torno do verdadeiro foco da decisão do Banco Central — se a inflação ou o próprio câmbio.

O contexto do momento era de forte instabilidade. O risco-país passava por intensa pressão (Gráfico 5.1) e a taxa de câmbio nos 30 dias anteriores havia sofrido desvalorização superior a 25%, refletindo, entre outros fatores, as incertezas pré-eleitorais, a deterioração do cenário externo e a concentração de vencimentos de títulos indexados ao câmbio e de operações de *swap* cambial.¹ A preocupação com as pressões sobre a taxa de câmbio já havia levado o Banco Central a elevar os compulsórios sobre depósitos à vista, a prazo e de poupança, a aumentar a exigência de capital em relação à exposição cambial líquida e a reduzir, de 60% para 30% do patrimônio de referência, o limite total de exposição cambial das instituições financeiras.

A inflação, influenciada principalmente pela desvalorização do câmbio desde o início do segundo trimestre, se acelerava num ritmo superior ao observado em períodos anteriores de instabilidade cambial. As expectativas inflacionárias vinham crescendo moderada-



1. Entre 18 de setembro e 22 de outubro venderam US\$ 6,6 bilhões de títulos e *swaps* cambiais e o percentual de rolagem foi de 37%.

mente — a mediana da variação esperada do IPCA em 2003 aumentou de 5%, no início de setembro, para 5,5% em 10 de outubro — mas aceleraram a partir desse ponto, passando em uma semana para 6,6%, mesmo com o aumento dos juros.

A leitura da ata relativa à reunião extraordinária deixa entrever um dos motivos que teriam deflagrado a decisão de aumentar os juros antes da reunião ordinária do Copom: a perspectiva de que as expectativas de inflação em 2003 superariam o limite superior do intervalo de tolerância estabelecido nas metas daquele ano. Aparentemente, esse fato foi interpretado como sinal de que a credibilidade do regime de metas inflacionárias encontrava-se em jogo, motivando a reação do Banco Central.

A elevação da taxa de juros, confirmada posteriormente na reunião ordinária de outubro, não foi, no entanto, suficiente para reverter a deterioração das expectativas. À medida que os índices de inflação apontavam para um processo de alta dos preços mais intenso que o antecipado, as pesquisas do Banco Central junto ao mercado revelavam expectativas cada vez mais acirradas. Na semana que antecedeu a reunião de novembro do Copom a expectativa para o IPCA em 2003 já era de 9,8% a.a., levando à decisão de um novo aumento da taxa Selic, para 22% a.a.

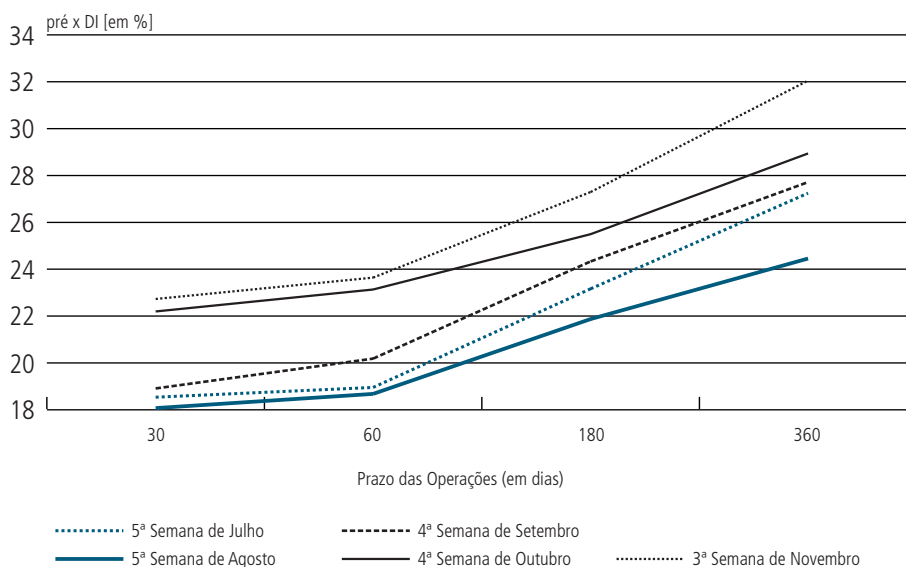
Apesar de o choque inflacionário refletir basicamente o preço dos alimentos, especialmente aqueles mais inseridos nos fluxos de comércio exterior, os indicadores da inflação corrente mostram que as pressões se generalizaram, conforme revelado pela aceleração das medidas de núcleo inflacionário e de tendência da inflação. Mais ainda, as maiores pressões têm se originado exatamente nos preços livres, e não mais, como em outros episódios de aceleração, pelo efeito de choques sobre preços administrados ou monitorados.

É importante notar que o Banco Central vem operando o regime de metas de inflação de forma relativamente flexível, ajustando a taxa a ser perseguida — correspondente ao ponto central do intervalo de tolerância — para o efeito primário dos choques de oferta, assim como para o efeito secundário associado à inércia ainda presente nos componentes do IPCA corrigidos, permitindo, nesse caso, uma convergência mais lenta para a meta desejada. Essa meta hoje está em torno de 6%, revelando que a manutenção da taxa de juros em seu nível anterior, de 18% a.a., implicaria redução da taxa real de juros tanto *ex ante* quanto *ex post*. O efeito, nesse contexto, seria o aumento do coeficiente de repasse da desvalorização cambial para os preços, com a conseqüente aceleração da inflação.

O repasse mais intenso da depreciação do câmbio para os preços reflete também uma demanda que vem mostrando sustentação a despeito da instabilidade financeira e da própria queda da massa de rendimentos do trabalho em termos reais. As transferências associadas ao pagamento da correção do FGTS e a própria percepção quanto ao nível da taxa real de juros, quando se utilizam os índices gerais de preços como deflatores, podem explicar esse efeito.

Como normalmente acontece, a reação inicial do mercado ao aumento da taxa de juros na reunião extraordinária do Copom foi negativa, no sentido de atribuir a decisão à percepção pelo Banco Central de um quadro mais grave do que aquele percebido pelos próprios agentes econômicos. As taxas de juros futuros subiram mais do que proporcionalmente em relação à taxa básica, mas declinaram num segundo momento, em particular com a manutenção da taxa Selic na reunião ordinária do dia 22 de outubro, já então num contexto de melhora das expectativas. No Gráfico 5.2 observa-se que a inclinação da curva de juros referente ao final de outubro ficou bem menos acentuada que nas semanas anteriores.

GRÁFICO 5.2

Expectativas de Juros Futuros (Operações de *Swap* - BM&F)

Esse ambiente mais favorável ganhou corpo após o segundo turno das eleições, levando a uma significativa apreciação cambial nas semanas seguintes, assim como a uma expressiva alta no mercado acionário. No entanto, o acirramento das expectativas de inflação levou novamente à expectativa de uma elevação da taxa de juros, o que explica novo deslocamento para cima e aumento da inclinação da curva de rendimentos.

AGREGADOS MONETÁRIOS

O quadro de incertezas dos últimos meses é um dos principais condicionantes da política monetária. Em particular, a dificuldade de rolar os vencimentos de dívida pública tem provocado forte impacto expansionista sobre a base monetária, apenas parcialmente neutralizado pelas operações do Tesouro e do setor externo. Mais recentemente, a ampliação dos depósitos de instituições financeiras no Banco Central, por conta do aumento dos depósitos compulsórios, passou também a atuar no sentido contracionista.

A base monetária, pelo conceito de média dos saldos diários, expandiu-se 4,2% em outubro, acumulando variação de 33,4% em 12 meses. Pelo critério de saldos em final de período, essas variações foram -0,2% e 40,8%, respectivamente. No período janeiro-junho, a taxa média mensal de variação da base monetária (médias dos saldos diários) foi de -1,4% a.m., valor que no período julho-outubro subiu para 4,2% a.m.

A análise dos fatores condicionantes da base monetária, conforme a Tabela 5.1, mostra que as operações do Tesouro mantiveram-se contracionistas no período agosto-outubro, ainda que nesse último mês o impacto tenha sido bem menor do que nos meses anteriores. As operações com títulos públicos federais, como mencionado anteriormente, foram fortemente expansionistas no período, acumulando impacto de R\$ 46,8 bilhões nos três meses encerrados em outubro. Nesse último mês, em particular, as dificuldades com a rolagem produziram impacto monetário de R\$ 20,6 bilhões. O Gráfico 5.3 mostra que a rolagem diária de títulos públicos alcançou um pico em outubro, envolvendo uma média diária superior a R\$ 53 bilhões, mas que na primeira quinzena de novembro teria havido uma ligeira melhora, indicando um possível aumento da demanda final pelos títulos do gover-

TABELA 5.1

Fatores Condicionantes da Base Monetária

[em R\$ milhões]

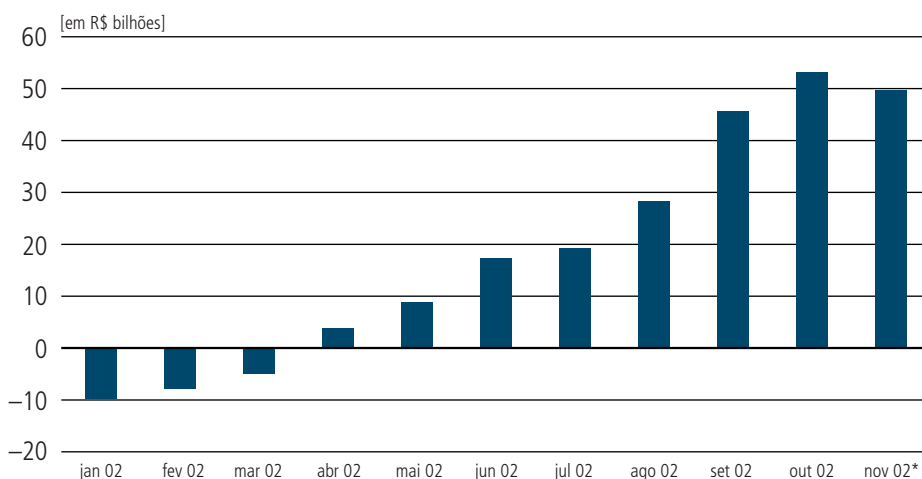
Fatores Condicionantes	Mai. 2002/Jul. 2002	Ago.2002/Out. 2002	Últimos 12 meses
Tesouro Nacional ^a	-7.113	-6.163	-12.619
Operações com Títulos Públicos Federais	25.487	29.654	64.793
Operações do Setor Externo	-7.441	-13.362	-28.604
Redesconto do Banco Central ^b	-88	-1	400
Depósitos de Instituições Financeiras	-7.448	-27.211	-34.733
Operações com Derivativos - Ajustes	2.450	8.269	10.719
Outras Contas	-162	-115	-1.936
Varição da Base Monetária	5.687	8.208	15.158

Fonte: Banco Central do Brasil.

Nota: Fluxos acumulados nos meses.

^a Não inclui operações com títulos.^b Inclui compulsório sobre depósitos judiciais e sobre fianças, depósitos vinculados ao SBPE, depósitos sobre insuficiência de aplicação em crédito rural, recolhimento do Proagro, depósitos de instituições financeiras - Resolução 2.461, depósitos a prazo e recolhimentos sobre ACC.

GRÁFICO 5.3

Liquidez no Mercado Monetário

Fonte: Banco Central do Brasil.

(+)= excesso de liquidez; (-)= falta de liquidez.

* Até 14/11.

no. Ainda assim, as posições de financiamento do Banco Central continuam muito acima do observado no início do ano.

As operações com o setor externo, refletindo a maior presença do Banco Central no mercado de câmbio desde junho, mantiveram-se contracionistas, acumulando impacto de R\$ 13,4 bilhões no trimestre, dos quais R\$ 5,5 bilhões apenas em outubro. Porém, o principal instrumento para amortecer as pressões expansionistas têm sido os depósitos de instituições financeiras. No trimestre agosto-outubro, esses depósitos contribuíram para reduzir em R\$ 27,2 bilhões a oferta primária de moeda, e apenas em outubro esse valor foi de R\$ 14,7 bilhões. Vale notar que até setembro esse aumento dos depósitos de instituições financeiras esteve associado a mudanças na composição do portfólio financeiro, com perdas de depósitos em fundos de investimento e aumento dos depósitos de poupança. Adicionalmente, em agosto (Circular 3.144) o Banco Central introduziu uma exigibilidade adicional, a ser cumprida em espécie mas remunerada à taxa Selic, incidindo sobre o somatório dos recursos à vista e depósitos a prazo a uma alíquota de 3%, e de 5% sobre depósitos de poupança. Em agosto e setembro, os depósitos de instituições financeiras tiveram impacto contracionista

de R\$ 12,5 bilhões. Em outubro, essas alíquotas foram elevadas em 5 pontos percentuais, e o impacto contracionista dos depósitos de instituições financeiras no Banco Central subiu para R\$ 14,7 bilhões.

O comportamento da oferta de moeda em sua dimensão mais restrita acompanhou as variações da base monetária: o M1, pelo conceito de média dos saldos diários, cresceu 3,5% em outubro e 31,7% em 12 meses. A variação mais expressiva teve lugar no papel-moeda em poder do público, com aumentos de 5,4% e 33,8%, respectivamente.

Os dados para os agregados monetários mais amplos encontram-se disponíveis apenas até setembro (Tabela 5.2). Observa-se, tanto no terceiro trimestre quanto em 12 meses, crescimento mais expressivo nos agregados com maior liquidez. Em particular, no terceiro trimestre os depósitos de poupança e depósitos a prazo aumentaram 8,5% e 10%, respectivamente, enquanto ativos referenciados a títulos públicos — quotas de fundos de renda fixa e operações compromissadas — caíram 4,4% e 3,8%, respectivamente. A participação dos fundos de renda fixa no total de ativos financeiros caiu de 39% para 35% em relação a setembro de 2001. Por fim, os títulos públicos fora das carteiras próprias de instituições financeiras e das carteiras de fundos de investimento também apresentaram forte queda no período: -8,9% no trimestre e -12,7% em 12 meses. Esses movimentos de recomposição de portfólios, no sentido de ativos de maior liquidez — normalmente com menor peso no conjunto de ativos financeiros —, fizeram com que o valor total do M4 não se alterasse muito no período, registrando aumento de 1% no trimestre e 4% em 12 meses.

A análise da dívida pública mobiliária (Tabela 5.3) mostra poucas mudanças de composição em outubro relativamente a julho. A participação dos títulos, inclusive operações de *swap*, corrigidos pela variação cambial permaneceu elevada, em 38%, ainda que um pouco menor do que o pico de 41% observado em setembro. Caiu a participação dos papéis prefixados, de 7,7% para 6,5%, e das LFTs, de 44,5% para 42,9%, e aumentou a dos títulos corrigidos por índices de preços, de 9% para 10,7%. Entre julho e outubro a dívida pública mobiliária federal declinou 6,3%, e em 12 meses, 0,8%.

TABELA 5.2

Meios de Pagamento Ampliados

[em R\$ milhões]

Composição	Set./2001	Jun./2002	Set./2002	Variação Percentual	
				No Trimestre	Em 12 Meses
Base Monetária	45.482	50.693	60.770	19,9	33,6
M1	68.486	79.675	88.065	10,5	28,6
Depósitos de Poupança	116.738	126.974	137.746	8,5	18,0
Títulos Privados ^a	111.351	135.389	149.098	10,1	33,9
M2	296.575	342.037	374.909	9,6	26,4
Quotas de Fundos de Renda Fixa ^b	291.071	285.348	272.691	-4,4	-6,3
Operações Compromissadas c/Tít.Fed. ^c	22.582	11.137	10.714	-3,8	-52,6
M3	610.227	638.523	658.314	3,1	7,9
Títulos Federais (Selic)	133.913	128.269	116.888	-8,9	-12,7
Títulos Estaduais e Municipais	2.457	2.795	2.890	3,4	17,6
M4	746.598	769.586	778.092	1,1	4,2

Fonte: Banco Central do Brasil.

^a Inclui depósitos a prazo, letras de câmbio, letras hipotecárias e letras imobiliárias.

^b Exclui lastro em títulos emitidos primariamente por instituição financeira.

^c As aplicações do setor não-financeiro em operações compromissadas estão incluídas no M3 a partir de agosto de 1999, quando eliminou-se o prazo mínimo de 30 dias, exigido em tais operações desde outubro de 1991.

TABELA 5.3

Dívida Pública Mobiliária Federal

participação percentual por tipo de rentabilidade (por exposição — após swap)

Rentabilidade	Outubro de 2001		Julho de 2002		Outubro de 2002		Variação (%)	
	R\$ Bilhões	Part. (%) do Total da Dívida	R\$ Bilhões	Part. (%) do Total da Dívida	R\$ Bilhões	Part. (%) do Total da Dívida	No Trimestre	Em 12 Meses
Prefixada	52,90	8,30	51,74	7,67	41,05	6,49	-20,7	-22,4
Taxa Selic	310,65	48,76	299,79	44,45	270,95	42,86	-9,6	-12,8
Índices de Preços	42,70	6,70	60,51	8,97	67,50	10,68	11,6	58,1
Câmbio	209,29	32,85	249,84	37,05	240,02	37,97	-3,9	14,7
TR	21,44	3,37	12,31	1,83	12,48	1,97	1,4	-41,8
Outros	0,10	0,02	0,21	0,03	0,10	0,02	-52,4	0,0
Total	637,10		674,40		632,10		-6,3	-0,8

Fonte: Banco Central do Brasil.

Obs.: Valores apurados com base na posição de carteira avaliada pelo preço da curva de rentabilidade intrínseca dos títulos. Retirou-se o valor de referência para ajuste do swap do estoque de títulos atualizados pela taxa Selic, incorporando-o ao estoque de cambiais.

CRÉDITO

Os estoques de operações de crédito com recursos livres apresentaram forte contração, em termos reais, no terceiro trimestre, como se pode observar na Tabela 5.4. Essa redução foi mais acentuada nos empréstimos a pessoas físicas — onde as quedas foram de 5,7% em relação ao segundo trimestre e de 1,8% em relação ao terceiro trimestre do ano passado — do que nas operações com empresas — onde as variações atingiram -0,8% e -4,5% em relação ao trimestre anterior e mesmo trimestre do ano passado, respectivamente. No total, o estoque das operações de crédito declinou 2,6% em relação ao segundo trimestre e 3,6% em relação ao terceiro trimestre de 2001.

Os fluxos — concessões acumuladas em termos reais — exibiram movimento semelhante, declinando, no total das operações, 2,7% em relação ao trimestre anterior e 5,3% quando comparados a igual período do ano passado. Na comparação com o trimestre anterior, destaca-se a queda das novas concessões para pessoas físicas, enquanto na comparação com 2001 a maior queda ocorre nas novas concessões de empréstimos para as empresas.

Analisando as novas concessões de empréstimos com um pouco mais de detalhe, observa-se, em setembro, nas operações com empresas um crescimento forte, em termos reais, nos empréstimos para capital de giro, tanto em relação a junho (+12,7%) como quando comparado a setembro de 2001 (6,7%). Para todas as modalidades de empréstimos a empresas essas variações foram de -3,8% e -3,9%, respectivamente. Em outras palavras, a despeito do aperto das condições de crédito, parece estar havendo um redirecionamento para operações mais diretamente voltadas à produção. Entre as pessoas físicas, destacam-se as operações para aquisição de bens, com crescimento de 5,7% reais ante junho e de 2,6% em relação a setembro de 2001. Embora o aumento envolva bens que não automóveis, é nos veículos que se observa recuperação mais expressiva, revertendo em parte o acentuado declínio observado entre maio e agosto.

O comportamento das novas concessões de empréstimos para empresas pode estar relacionado à redução das taxas de juros médias no terceiro trimestre nesse segmento, de 31,4% a.a. para 27,6% a.a. Esse movimento reflete basicamente a queda nas taxas pós-fixadas ao longo do trimestre — operações de ACC e repasses externos —, e foi compatível

TABELA 5.4

Resumo das Operações de Crédito com Recursos Livres

Período	Volume ^a (R\$ Milhões)			Concessões Acumuladas ^b (R\$ Milhões)		
	PJ	PF	Total	PJ	PF	Total
2000 Set.	113.434	57.008	170.442	44.435	22.249	66.684
Dez.	126.420	63.246	189.666	50.404	23.644	74.049
2001 Mar.	134.574	72.022	206.596	49.951	25.207	75.158
Jun.	139.790	77.165	216.956	52.202	25.712	77.914
Set.	148.109	78.755	226.864	52.146	24.875	77.022
Dez.	138.565	78.052	216.618	53.301	25.097	78.398
2002 Mar.	138.959	81.963	220.922	47.409	23.977	71.386
Jun.	142.594	82.047	224.641	49.699	25.263	74.962
Set.	141.409	77.333	218.742	48.954	24.020	72.974

Período	Taxa ^b (% a.a.)			Spread ^b (p. p.)			Prazo Médio ^b (Dias Corridos)		Inadimplência ^b (%)	
	PJ	PF	Total	PJ	PF	Total	PJ	PF	PJ	PF
2000 Set.	38,9	72,1	55,6	22,3	55,0	38,8	204	397	7,8	10,3
Dez.	37,5	68,7	53,7	21,0	51,6	36,8	207	387	7,6	10,9
2001 Mar.	26,3	64,5	41,8	11,7	48,8	26,8	214	368	6,7	11,6
Jun.	28,3	65,4	43,3	11,2	46,0	25,4	211	353	6,0	12,2
Set.	31,8	70,4	47,8	11,1	47,0	26,1	199	328	4,4	13,0
Dez.	33,3	76,1	50,6	12,6	52,8	28,9	182	313	4,2	13,8
2002 Mar.	32,6	72,3	49,2	13,1	52,2	29,5	180	314	4,9	15,3
Jun.	31,4	70,5	48,3	12,8	51,5	29,5	183	314	5,0	15,7
Set.	27,6	73,5	46,7	14,3	48,8	29,0	184	314	4,5	15,3

Fonte: Banco Central do Brasil.

^a Estoque no final do trimestre.^b Médias mensais do trimestre.

Valores deflacionados pelo IGP-DI. Base: setembro de 2002 = 100.

com o aumento dos *spreads* bancários nas operações com empresas, de 12,8% a.a. para 14,3% a.a. Nas operações com empresas, as taxas de juros em empréstimos com taxas prefixadas permaneceram praticamente constantes, em torno de 42,7% a.a. Nos empréstimos para pessoas físicas, ao contrário, houve forte crescimento, de 70,5% a.a. para 73,5% a.a., refletindo a escalada das taxas de empréstimos para aquisição de bens, que aumentaram de 42,3% a.a. na média do segundo trimestre para 51,7% a.a. na média do terceiro. Vale notar, contudo, que em setembro já se registrava uma redução dessas taxas, de 52,3% a.a. para 50,4% a.a., reflexo da redução no custo de empréstimos para aquisição de veículos, de 50% a.a. para 47,4% a.a.

Após dois trimestres consecutivos de alta, a inadimplência recuou no terceiro, para 4,5% entre as empresas e 15,3% entre as pessoas físicas. No terceiro trimestre de 2001 esses valores eram 4,4% e 13%, respectivamente.