

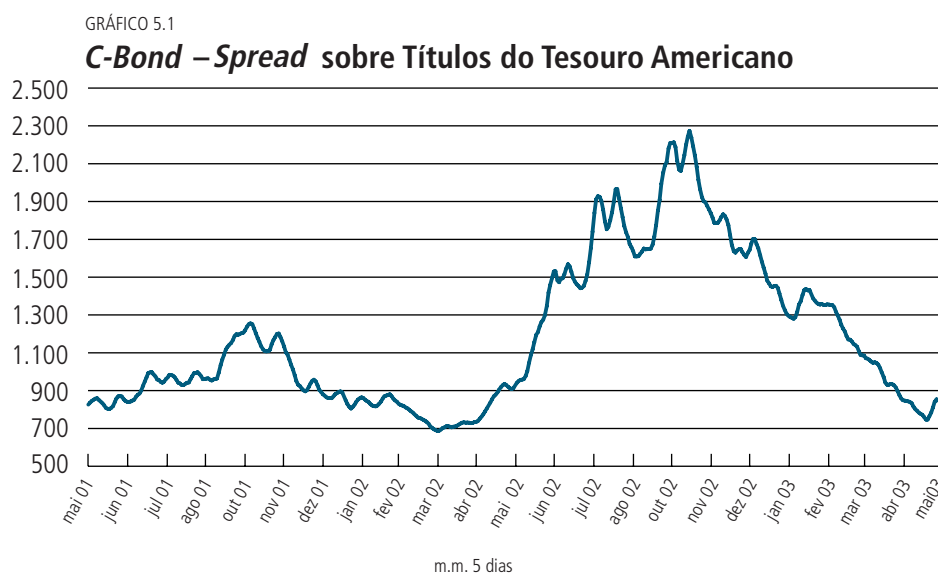
5 POLÍTICA MONETÁRIA

A política monetária, desde o final do ano passado, tem se orientado pela necessidade de reverter o surto inflacionário decorrente da acentuada desvalorização cambial de 2002. A taxa de juros básica foi elevada nas reuniões de janeiro e fevereiro, atingindo 26,5% a.a., e manteve-se nesse patamar nas três reuniões seguintes. Na reunião de março foi introduzido o viés de alta, retirado na reunião de abril. Além disso, em fevereiro houve aumento do compulsório sobre depósitos à vista de 45% para 60%.

A postura cautelosa do Banco Central, a despeito das fortes pressões para que as taxas fossem reduzidas na última reunião, deriva da queda relativamente lenta da inflação nos meses iniciais do ano. De fato, mesmo com o recuo e posterior estabilização do câmbio no final do ano passado e início deste ano, a inflação no primeiro trimestre manteve-se ainda num patamar médio mensal de cerca de 1,7% a.m., recuando em abril para a faixa de 1% a.m.

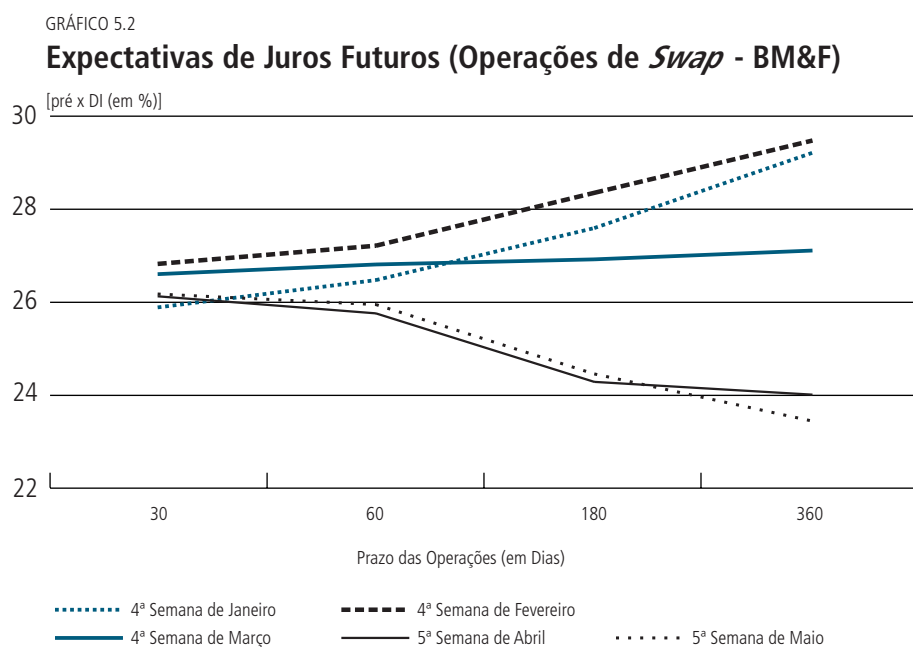
A trajetória do câmbio reflete a melhora do risco país, conforme se pode observar no Gráfico 5.1, que mede o *spread* do *C-bond* em relação a um título de maturidade equivalente do Tesouro americano. As causas dessa queda do risco país são conhecidas: a reafirmação da política de manutenção de superávits primários elevados visando à redução da relação dívida-PIB, o compromisso com a estabilidade de preços, inclusive pelo aumento das taxas de juros nos primeiros dois meses do ano, e a mudança radical no déficit em conta corrente, sinalizando a capacidade de ajuste da economia brasileira às mudanças no ambiente externo.

No entanto, mesmo com uma significativa apreciação cambial de abril em diante, a inflação vem exibindo uma inércia maior do que em outros momentos do período pós-flexibilização cambial, provavelmente como reflexo da magnitude da depreciação em 2002:



parece claro que em diversos setores prossegue a busca por recomposição de margens, e esse processo só não se transmite mais intensamente à taxa de inflação por conta dos preços de produtos competitivos — basicamente os produtos agrícolas. Ainda que fatores extraordinários possam estar pressionando para baixo as taxas de inflação recentes, medidas de núcleo inflacionário continuam a sinalizar taxas elevadas, próximas a 1% a.m. O indicador de tendência da inflação do IPEA, apesar de ter recuado em relação ao pico de janeiro, ainda se mantém bastante elevado, indicando uma inflação anualizada de 18% a.a. em abril para o índice como um todo, e de 15% a.a. quando se consideram apenas os preços livres.

A despeito da inércia que vem caracterizando os preços ao consumidor, o comportamento mais recente dos índices gerais de preços — com deflação de 0,26% no IGP-M de maio, e de 1,1% nos preços no atacado — permite antecipar um relaxamento da política monetária para breve. A inclinação bastante negativa da curva de rendimentos, conforme o Gráfico 5.2, indica claramente expectativas de juros declinantes, ainda que o deslocamento para baixo tenha arrefecido desde o final de abril, prosseguindo apenas para o horizonte mais longo.



AGREGADOS MONETÁRIOS

Pelo critério de média dos saldos diários, a base monetária registrou queda de 2,2% no trimestre fevereiro-abril, ou 0,7% a.m. Em 12 meses, contudo, a variação em abril ainda era de 39%, valor semelhante ao registrado no mês anterior. Esse aumento reflete basicamente a forte expansão das reservas bancárias, que cresceram 66% em função dos sucessivos aumentos de compulsórios, enquanto a variação do papel-moeda emitido foi de apenas 25% no período. No conceito de saldos em final de período, a variação no trimestre encerrado em abril foi de 6%, e em 12 meses de 46%. O M1, por seu turno, caiu 2,2% em abril pela média dos saldos diários, acumulando redução de 15% desde o início do ano e crescimento de cerca de 20% em 12 meses. Esse movimento pode ser explicado pela elevação das exigências de compulsórios sobre depósitos à vista e pelo aumento das taxas de juros, que reduzem a demanda por moeda, contrastando com a forte variação da base monetária no período.

Analisando os fatores condicionantes da base monetária no período fevereiro-abril, conforme a Tabela 5.1, observa-se que as operações do Tesouro Nacional constituíram-se na principal força contracionista, com impacto de aproximadamente –R\$ 15 bilhões, seguidas de perto pelas operações do setor externo, com –R\$ 4,2 bilhões. Esse impacto contracionista das operações com o setor externo é resultado da devolução *em reais*, pelos bancos, das linhas de crédito para financiamento de comércio exterior concedidas pelo Banco Central no final de 2002. Ele contrasta com o impacto expansionista que as operações com o setor externo tiveram em janeiro devido à recompra, por parte do Banco Central, das vendas de divisas feitas em dezembro. Por outro lado, ainda em abril, observa-se que os ajustes nas operações com derivativos, influenciados pela apreciação cambial, apresentaram impacto contracionista de R\$ 11,1 bilhões, resultado que, somado ao impacto dos dois meses anteriores, resultou em contração de R\$ 12,5 bilhões entre fevereiro e abril.

TABELA 5.1

Fatores Condicionantes da Base Monetária

[em R\$ milhões]

Fatores Condicionantes	Nov.2002/Jan.2003	Fev.2003/Abr. 2003	Últimos 12 Meses
Tesouro Nacional ^a	–923	–14.860	–29.059
Operações com Títulos Públicos Federais	1.943	33.464	107.686
Operações do Setor Externo	–2.268	–4.183	–27.254
Redesconto do Banco Central ^b	0	–1	–90
Depósitos de Instituições Financeiras	1.312	2.066	–31.281
Operações com Derivativos - Ajustes	3.899	–12.498	2.120
Outras Contas	–233	–128	–639
Variação da Base Monetária	3.730	3.859	21.483

Fonte : Banco Central.

Nota: Fluxos acumulados nos meses.

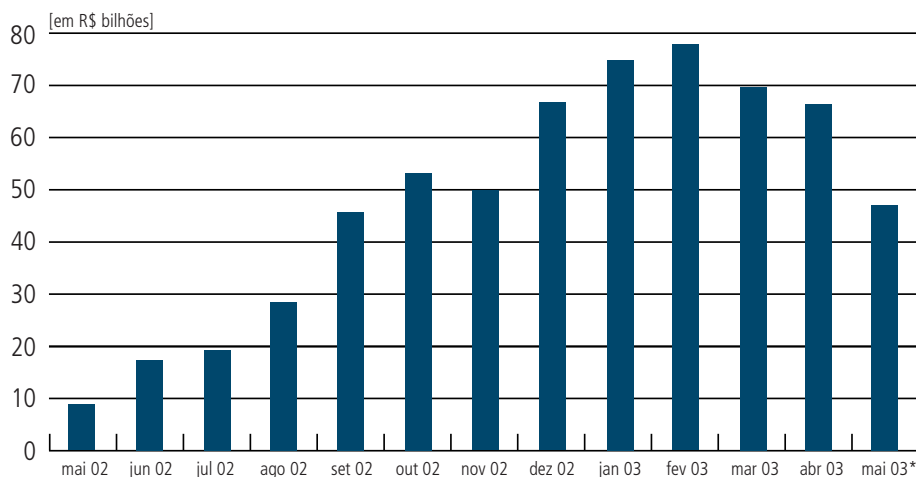
^a Não inclui operações com títulos.

^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.

Pelo lado expansionista, nota-se um forte impacto derivado das operações com títulos públicos, de R\$ 33,5 bilhões acumulados no trimestre fevereiro-abril. Em abril, em particular, a atuação do Demab no mercado secundário resultou em expansão monetária de R\$ 26,7 bilhões, apenas parcialmente compensada pela colocação líquida de títulos no valor de R\$ 6,3 bilhões no mercado primário. Em 12 meses, até abril, as operações com títulos públicos foram responsáveis por uma pressão expansionista sobre a base monetária de R\$ 107, 7 bilhões. A despeito dessa pressão sobre o Banco Central nas operações de mercado aberto, a liquidez média — isto é, o valor da posição média mensal *undersold* do Banco Central — caiu do pico de R\$ 77,6 bilhões em fevereiro para R\$ 66,2 bilhões em abril e R\$ 46,9 bilhões até 23 de maio.

A análise dos agregados monetários mais amplos (Tabela 5.2) no trimestre fevereiro-abril mostra que houve uma pequena queda nos depósitos de poupança e crescimento no estoque de títulos privados. Em 12 meses, a taxa de crescimento do M2 foi ligeiramente declinante, produzindo, assim, pequena queda com proporção do PIB para 23,7%. Em relação ao M3, prossegue a recuperação das aplicações em fundos de renda fixa, com aumento de 8,1% no trimestre, bem como das operações compromissadas com títulos públicos federais, que cresceram 22% no período. Por fim, destaca-se a forte queda dos títulos públicos federais junto ao público não-financeiro, que atingiu 9,3% no trimestre e 8,6% em 12 meses. O M4 atingiu 51% do PIB no final de abril, ante 60,5% em abril do ano passado.

GRÁFICO 5.3

Liquidez no Mercado Monetário

Fonte: Banco Central.
 (+) = excesso de liquidez; (-) = falta de liquidez.
 * Até 23/05.

A dívida pública mobiliária federal (Tabela 5.3) apresentou crescimento de apenas 1,2% e 1,8% nominais no trimestre e em 12 meses, respectivamente. Essa última trajetória reflete o intenso movimento de resgates líquidos de títulos públicos discutidos anteriormente, embora parte do estoque junto a tomadores finais tenha sido substituída por operações de mercado aberto — sem considerar essas operações, o aumento em 12 meses seria de apenas R\$ 10,8 bilhões; com sua inclusão a variação passa a R\$ 58 bilhões.

A composição da dívida pública de fevereiro a abril, inclusive operações de *swap*, registrou queda da participação da parcela corrigida pela variação cambial, de 36,4% para 30,4%, refletindo a apreciação de 18% ocorrida nesse período. Em sentido contrário, aumentaram as participações dos títulos corrigidos pela taxa Selic, de 47,2% para 52,4%, e daqueles corrigidos por índices de preços, de 12,5% para 13,3%. Em relação a abril de 2002, as princi-

TABELA 5.2

Meios de Pagamento Ampliados

(em R\$ milhões)

Composição	Abr./2002	Jan./2003	Abr./2003	Variação Percentual	
				No Trimestre	Em 12 Meses
Base Monetária	46.746	64.370	68.229	5,99	45,96
M1	74.761	92.451	84.566	-8,53	13,12
Depósitos de Poupança	120.419	141.283	138.824	-1,74	15,28
Títulos Privados ^a	127.488	154.771	159.041	2,76	24,75
M2	322.668	388.506	382.431	-1,56	18,52
Quotas de Fundos de Renda Fixa ^b	303.479	293.544	317.181	8,05	4,52
Operações Compromissadas c/Tít.Fed. ^c	12.483	9.669	11.807	22,11	-5,42
M3	638.630	691.718	711.419	2,85	11,40
Títulos Federais (Selic)	123.443	124.419	112.846	-9,30	-8,59
Títulos Estaduais e Municipais	2.636	1.928	2.074	7,58	-21,32
M4	764.710	818.066	826.338	1,01	8,06

Fonte: Banco Central.

^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	Abril de 2002		Janeiro de 2003		Abril 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	61,90	9,77	12,17	1,91	12,32	1,91	1,2	-80,1
Taxa Selic	317,09	50,07	300,81	47,23	337,74	52,41	12,3	6,5
Índices de Preços	56,34	8,90	79,40	12,47	85,55	13,28	7,7	51,8
Câmbio	182,64	28,84	231,60	36,37	195,66	30,36	-15,5	7,1
TR	15,11	2,39	12,85	2,02	13,10	2,03	1,9	-13,3
Outros	0,21	0,03	0,04	0,01	0,04	0,01	0,0	-81,0
Total	633,29	100,00	636,86	100,00	644,41	100,00	1,2	1,8

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.

tais variações foram a forte redução dos títulos prefixados e o aumento expressivo daqueles indexados a índices de preços. Os títulos indexados à Selic e aqueles corrigidos pela taxa de câmbio registraram crescimento de 6,5% e 7,1%, respectivamente.

CRÉDITO

O estoque total de crédito da economia em abril correspondia a 23,3% do PIB. Esse valor é não apenas baixo numa comparação internacional, mas representa uma queda de cerca de 1 ponto percentual do PIB em relação ao final do ano passado e de 3,5 pontos percentuais do PIB em relação a abril de 2002. Essa queda é mais acentuada entre os recursos direcionados, especialmente ao longo de 2003, quando se reduzem de 9,2% do PIB para 8,7% do PIB, principalmente por conta da retração dos empréstimos do BNDES, que caíram 5,5% em termos nominais. Por outro lado, observa-se um aumento de 32% em relação a abril do ano passado nos empréstimos direcionados ao setor agrícola, refletindo a forte expansão do setor e o aumento das exigências de compulsório. Esse aumento foi mais acentuado entre os bancos privados (47%) do que nos públicos (24%).

As operações de crédito com recursos livres mantiveram-se praticamente estáveis em relação à posição de dezembro, com aumento nominal de apenas 1% ante uma variação acumulada pelo IPCA de 6,2%, ou seja, variação real de -5% (Tabela 5.4). Em 12 meses, o crescimento em termos reais é ainda menor: 6,5% para um IPCA acumulado de 16,7% no período, equivalente a uma redução real de 8,7%.

Em relação à posição de dezembro, as operações com pessoas físicas ficaram praticamente estáveis em termos reais, enquanto aquelas com empresas não referenciadas em moeda estrangeira (58% do total do crédito a empresas em dezembro) caíram 3,5%. As operações com pessoas físicas referenciadas em moeda estrangeira caíram 8,6% nominais em relação a dezembro, obviamente refletindo a apreciação cambial do período. Na comparação com abril de 2002 os empréstimos a pessoas físicas caíram 7,5% em termos reais, enquanto as operações com pessoas jurídicas em moeda nacional tiveram uma pequena queda, de 1,7%. No caso das operações com correção cambial, a queda nominal foi de 6%, indicando forte liquidação de empréstimos em decorrência da menor disponibilidade de recursos externos para repasse no mercado doméstico, já que a variação do câmbio no período alcançou 22,3%.

TABELA 5.4A

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	Março	140.803	75.356	216.159	52.144	26.315	78.458	2.528	1.275	3.804
	Junho	148.471	81.957	230.428	55.095	27.136	82.231	2.668	1.314	3.982
	Setembro	158.230	84.137	242.367	55.632	26.539	82.170	2.617	1.248	3.865
	Dezembro	148.320	83.547	231.867	57.222	26.945	84.167	2.771	1.304	4.076
2002	Março	147.269	86.864	234.133	50.439	25.509	75.948	2.529	1.279	3.808
	Junho	154.315	88.791	243.106	53.155	27.011	80.167	2.534	1.286	3.820
	Setembro	160.645	86.824	247.469	54.357	26.671	81.028	2.472	1.213	3.685
	Dezembro	144.645	80.852	225.497	56.542	26.302	82.844	2.656	1.235	3.891
2003 ^c	Janeiro	140.382	80.796	221.178	53.422	25.253	78.675	2.637	1.220	3.857
	Fevereiro	138.916	80.742	219.659	48.940	24.848	73.788	2.458	1.163	3.622
	Março	137.231	80.341	217.572	50.523	25.197	75.720	2.456	1.212	3.667
	Abril	133.329	81.281	214.610	53.235	25.686	78.921	2.563	1.271	3.834

Fonte: Banco Central.

^a Estoque no final do mês.^b Médias mensais do trimestre.^c A partir de 2003, os dados são mensais.

Valores deflacionados pelo IPCA. Base: abril de 2003 = 100.

Considerando os fluxos, de modo a eliminar a influência que a simples capitalização de encargos pode ter sobre os estoques, observa-se que os empréstimos totais nos quatro primeiros meses do ano variaram a uma taxa média de 0,9% a.m., para uma inflação média mensal pelo IPCA de 1,5% a.m. Nas operações com pessoas jurídicas, essa taxa foi de 0,2% a.m. nominal, e, naquelas com pessoas físicas, de 2,4% a.m. No primeiro caso, caem fortemente os fluxos de empréstimos para capital de giro e crescem os relacionados a ACCs e repasses externos. No segundo, as concessões médias de empréstimos do cheque especial e crédito pessoal em abril eram 7,8% e 34,4% maiores do que em dezembro, e 13,5% e 8,2%, respectivamente, maiores do que em abril do ano passado. Os empréstimos para aquisição de bens, por outro lado, mostravam quedas de 1,4% e 0,9% nominais, respectivamente.

Essa retração do crédito em termos reais obviamente se explica pelas elevadas taxas de juros, que cresceram de 51% a.a. em dezembro para 58,4% em abril. Em abril do ano passado, essas taxas estavam em 48,2%. Nas operações com empresas, o custo do crédito alcançou 39% a.a. em abril ante 30,9% em dezembro e 31,6% em abril do ano passado. Para empréstimos a pessoas físicas esses valores foram 69,6% em abril do ano passado, 83,5% em dezembro e 86,3% em abril último. Esses aumentos refletem não apenas a elevação da taxa de juros básica que baliza o custo de captação dos bancos, mas também os *spreads*, que para o total dos empréstimos aumentaram 3 pontos percentuais desde dezembro, e mais de 10 pontos percentuais no caso das pessoas físicas.

Paralelamente ao aumento das taxas de juros e dos *spreads*, observa-se um crescimento da inadimplência, principalmente entre as pessoas físicas, cuja taxa passa de 14,6% em dezembro para 15,7% em abril, mesmo patamar observado em abril do ano passado. Entre as empresas, a inadimplência aumenta de 3,8% em dezembro para 4,6% em abril, mas ainda fica abaixo dos 5% registrados em abril do ano passado.

TABELA 5.4B

Resumo das Operações de Crédito com Recursos Livres

Período	Taxa (em % a. a.) ^a			Spread (em p. p.) ^a			Prazo Médio ^a (Dias Corridos)		Inadimplência ^a (em %)		
	PJ	PF	Total	PJ	PF	Total	PJ	PF	PJ	PF	
2001	Março	26,5	64,5	41,9	17,8	49,6	33,0	214	368	6,5	11,7
	Junho	28,8	66,7	44,2	11,5	47,9	26,0	211	353	5,5	12,3
	Setembro	33,4	73,2	49,8	10,9	45,3	25,3	199	329	4,2	13,2
	Dezembro	33,3	74,8	50,1	12,1	51,8	28,2	182	313	4,4	14,4
2002	Março	31,9	72,3	49,1	13,1	52,2	29,4	179	314	4,9	15,5
	Junho	30,9	70,0	47,8	12,8	52,4	29,8	182	314	4,9	15,7
	Setembro	25,4	75,0	45,5	12,9	48,7	28,2	185	314	4,2	15,1
	Dezembro	27,8	81,9	48,9	16,8	50,9	31,1	179	316	4,1	14,7
2003 ^b	Janeiro	34,8	83,6	54,2	14,8	56,6	31,6	177	314	4,0	14,7
	Fevereiro	37,4	85,1	56,5	15,1	56,3	31,8	176	310	4,0	14,7
	Março	38,1	87,3	58,0	14,9	59,9	33,2	174	303	4,2	15,1
	Abril	39,0	86,3	58,4	15,3	61,1	34,1	171	298	4,4	15,4

Fonte: Banco Central.

^a Médias mensais do trimestre.^b A partir de 2003, os dados são mensais.