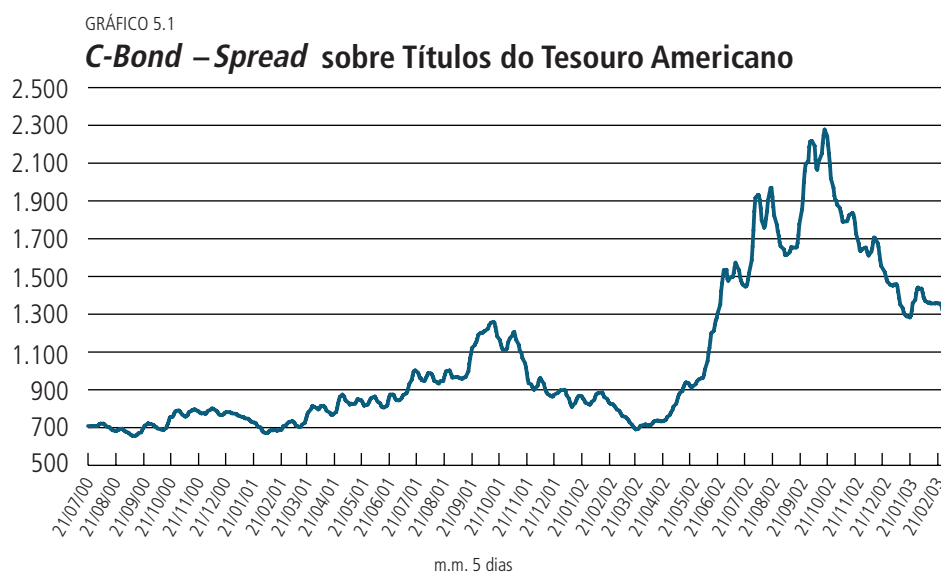


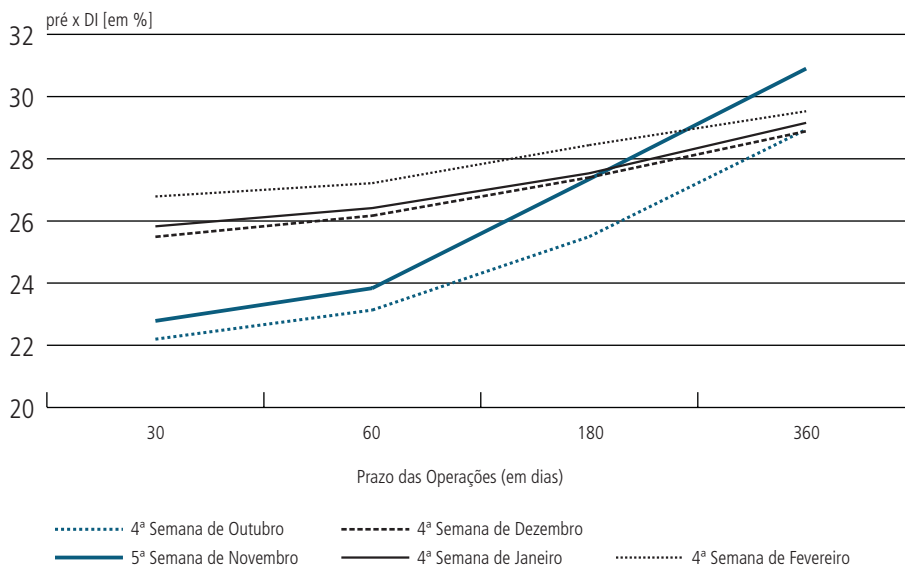
5 POLÍTICA MONETÁRIA

A política monetária ao longo do último trimestre do ano passado e nos primeiros meses de 2003 orientou-se pela necessidade de conter a aceleração da inflação. Essa aceleração refletiu o choque cambial e as incertezas do período eleitoral, que implicaram mudanças na demanda de ativos e, em particular, retração da demanda por títulos públicos, conforme discutido a seguir. A definição das eleições e a reafirmação das linhas básicas da política econômica contribuíram para reverter parcialmente as expectativas negativas (Gráfico 5.1) e reequilibrar a dívida pública. A inflação, contudo, continuou elevada, e as expectativas de inflação futura em alta. O Banco Central reagiu através de elevações seguidas da taxa de juros. Desde outubro, quando o Copom promoveu reunião extraordinária que elevou os juros de 18% para 21% a.a., a taxa de juros ainda subiu 5,5 pontos percentuais em quatro oportunidades, até atingir o atual patamar de 26,5% a.a.



Paralelamente, diante da magnitude do choque inflacionário do ano passado e do não cumprimento da meta de inflação de 2002, foram redefinidas as metas para 2003 e 2004, de 4% para 8,5% e de 3,75% para 5,5%, respectivamente. Como as expectativas inflacionárias para os dois anos ainda estão bem acima dessas metas, o principal desafio da política monetária passou a ser a reconquista da credibilidade. O Gráfico 5.2 mostra que esse objetivo vem sendo alcançado em parte: a estrutura a termo da taxa de juros deslocou-se para cima desde outubro, mas sua inclinação reduziu-se a partir de dezembro.

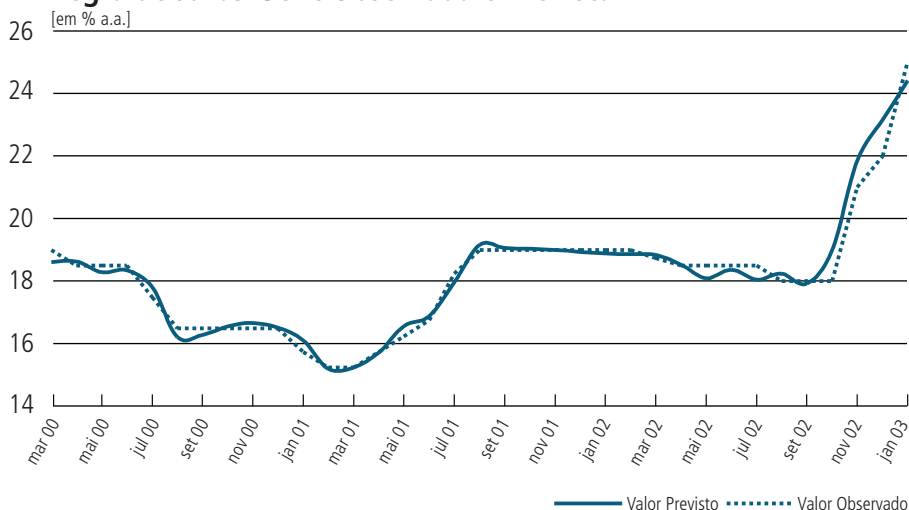
GRÁFICO 5.2

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

A determinação da taxa Selic tem sido objeto de discussões quanto ao *timing* e magnitude das mudanças decididas pelo Copom — especialmente diante do não-cumprimento da meta pelo segundo ano consecutivo. O gráfico a seguir reproduz a taxa Selic observada e uma série estimada para a função de reação do Banco Central. Essa função leva em conta apenas valores defasados da própria Selic e a diferença entre a meta de inflação e as expectativas quanto a sua trajetória futura, conforme reveladas pela sondagem do Banco Central junto ao mercado e divulgadas pelo Relatório de Mercado (Focus). O ajuste é impressionante, e abre espaço para questionamento quanto ao peso atribuído a essas expectativas na determinação da taxa de juros. Em Nota Técnica deste *Boletim*¹ é visto que as previsões do mercado subestimaram sistematicamente a inflação futura, e que isso pode ter influenciado as decisões do Copom.

GRÁFICO 5.3

Regra de Juros: Selic Observada e Prevista



1. Ver Lima, Elcyon C.R. e Brisne J.V.Céspedes, "O Desempenho do Mercado (Focus) e do BACEN na Previsão da Inflação: Comparações com Modelos Lineares Univariados", neste Boletim.

AGREGADOS MONETÁRIOS

A base monetária pela média dos saldos diários contraiu 1,5% em janeiro, seguindo o padrão sazonal de redução da demanda por moeda no início do ano. A expansão acumulada em 12 meses registrou ligeira queda, de 32,3% em dezembro para 31,7%. A taxa de crescimento em 12 meses das reservas bancárias, depois de atingir 32% em outubro, na seqüência da elevação do depósito compulsório decidida em agosto, recuou para 27,8% em janeiro. O papel moeda em poder do público continuou crescendo a uma taxa elevada — de 34%.

Em termos dos saldos em final de período, a base monetária encolheu R\$ 8,9 bilhões de reais em janeiro, ou 12,2%. Houve uma mudança radical em termos de fatores de expansão e contração *vis-à-vis* o padrão dos meses anteriores. No último trimestre do ano passado, as operações com títulos públicos contribuíram com R\$ 14,4 bilhões por mês, em média, para o aumento da base monetária — refletindo a dificuldade de rolagem da dívida pública — enquanto as operações do setor externo eram contracionistas em R\$ 3,7 bilhões por mês, também em média, como decorrência das intervenções do Banco Central no mercado cambial para evitar o excesso de volatilidade. Em janeiro, as operações com títulos públicos federais contribuíram para uma redução de R\$ 17,8 bilhões da base monetária, ao passo que as operações do setor externo foram expansionistas em R\$ 3,3 bilhões, refletindo aumento de cerca de US\$ 1 bilhão na posição de reservas internacionais do Banco Central.

As operações com o Tesouro foram expansionistas em janeiro, pressionando a base monetária em R\$ 1,1 bilhão, num comportamento provavelmente sazonal, associado à liberação de restos a pagar e pagamento de férias ao funcionalismo. Surpreendente foi a pressão praticamente nula do Tesouro sobre a base em dezembro (apenas R\$ 200 milhões), em comparação à observada em dezembro de 2001: R\$ 8,4 bilhões. Por fim, registra-se que as operações com derivativos (basicamente *swaps* cambiais) contribuíram com R\$ 3,7 bilhões para o aumento da base em janeiro — um aumento em relação a dezembro, quando atingiram R\$ 1,7 bilhão, mas bem menos que o pico de R\$ 8,9 bilhões observado em setembro.

Os agregados monetários mais amplos (Tabela 5.2) refletem o aumento da demanda por liquidez, com crescimento anual de 24,1% do M1 e redução progressiva à medida que se avança para os agregados que envolvem ativos menos líquidos. Os depósitos de poupan-

TABELA 5.1

Fatores Condicionantes da Base Monetária

[em R\$ milhões]

Fatores Condicionantes	Ago. 2002/Out. 2002	Nov.2002/Jan. 2003	Últimos 12 Meses
Tesouro Nacional ^a	-6.163	-1.978	-21.260
Operações com Títulos Públicos Federais	29.654	19.742	77.230
Operações do Setor Externo	-13.362	-5.611	-26.428
Redesconto do Banco Central ^b	-1	0	400
Depósitos de Instituições Financeiras	-27.211	54	-33.792
Operações com Derivativos - Ajustes	8.269	223	10.942
Outras Contas	-115	233	-650
Variação da Base Monetária	8.208	12.662	23.579

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.

TABELA 5.2

Meios de Pagamento Ampliados

[em R\$ milhões]

Composição	Jan./2002	Out./2002	Jan./2003	Variação Percentual	
				No Trimestre	Em 12 Meses
Base Monetária	49.723	60.640	64.370	6,2	29,5
M1	74.672	88.821	92.665	4,3	24,1
Depósitos de Poupança	120.036	139.522	140.865	1,0	17,4
Títulos Privados ^a	119.810	153.843	154.909	0,7	29,3
M2	314.519	382.187	388.438	1,6	23,5
Quotas de Fundos de Renda Fixa ^b	295.977	272.107	293.535	7,9	-0,8
Operações Compromissadas c/Tít.Fed. ^c	15.352	11.663	9.669	-17,1	-37,0
M3	625.847	665.956	691.642	3,9	10,5
Títulos Federais (Selic)	129.868	118.299	117.702	-0,5	-9,4
Títulos Estaduais e Municipais	2.608	1.896	1.928	1,7	-26,1
M4	758.323	786.151	811.272	3,2	7,0

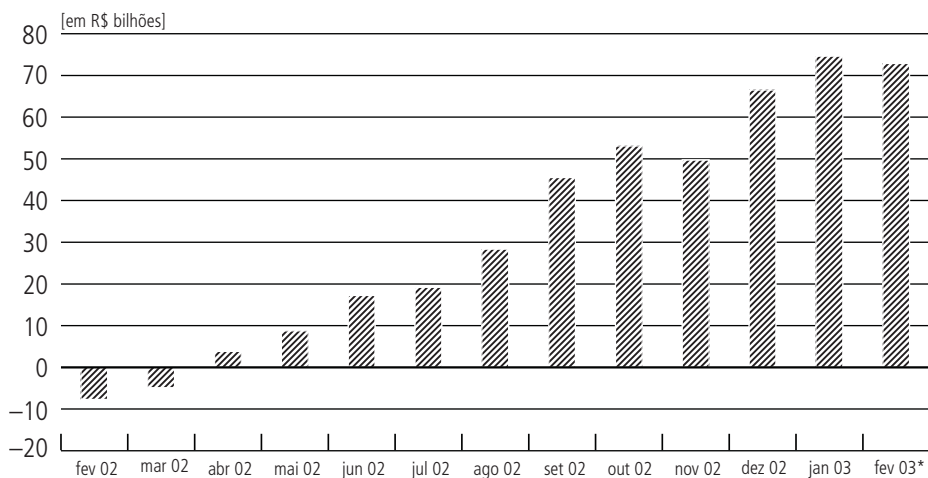
Fonte: Banco Central do Brasil.

^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.

ça, por exemplo, cresceram 17% e os títulos privados 23,5%, fazendo com que o M2 crescesse 23,5%. A expansão de apenas 10,5% do M3 se explica pela queda de 37% nas operações compromissadas com títulos públicos detidos pelo setor não-financeiro, e o crescimento de 7% do M4 envolve também a redução de 9,4% do estoque de títulos públicos federais no Selic. Os dados relativos ao trimestre encerrado em janeiro indicam recuperação no estoque de aplicações em fundos de renda fixa mas um aprofundamento da velocidade de queda das operações compromissadas com títulos públicos pelo setor não-financeiro. Há desaceleração na taxa de crescimento dos agregados mais líquidos.

As dificuldades em relação à rolagem da dívida pública em 2002 aparecem claramente quando se consideram as operações com títulos públicos no mercado primário: em média, ao longo de 2002, os resgates excederam as colocações em quase R\$ 8 bilhões por mês —

GRÁFICO 5.4

Liquidez no Mercado Monetário

Fonte: Banco Central do Brasil.

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

* Até 14/02.

com um pico de quase R\$ 18 bilhões em outubro, e apenas um mês com colocação líquida positiva, de R\$ 1,5 bilhão em julho. Em janeiro, contudo, houve colocação líquida de títulos de R\$ 3,1 bilhões. Apesar dessa melhora, o excesso de liquidez continua sendo absorvido em operações de curtíssimo prazo pelo Banco Central, como se pode ver no gráfico a seguir. A posição de financiamento líquido de títulos públicos saiu de -R\$ 18,7 bilhões no início de 2002 (isto é, o Banco Central injetava liquidez no mercado) para R\$ 75,6 bilhões na média de fevereiro último até o dia 20.

Especificamente em relação à dívida cambial, o percentual de rolagem em 2002 foi de apenas 77,4%, considerando-se apenas o valor do principal, ou 66,4% quando ao principal são incorporados juros intermediários e finais. A partir de julho houve forte queda na demanda por *hedge* cambial, e os percentuais de rolagem chegaram a ser inferiores a 40%. Em janeiro, no entanto, já se observou uma recuperação, com a taxa subindo para 91%. O total da dívida cambial em mercado fechou 2002 em US\$ 65,3 bilhões, ante US\$ 77 bilhões em 2001. Do total no final de 2002, 60% correspondiam a títulos indexados à variação cambial e 40% a operações de *swap*.

Diante da redução da demanda por títulos públicos, o Banco Central foi forçado a recorrer mais intensamente à elevação dos depósitos compulsórios como forma de controlar a expansão da liquidez. Em junho de 2002 a alíquota do compulsório sobre os depósitos a prazo já havia aumentado de 10% para 15%, e a dos depósitos de poupança de 15% para 20%. Em agosto, criou-se uma exigibilidade adicional equivalente a 3% dos recursos à vista, 5% dos recursos de poupança e 3% dos depósitos a prazo e remuneração pela taxa Selic. Em outubro, as alíquotas dessa exigibilidade adicional foram aumentadas em 5 pontos percentuais. Por fim, mais recentemente, em fevereiro de 2003, o Banco Central voltou a elevar a alíquota de compulsório sobre os depósitos à vista, de 45% para 60%. O saldo dos recolhimentos compulsórios de instituições financeiras atualmente é de cerca de R\$ 120 bilhões, dos quais aproximadamente 3/4 são remunerados e o restante não remunerado.

A composição da dívida pública, conforme a Tabela 5.3, revela estabilidade da dívida pública *em termos nominais* em 12 meses, com o estoque em torno de R\$ 637 bilhões no final de janeiro. Houve crescimento dos títulos atrelados à variação cambial e de índices de

TABELA 5.3

Dívida Pública Mobiliária Federal

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

Rentabilidade	Janeiro de 2002		Outubro de 2002		Janeiro de 2003		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	48,06	7,57	41,05	6,49	12,17	1,91	-70,4	-74,7
Taxa Selic	334,10	52,61	270,95	42,86	300,81	47,23	11,0	-10,0
Índices de Preços	51,41	8,10	67,50	10,68	79,40	12,47	17,6	54,4
Câmbio	186,45	29,36	240,02	37,97	231,60	36,37	-3,5	24,2
TR	14,94	2,35	12,48	1,97	12,85	2,02	3,0	-14,0
Outros	0,14	0,02	0,10	0,02	0,04	0,01	-60,0	-71,4
Total	635,1		632,1		636,9		0,8	0,3

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.

preços, de 24,2% e 54,4%, respectivamente, e redução nos prefixados, corrigidos pela taxa Selic e indexados à TR — com variações de -75%, -10% e -14%, respectivamente. Aumentou, portanto, a participação da dívida cambial no total, de 29,4% para 36,4%, e dos títulos corrigidos por índices de preços, de 8,1% para 12,5%. Caíram as participações dos prefixados e dos corrigidos pela Selic.

CRÉDITO

A retração da oferta de crédito em termos reais (deflacionada pelo IGP-DI, conforme a Tabela 5.4 foi bastante significativa. Em relação a janeiro do ano passado, a redução do estoque foi de 15,7% e, em relação a outubro, de 11%. Tanto as operações com empresas quanto aquelas com pessoas físicas foram negativamente afetadas. As variações em termos de fluxos — concessões de novos empréstimos, inclusive corrigidos pelo número de dias úteis no mês — apresentam quedas um pouco menores, mas ainda assim expressivas. Os dados de concessões mostram que a redução da oferta de crédito para pessoas físicas foi especialmente afetada, principalmente na comparação com janeiro de 2002, quando a oferta de crédito, embora em desaceleração, ainda permanecia elevada.

A Tabela 5.4 também mostra que a elevação das taxas de juros, para 54% a.a. em janeiro, explica parte dessa redução das concessões de crédito. Para as empresas, a taxa média dos empréstimos passou de 23,5% em outubro para 34,5% a.a. em janeiro. Para as pessoas físicas, de 79,3% a.a. para 82,7% a.a. Em relação a janeiro de 2002, o aumento dos juros para pessoas físicas foi de 10 p.p. Esses movimentos foram, em parte, determinados por um aumento dos *spreads* bancários, de 1,5 p.p. no total de empréstimos. Como a inadimplência recuou no período, tanto entre empresas quanto pessoas físicas, o aumento do *spread* pode ser creditado à elevação dos compulsórios discutida anteriormente.

TABELA 5.4

Resumo das Operações de Crédito com Recursos Livres

Período	Volume ^a (R\$ Milhões)			Concessões Acumuladas ^b (R\$ Milhões)			Concessões Médias ^b (R\$ Milhões)		
	PJ	PF	Total	PJ	PF	Total	PJ	PF	Total
2001. Jan	145.335	77.527	222.862	59.074	29.297	88.371	2.685	1.332	4.017
Abr	159.967	85.213	245.180	58.702	28.865	87.568	2.935	1.443	4.378
Jul	163.123	89.084	252.207	63.017	29.325	92.342	2.864	1.333	4.197
Out	168.845	91.784	260.628	63.939	30.431	94.370	2.906	1.383	4.290
2002. Jan	160.963	93.099	254.062	58.167	29.178	87.345	2.644	1.326	3.970
Abr	161.181	96.090	257.271	59.176	30.797	89.972	2.690	1.400	4.090
Jul	166.919	92.268	259.186	60.577	29.094	89.672	2.634	1.265	3.899
Out	152.243	85.517	237.759	56.861	27.295	84.156	2.472	1.187	3.659
2003. Jan	135.636	77.638	213.275	51.458	24.325	75.783	2.339	1.106	3.445

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
2001. Jan	26,4	63,6	41,8	11,5	47,9	26,6	214	375	6,8	11,5
Abr	28,6	66,7	43,6	11,4	46,8	25,4	214	357	5,7	12,3
Jul	32,7	69,7	48,3	10,9	44,8	25,3	206	341	4,4	13,2
Out	34,3	78,6	51,9	13,1	54,3	29,5	188	314	4,2	13,9
2002. Jan	32,7	72,8	49,7	13,0	52,7	29,9	180	315	5,0	15,5
Abr	31,6	69,6	48,2	12,7	50,8	29,4	180	314	5,0	15,7
Jul	27,2	74,9	46,7	13,7	49,2	28,6	187	315	4,3	15,3
Out	23,5	79,3	45,7	17,7	51,5	31,7	181	315	4,1	14,8
2003. Jan	34,5	82,7	54,0	14,6	55,9	31,5	178	314	4,3	14,5

Fonte: Banco Central do Brasil.

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

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

