

5 POLÍTICA MONETÁRIA

A política monetária, desde o final do ano passado, foi orientada inicialmente pela necessidade de reverter o surto inflacionário decorrente da acentuada desvalorização cambial de 2002, e, posteriormente, pela necessidade de garantir que o nível de inflação fosse compatível com as metas de inflação, em particular com a meta de 5,5% para 2004.

A taxa de juros básica foi fixada em 26,5% na reunião de fevereiro (alta de meio ponto percentual em relação a janeiro), e mantida nesse patamar em março, abril e maio. A partir da reunião de junho, deu-se início ao processo de redução da taxa básica de juros, que foi fixada em 26,0%, 24,5% e 22,0%, respectivamente, nas reuniões de junho, julho e agosto. Além disso, no início de agosto, o Banco Central reduziu de 60% para 45% a alíquota do recolhimento não-remunerado sobre depósitos à vista que havia sido aumentada em setembro de 2002.

A posição do Banco Central — cautelosa de início, e mais firme à frente — decorreu da gradual consolidação das evidências de que as taxas de inflação iam de fato convergindo para a trajetória das metas estabelecidas. Nesse sentido, é importante observar que os indicadores de núcleo de inflação demoraram a captar plenamente a inversão da trajetória, continuando a exibir, em alguns casos, níveis ainda superiores àqueles consistentes com as metas de 2003. Vale notar também que, ao final de junho, juntamente com a definição da meta de 2005 — fixada em 4,25% — foi também modificada a meta de 2004: o novo valor incorpora a meta ajustada em meados de 2002, de 5,5%, acrescentando os intervalos de confiança normalmente utilizados em torno do valor central. A meta para 2003 foi mantida em 8,5%, sem intervalo de tolerância, e deixará de ser cumprida por pequena margem — perspectiva que parecia altamente improvável no início do ano, quando as expectativas apontavam para taxas superiores a 12%.

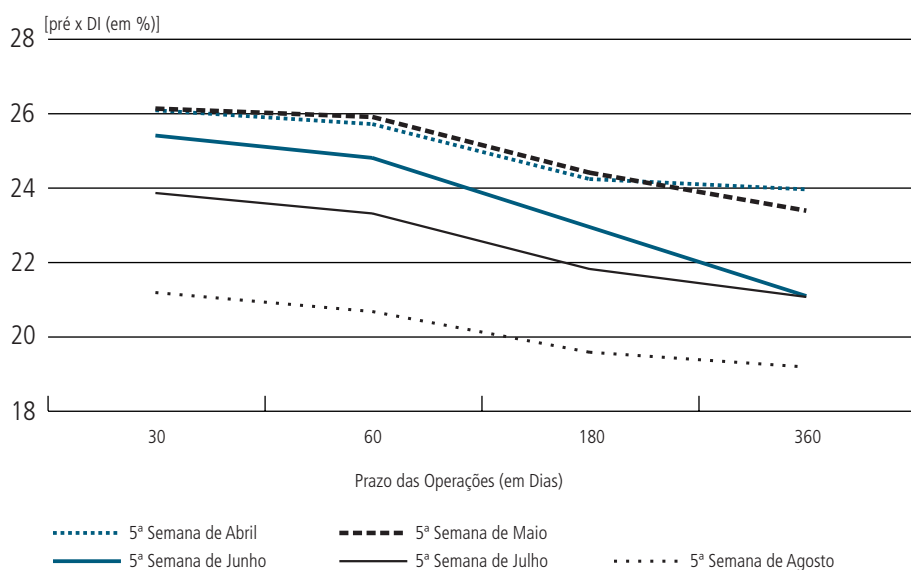
O processo de redução das taxas de inflação vem sendo bastante facilitado pela trajetória do câmbio, que reflete o aumento das taxas de juros domésticas e a melhora do risco país, conforme se pode observar no Gráfico 5.1, que mede o *spread* do *C-bond* em relação a um equivalente título de maturidade do Tesouro americano. As causas dessa queda do risco país podem ser atribuídas à própria austeridade monetária, enquanto expressão de comprometimento do novo governo com a estabilidade macroeconômica; à política de manutenção de superávit primário de 4,25% do PIB, visando à redução da relação dívida-PIB; ao encaminhamento favorável das reformas constitucionais; e à redução acentuada do déficit em conta corrente ao longo de 2002, e sua manutenção em patamar reduzido em 2003. Fatores externos, em especial a manutenção da liquidez relativamente folgada no mercado internacional em um contexto de retomada gradual do crescimento nos países industrializados, também têm contribuído para esse desempenho.

GRÁFICO 5.1

C-Bond – Spread sobre Títulos do Tesouro Americano

O comportamento favorável que se vem observando nos índices de preços ao consumidor — bem como a perspectiva, a despeito de algumas pressões localizadas, de relativa estabilidade da inflação no futuro próximo — permite antecipar a continuidade do processo de relaxamento da política monetária. A inclinação negativa da curva de rendimentos, conforme o Gráfico 5.2, indica claramente expectativas de juros declinantes, ainda que a uma velocidade mais reduzida.

GRÁFICO 5.2

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

Pelo critério de média dos saldos diários, a base monetária registrou queda de 1,5% no trimestre maio-julho, ou 0,5% a.m. Em 12 meses, contudo, a variação em julho ainda foi de 22%, ante os 30% registrados no mês anterior. Esse aumento refletiu basicamente a forte expansão das reservas bancárias, que cresceram 40% em função dos aumentos de compulsório, enquanto a variação do papel-moeda emitido foi de apenas 13% no período. No conceito de saldos em final de período, a variação no trimestre encerrado em julho foi de -0,6%, que em 12 meses foi de +29%.

O M1, por seu turno, caiu 1,7% em julho pela média dos saldos diários, ficando 0,1% abaixo do nível observado em abril último, e apresentando crescimento de apenas 2% em 12 meses. Esse movimento pode ser explicado pelas reduzida atividade econômica observada no período, aliada a exigências de compulsórios sobre depósitos à vista e ao ainda elevado patamar em que se encontram as taxas de juros, fatores esses que reduziram a demanda por moeda.

Analisando os fatores condicionantes da base monetária no período maio-julho, conforme a Tabela 5.1, observa-se que os depósitos de instituições financeiras constituíram-se na principal força expansionista, com impacto de aproximadamente R\$ 3,4 bilhões, seguidos pelas operações com o setor externo, com impacto de aproximadamente R\$ 1,5 bilhão — nesse caso, com as operações de compras líquidas de divisas concentradas em maio. Essa expansão associada à redução dos depósitos de instituições financeiras no Banco Central está relacionada principalmente à forte queda dos depósitos à vista no primeiro semestre — de R\$ 62 bilhões em dezembro de 2002 para R\$ 52 bilhões em julho último — e à consequente liberação de exigibilidades. Pelo lado contracionista, o principal impacto decorreu das operações com o Tesouro Federal, com –R\$ 2,4 bilhões, seguido pelo das operações com títulos públicos federais, com –R\$ 2,0 bilhões, e por ajustes nas operações com derivativos, ainda influenciados pela apreciação cambial, com –R\$ 1,2 bilhão.

TABELA 5.1

Fatores Condicionantes da Base Monetária

[em R\$ milhões]

Fatores Condicionantes	Fev.2003/Abr.2003	Mai.2003/Jul. 2003	Últimos 12 Meses
Tesouro Nacional ^a	-14.860	-2.354	-24.300
Operações com Títulos Públicos Federais	33.464	-2.000	80.198
Operações do Setor Externo	-4.183	1.453	-18.360
Redesconto do Banco Central ^b	-1	0	-3
Depósitos de Instituições Financeiras	2.066	3.397	-20.436
Operações com Derivativos - Ajustes	-12.498	-1.235	-1.565
Outras Contas	-128	352	-125
Varição da Base Monetária	3.859	-388	15.409

Fonte : Banco Central.

Nota: Fluxos acumulados nos meses.

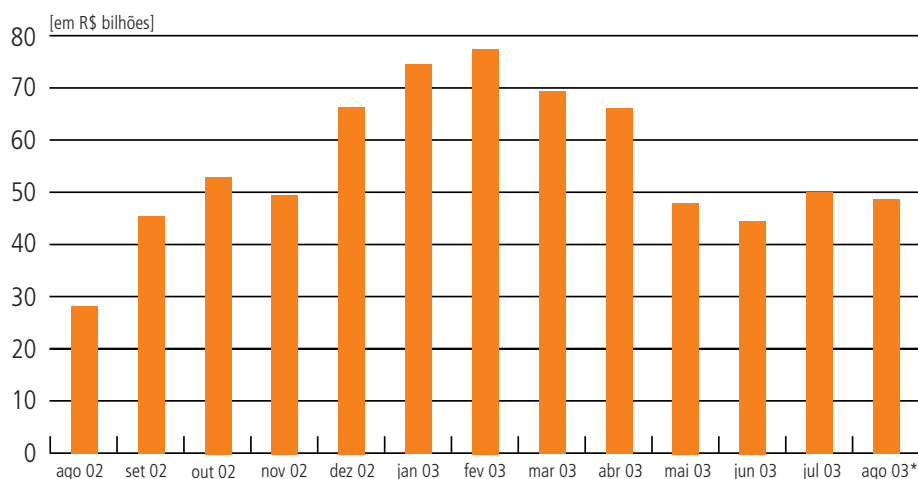
^a Não inclui operações com títulos.

^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.

A liquidez — isto é, o valor da posição *undersold* do Banco Central — permaneceu relativamente estável no período de maio a agosto deste ano, atingindo uma média diária de R\$ 47,9 bilhões — cerca de 28% inferior à média observada em abril de 2003. Essa queda relativa reflete a melhora nas condições de negociação dos títulos públicos, com aumento da demanda de tomadores finais simultaneamente à redução de taxas e ampliação dos prazos médios e da duração dos títulos do Tesouro.

A análise dos agregados mais amplos (Tabela 5.2) no trimestre maio-julho mostra que houve crescimento de 2% e 0,1% nos estoques de títulos privados e depósitos de poupança, respectivamente. Com isto, ocorreu uma pequena elevação do M2 como proporção do PIB, que atingiu 25,0% em julho, ante 24,3% em abril último. Em relação ao M3, prossegue a recuperação das aplicações em fundos de renda fixa, com aumento de 9,2% no trimestre, bem como das operações compromissadas com títulos públicos federais, que cresceram 15% no período. O saldo das aplicações em fundos de renda fixa já acumula 23% de crescimento no ano, após a perda superior a 10%, observada entre abril e outubro do ano

GRÁFICO 5.3

Liquidez no Mercado Monetário

Fonte: Banco Central.

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

* Até 21/08.

TABELA 5.2

Meios de Pagamento Ampliados

[em R\$ milhões]

Composição	Jul./2002	Abr./2003	Jul./2003	Variação Percentual	
				No Trimestre	Em 12 Meses
Base Monetária	52.433	68.229	67.841	-0,57	29,39
M1	82.771	84.500	84.389	-0,13	1,96
Depósitos de Poupança	131.993	138.719	138.805	0,06	5,16
Títulos Privados ^a	138.747	159.037	162.154	1,96	16,87
M2	353.511	382.257	385.348	0,81	9,01
Quotas de Fundos de Renda Fixa ^b	276.541	315.389	344.442	9,21	24,55
Operações Compromissadas c/Tít.Fed. ^c	10.800	12.073	13.825	14,51	28,01
M3	640.851	709.719	743.615	4,78	16,04
Títulos Federais (Selic)	127.695	117.477	116.154	-1,13	-9,04
Títulos Estaduais e Municipais	2.839	2.074	2.186	5,40	-22,99
M4	771.385	829.270	861.954	3,94	11,74

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.

passado. Por fim, destaca-se a continuidade da queda dos títulos públicos federais junto ao público não-financeiro, que atingiu 1,1% no trimestre e 9,0% em 12 meses. O M4 atingiu 56% do PIB no final de julho, ante 57,6% em julho do ano passado.

A dívida pública mobiliária federal (Tabela 5.3) apresentou crescimento de 7,1% e 2,3% nominais no trimestre e em 12 meses, respectivamente. A composição da dívida pública entre abril e julho, inclusive operações de *swap*, registrou redução da parcela corrigida pela taxa Selic, de 52,4% para 50,7%, e também queda da parcela corrigida pela variação cambial, de 30,4% para 28,6%, refletindo principalmente a redução dos níveis de rolagens das operações de *swap* cambial. Por outro lado, aumentou significativamente a participação da parcela de títulos prefixados, de 1,9% para 6,3%, recuperando *grossa modo* a participação observada no início do segundo semestre de 2002. Em relação a julho de 2002, a

TABELA 5.3

Dívida Pública Mobiliária Federal

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

Rentabilidade	Julho de 2002		Abril de 2003		Julho 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	51,74	7,67	12,32	1,91	43,52	6,31	253,2	-15,9
Taxa Selic	299,79	44,45	337,74	52,41	349,49	50,65	3,5	16,6
Índices de Preços	60,51	8,97	85,55	13,28	86,41	12,52	1,0	42,8
Câmbio	249,84	37,05	195,66	30,36	196,88	28,55	0,6	-21,2
TR	12,31	1,83	13,10	2,03	13,56	1,97	3,5	10,2
Outros	0,21	0,03	0,04	0,01	0,03	0,00	-25,0	-85,7
Total	674,40	100,00	644,41	100,00	689,99	100,00	7,1	2,3

Fonte: Banco Central.

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.

principal variação observada foi a redução de 21,2% da dívida, corrigida pela variação cambial. Resumindo, a retomada da confiança nos fundamentos da economia brasileira observada no último trimestre implicou melhora significativa no perfil da dívida mobiliária federal, caracterizada pela redução do passivo cambial e elevação da parcela de títulos prefixados.

CRÉDITO

O estoque total de crédito da economia em julho correspondia a 24,9% do PIB, o que é um valor bastante baixo numa comparação internacional, e significa uma redução de 2 pontos percentuais de PIB em relação ao observado em julho de 2002. No entanto, isto representou uma elevação de um ponto percentual do PIB em relação a abril deste ano — onde se atingiu o menor valor observado para este indicador nos anos recentes. Esta melhora se deve principalmente à elevação dos recursos direcionados, que passaram de 8,9% para 9,5% do PIB, em decorrência de um aumento de 5,9% dos empréstimos destinados ao setor agrícola — que se encontra bastante aquecido — e de uma elevação de 3,8% no saldo dos empréstimos feitos pelo BNDES.

As operações de crédito com recursos livres ainda mantiveram a trajetória de declínio em termos reais que se observa desde o terceiro trimestre do ano passado. Do ponto de vista dos saldos, houve desaceleração do ritmo de queda entre abril e junho, mas nova queda acentuada em julho. Os saldos de empréstimos para pessoas físicas tiveram forte queda no último trimestre do ano passado em termos de médias mensais, mas ao longo do primeiro semestre têm apresentado um pequeno crescimento real. Isso pode estar sinalizando o final do processo de redução de crédito, e o início de uma expansão controlada associada ao afrouxamento da política monetária nos últimos meses. O estoque das operações com recursos livres para empresas, por outro lado, mostram forte queda em termos reais desde o terceiro trimestre de 2002, fato que pode ser explicado em parte pelas operações em moeda estrangeira, que em julho apresentavam redução de 12,9% em relação a abril — o que reflete principalmente a apreciação cambial observada no período (Tabela 5.4).

Considerando os fluxos — visando a eliminar a influência que a capitalização ou amortização automática de encargos exerce sobre os estoques — observa-se que os empréstimos

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	141.732	75.853	217.585	52.488	26.488	78.976	2.545	1.284	3.829
	Junho	149.451	82.498	231.949	55.458	27.315	82.774	2.686	1.322	4.008
	Setembro	159.274	84.692	243.966	55.999	26.714	82.712	2.634	1.256	3.890
	Dezembro	149.299	84.099	233.397	57.600	27.123	84.722	2.789	1.313	4.102
2002	Março	148.240	87.437	235.678	50.772	25.677	76.449	2.546	1.288	3.834
	Junho	155.333	89.377	244.710	53.506	27.190	80.696	2.551	1.295	3.845
	Setembro	161.705	87.397	249.102	54.716	26.847	81.563	2.488	1.221	3.709
	Dezembro	145.600	81.385	226.985	56.916	26.476	83.391	2.674	1.243	3.917
2003 ^c	Março	138.137	80.871	219.008	51.298	25.265	76.563	2.456	1.212	3.667
	Abril	134.209	81.817	216.026	53.586	25.856	79.442	2.680	1.293	3.973
	Maió	132.832	82.032	214.863	52.030	26.796	78.826	2.477	1.276	3.753
	Junho	132.474	82.687	215.161	48.679	25.899	74.578	2.434	1.295	3.728
	Julho	130.184	82.807	212.991	51.533	27.288	78.821	2.241	1.186	3.427

Fonte: Banco Central.

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

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

totais nos meses de abril a julho apresentaram a redução média mensal real de 0,26%. Nas operações com pessoas jurídicas ocorreu queda real média mensal de 1,3%, devido principalmente à redução real média mensal de 5,4% observada no fluxo de financiamento de exportações (*ACC's*, *export notes* e repasses externos) — resultado provavelmente influenciado pela apreciação do câmbio no período. No caso das operações com pessoas físicas, observou-se elevação média real mensal de 1,8%, que foi bastante influenciada pelo aumento real do crédito para aquisição de veículos e para cheque especial, respectivamente de 7,4% e 1,4% ao mês.

Esses indícios de melhoria do crédito estão associados ao início da redução das taxas de juros, que passaram de 57,8% a.a. em abril para 54,9% em julho. Em julho do ano passado, essas taxas estavam em 46,7%. Nas operações com empresas, o custo do crédito alcançou 37,7% a.a. em julho, ante os 39,0% em abril e 27,2% em julho do ano passado. Para empréstimos a pessoa física esses valores foram de 74,9% em julho de 2002, 85,1% em abril e 77,9% em julho último. Estas reduções refletem não apenas a queda da taxa de juros básica que baliza o custo de captação dos bancos, mas também dos *spreads*, que desde abril mostraram redução de 1,2 ponto percentual para o total dos empréstimos, e redução de 3,5 pontos percentuais para os empréstimos para pessoa física.

Paralelamente à redução das taxas de juros e dos *spreads*, a inadimplência das empresas saiu de 4,6% em abril para 4,7% em julho, enquanto a relativa a pessoas físicas caiu de 15,7% em abril para 15,2% em julho. Com isto, observa-se uma estabilização, nos meses de maio a julho de 2003, do nível geral de inadimplência em patamar de 8,8%, nível ainda superior aos 8,2% observados em julho de 2002.

TABELA 5.4B

Resumo das Operações de Crédito com Recursos Livres

Período	Taxa (% a.a.) ^a			Spread (p.p.) ^a			Prazo Médio ^a (Dias Corridos)		Inadimplência ^a (%)		
	PJ	PF	Total	PJ	PF	Total	PJ	PF	PJ	PF	
2001	Março	26,5	64,5	41,9	11,5	48,2	26,4	214	368	6,5	11,7
	Junho	28,8	66,7	44,2	11,1	45,9	25,3	211	353	5,5	12,3
	Setembro	33,4	73,2	49,8	11,4	48,7	26,8	199	329	4,2	13,2
	Dezembro	33,3	74,8	50,1	13,2	52,8	29,3	182	313	4,4	14,4
2002	Março	31,9	72,3	49,1	12,9	53,0	29,9	179	314	4,9	15,5
	Junho	30,9	70,0	47,8	12,6	49,2	28,5	182	314	4,9	15,7
	Setembro	25,4	75,0	45,5	15,5	50,1	30,0	185	314	4,2	15,1
	Dezembro	27,8	81,9	48,9	17,1	53,2	31,6	179	316	4,1	14,7
2003 ^b	Março	36,8	85,3	56,2	15,0	57,7	32,2	174	303	4,2	15,1
	Abril	39,0	85,1	57,9	15,3	59,9	33,6	166	293	4,6	15,7
	Maio	39,1	83,7	57,8	14,8	60,0	33,7	170	292	4,7	15,4
	Junho	38,6	81,4	56,7	14,7	58,5	33,2	172	293	4,7	15,2
	Julho	37,7	77,9	54,9	14,6	56,4	32,4	175	295	4,7	15,2

Fonte: Banco Central.

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