

6 POLÍTICA MONETÁRIA E CREDITÍCIA

A flexibilização da política monetária, implementada a partir do início do segundo semestre do ano passado, foi interrompida em janeiro em face da ameaça de a inflação do primeiro trimestre superar as projeções iniciais (Gráfico 6.1), e também devido ao aumento do patamar do núcleo de inflação, fatores que poderiam comprometer o cumprimento da meta central de inflação, medida pelo IPCA, de 5,5% em 2004. Nas duas primeiras reuniões deste ano, o Comitê de Política Monetária (Copom) decidiu pela manutenção da taxa básica de juros em 16,5% a.a., tendo em vista os riscos de propagação inflacionária do choque de preços internacionais de *commodities* e o próprio movimento de recomposição de margens em face da recuperação da demanda interna. De fato, na ata de fevereiro, o Copom reconhece que, apesar de o comportamento recente da inflação estar associado a fatores extraordinários e sazonais, o cumprimento da meta exigirá maior cautela da política monetária.

Os bons resultados alcançados com a austeridade das políticas monetária e fiscal no ano passado, destacando-se a reversão das expectativas inflacionárias, a baixa volatilidade da taxa de câmbio e a queda consistente da inflação a partir de maio, permitiram a redução de 10 pontos percentuais (p.p.) da taxa básica de juros ao longo do segundo semestre, atingindo 16,5% a.a. em dezembro. Essa queda da taxa de juros decorria do fato de os modelos utilizados pelo Banco Central registrarem projeções de inflação abaixo da meta central de 2004 e 2005. A taxa média de inflação ao mês — medida pelo IPCA e que havia atingido 1,68% no primeiro trimestre de 2003 — caiu para 0,38% no quarto trimestre. No mesmo período, a estrutura a termo da taxa de juros, refletida na curva do *swap* DI-Pré de

GRÁFICO 6.1

Expectativa de Inflação Acumulada: 1º Trimestre de 2004

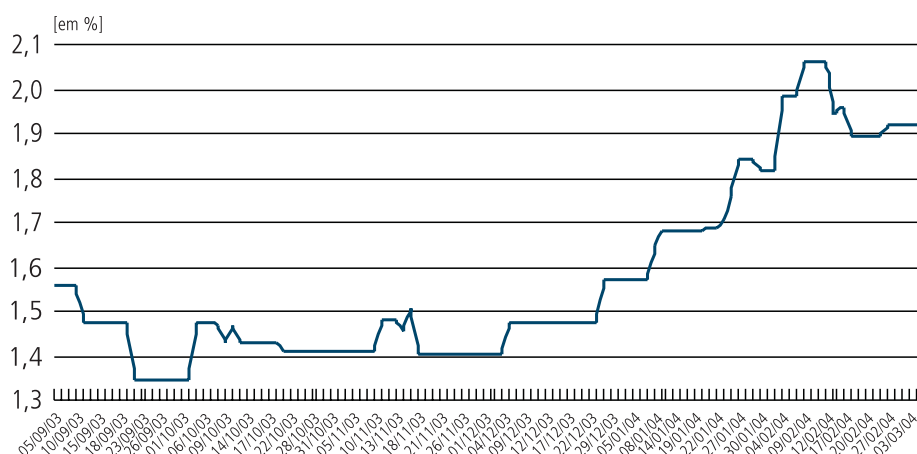
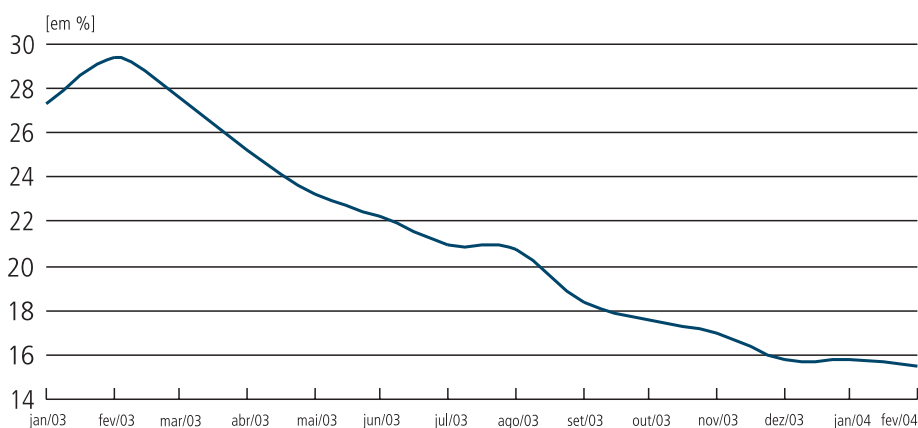


GRÁFICO 6.2

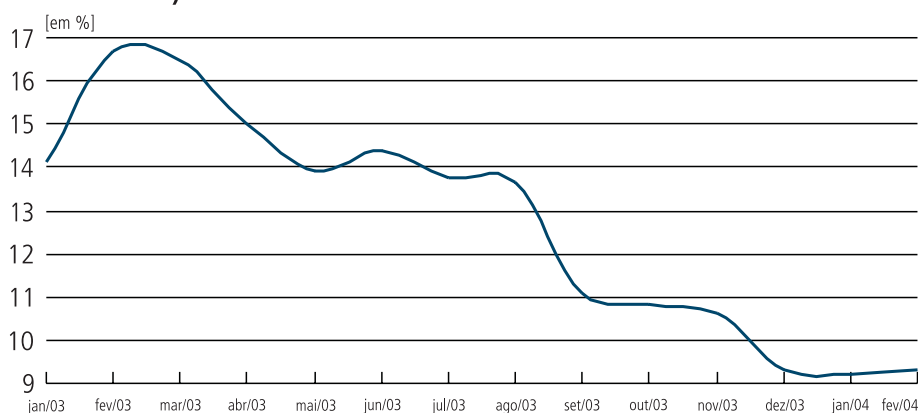
Taxa *Swap* DI-Pré 360 Dias

360 dias, registrou uma forte inflexão para baixo, recuando, em média, de 27,5% a.a. para 15,8% a.a. (Gráfico 6.2), entre março e dezembro, respectivamente.

O recuo significativo da taxa real de juros — a taxa *swap* DI-Pré de 360 dias, deflacionada pela inflação esperada para os 12 meses seguintes, registrou uma queda de mais de 5 p.p., passando de 14,4% em junho para 9,3% em dezembro (Gráfico 6.3) — influenciou positivamente as expectativas dos consumidores, o movimento de redução das taxas de juros das operações de crédito, a ampliação dos seus prazos de financiamento e o volume das concessões autorizadas, beneficiando, conseqüentemente, a retomada da atividade econômica ao longo do segundo semestre de 2003. Nesse período, a produção física industrial dessazonalizada registrou um crescimento expressivo, puxado pelos setores de bens de consumo durável e de bens de capital.

A partir da segunda quinzena de dezembro do ano passado, e de forma mais consistente ao longo de janeiro deste ano, as expectativas da inflação do primeiro trimestre elevaram-se sistematicamente, ficando acima não apenas das taxas esperadas pelo mercado no final de 2003, mas também das utilizadas nas projeções do Banco Central. De fato, no último dia

GRÁFICO 6.3

Taxa Real de Juros (*Swap* 360 Dias/IPCA para os Próximos 12 Meses)

do ano passado a mediana das expectativas do IPCA das cinco instituições com maior acerto no curto prazo apontava uma inflação acumulada de 1,6% para esse primeiro trimestre. Posteriormente, essa projeção aumentou para 2,1%, seguindo as divulgações das prévias dos índices de preços de janeiro, que já captavam os reajustes de preços no atacado da cadeia de aço, química e petroquímica, plásticos e, em nível de consumidor, dos produtos alimentícios, especificamente da oferta dos *in natura*. A deterioração das expectativas inflacionárias de curto prazo alterou a percepção do mercado em relação à trajetória da taxa básica de juros no curto prazo, refletindo-se na alta da mediana das expectativas da taxa Selic para março de 2004. Esse movimento acentuou-se no mercado futuro de juros após a decisão do Banco Central de manter a taxa básica de juros em 16,5% na primeira reunião do Copom deste ano (Gráfico 6.4).

No Relatório Trimestral de Inflação de dezembro de 2003, os modelos utilizados pelo Banco Central projetavam as taxas de inflação de 2004 e 2005 abaixo de suas metas centrais, respectivamente de 5,5% e 4,5% ao ano, sob a hipótese de manutenção dos juros e câmbio nos níveis correntes. Para o primeiro trimestre deste ano, estimava uma inflação acumulada entre 1,1% e 1,3%. No cenário de referência (básico), com taxa Selic constante de 16,5% e taxa de câmbio de R\$ 2,94/US\$ vigente às vésperas da reunião do Copom de dezembro, o modelo do Banco Central projetava taxas inflacionárias de 4,5% e 4%, respectivamente, para 2004 e 2005 (Tabela 6.1). No cenário de mercado, por embutir queda da

GRÁFICO 6.4

Mercado Futuro de Juros: Contrato DI

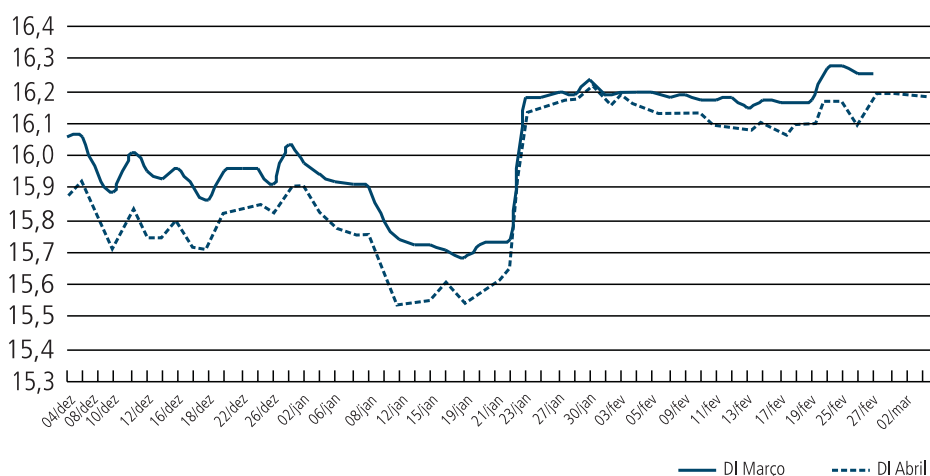


TABELA 6.1

Projeção de Inflação do Modelo do Banco Central

	Em Dezembro de 2003			No Copom de Fevereiro de 2004		
	Parâmetros		Inflação 2004	Parâmetros		Inflação 2004
	Câmbio	Juros		Câmbio	Juros	
Cenário Referência ^a	R\$ 2,94/US\$	16,50%	4,50%	R\$ 2,91/US\$	16,50%	Abaixo de 5,5%
Cenário Mercado ^b	R\$ 3,21/US\$	14,10%	5,80%	R\$ 3,10/US\$	13,75%	Acima de 5,5%

^a Selic constante e taxa de câmbio às vésperas das reuniões do Copom de dez./03 e fev./04.

^b Expectativas do mercado para a taxa de juros e câmbio no final do último trimestre de 2004.

taxa de juros e depreciação cambial ao longo do horizonte de previsão, a inflação estimada se situava em patamar mais elevado, 0,3 p.p. acima da meta central.

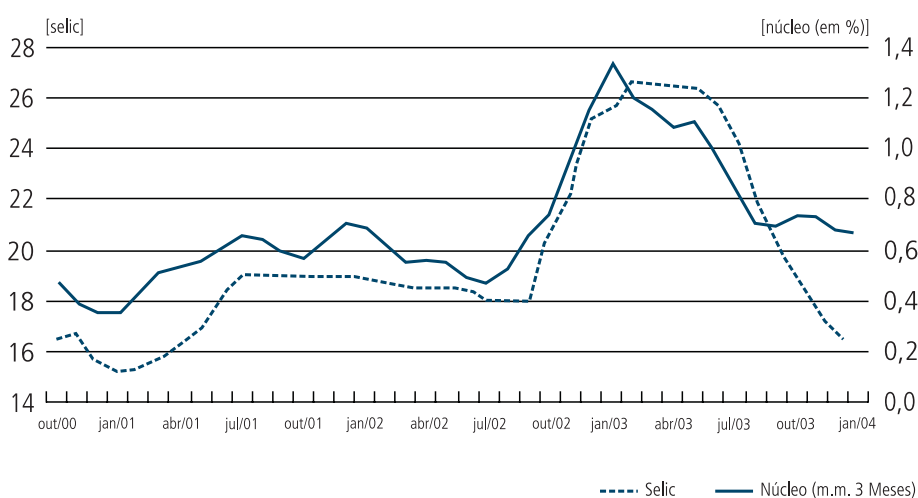
A alta de 0,76% do IPCA de janeiro, divulgada no fim da primeira quinzena de fevereiro, ratificou as decisões prudentes do Banco Central de manter a taxa básica de juros em 16,5% nas reuniões do Copom de janeiro e de fevereiro deste ano. O índice cheio de inflação do período ficou significativamente acima da taxa média mensal estimada anteriormente pelo modelo do Bacen, além de os indicadores de núcleo continuarem a projetar uma inflação anualizada superior à meta de 5,5% (ver seção *Inflação*). De acordo com a ata do Copom do primeiro mês do ano, a autoridade monetária já teria revisto para cima as projeções oficiais de inflação acumulada de 2004 e 2005 em relação à ata de dezembro de 2003.

Os índices de preços de fevereiro em nível de consumidor apontam recuo da taxa média de inflação em relação a janeiro, mas o índice oficial de inflação do regime de metas, o IPCA, ainda permanecerá relativamente elevado. Após a estabilização dos indicadores de núcleo em janeiro em patamar ainda elevado, o núcleo do IPCA-15 de fevereiro apurado pelo IPEA atingiu 0,6% em fevereiro, recuando 0,03 p.p. em relação a janeiro. Considerando a correlação elevada entre a média móvel trimestral do núcleo do IPCA e a taxa básica de juros (Gráfico 6.5), a reversão do núcleo da inflação torna-se um sinalizador relevante para uma eventual retomada da flexibilização da política monetária.

As incertezas associadas ao mecanismo de transmissão de política monetária sobre a atividade econômica e a inflação são um fator de risco que deve ser constantemente monitorado pela autoridade monetária. O recuo da taxa básica de juros ao longo do segundo semestre de 2003 fez com que se tornasse menor a distância entre a taxa básica de juros corrente e as taxas que deverão vigorar em equilíbrio de médio prazo. Com isso, as incertezas associadas às defasagens e às magnitudes de mudanças da taxa de juros em 2004 tornam-se mais relevantes do que eram no segundo semestre do ano passado. Se confirmada a expectativa de a inflação, medida pelo IPCA, acumular uma variação de 2% no primeiro trimestre deste ano, o Banco Central será obrigado a ser cauteloso na condução da queda da taxa de juros, que se espera que ocorra no segundo trimestre. Em suma, a interrupção da flexibilização da política monetária no primeiro bimestre deste ano mostrou-se necessária para a reversão das expectativas e para o Banco Central constatar se a inflação está convergindo para uma

GRÁFICO 6.5

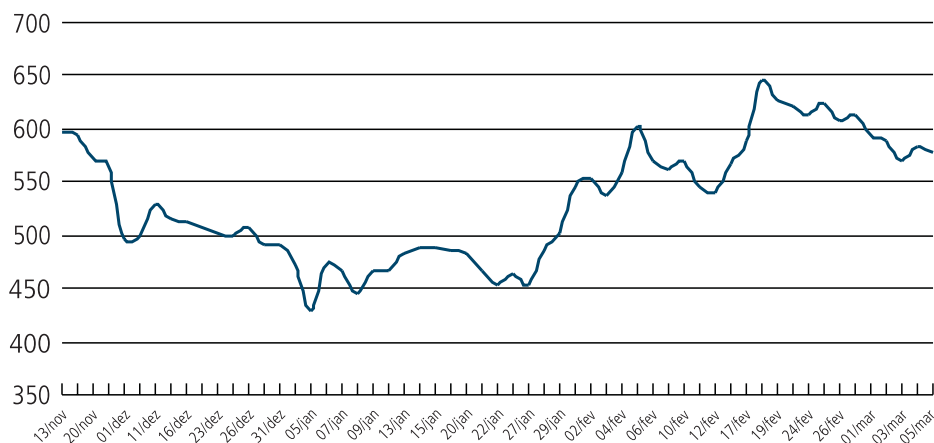
Taxa de Juros Selic Copom *versus* Núcleo de Inflação



trajetória consistente com o cumprimento da meta. O recuo esperado da taxa média de inflação do segundo trimestre tende a beneficiar a convergência dos índices de preços e a estabilização dos preços relativos, reduzindo o grau de persistência da inflação. Nesse jogo, os ganhos de credibilidade auferidos na defesa do regime de metas por parte da autoridade monetária são cruciais para a redução dessa persistência

GRÁFICO 6.6

Spread do C-Bond sobre Títulos do Tesouro Americano



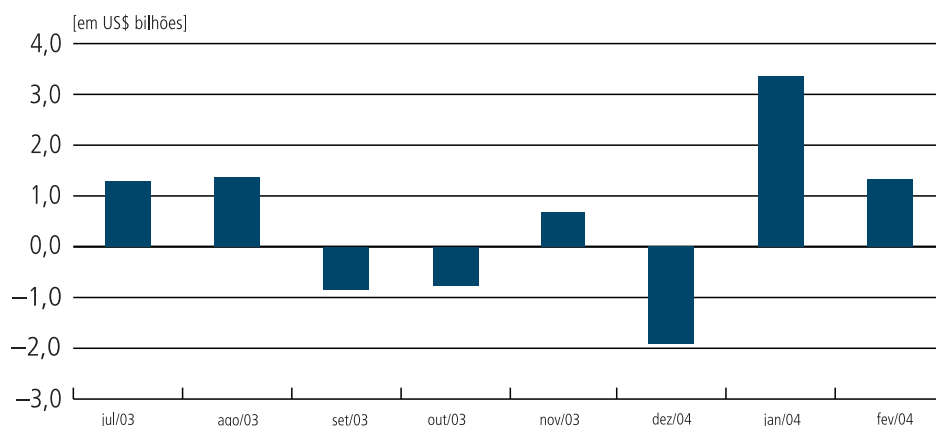
Fonte: Bloomberg.

MERCADO FINANCEIRO E DÍVIDA PÚBLICA

Na primeira quinzena de fevereiro, uma série de eventos políticos contaminou os ativos do mercado financeiro. O risco país, medido pelo *spread* do C-Bond sobre título de maturidade equivalente do Tesouro americano e que havia recuado para uma média diária de 474 pontos-base em janeiro, aumentou para 645 pontos-base em meados de fevereiro, porém voltando para 578 pontos em 05 de março. No mercado de câmbio, a intensificação do fechamento de contratos de exportação tem-se refletido no superávit do fluxo cambial — acumulou US\$ 4,7 bilhões no primeiro bimestre —, mantendo a taxa de câmbio média deste ano abaixo de R\$ 2,88/US\$ até 05 de março. Essa sobra de liquidez tem sido relevante para evitar uma elevação da demanda por operações de proteção cambial e, conseqüentemente, impedir pressões sobre a taxa de câmbio que tendem a restringir as condições para a queda da taxa básica de juros.

A dívida mobiliária interna federal (DMIF) total em poder do público, incluindo as operações de *swap*, manteve-se estável na faixa de 45% do PIB entre dezembro e janeiro, apesar do aumento de 0,81% em valor, passando de R\$ 731,4 bilhões para R\$ 737,3 bilhões. A composição da DMIF em janeiro registrou redução de mais 1 p.p. da parcela da dívida atrelada à taxa de câmbio, atingindo 21% ante 22,1% no mês imediatamente anterior. Entre junho de 2003 e janeiro deste ano, esse percentual já caiu 8 p.p., e estima-se que em fevereiro tenha recuado para algo próximo de 19%. Esse movimento reflete a estratégia do governo de reduzir a exposição cambial dos títulos públicos, beneficiada pela queda da demanda por esse papel nos últimos seis meses. Deve-se ressaltar a continuidade de melhoria do perfil da dívida mobiliária no início deste trimestre. A parcela de títulos prefixados aumentou de 9% para 12,6% entre o final do terceiro trimestre de 2003 e janeiro deste ano. Apenas em janeiro, a colocação de papéis prefixados respondeu por 70% do total de colocação

GRÁFICO 6.7

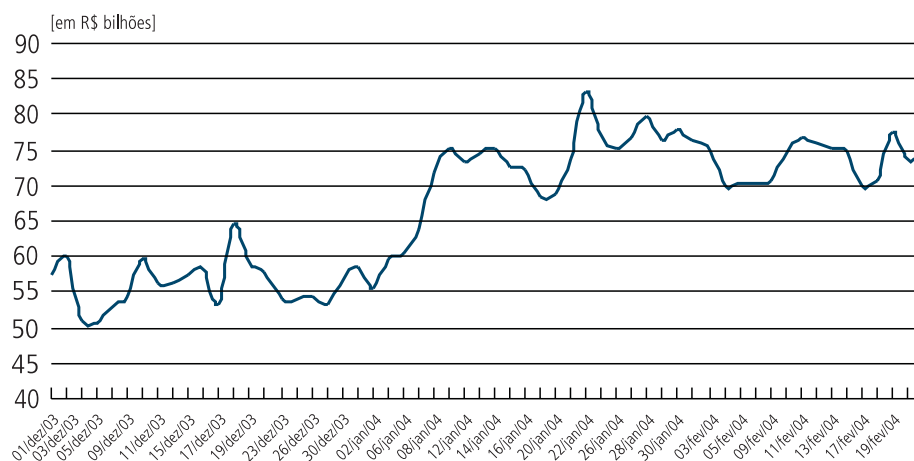
Fluxo Cambial Mensal

Fonte: Banco Central.

de títulos públicos. O prazo médio do estoque da dívida mobiliária total permaneceu praticamente estável em 31,4 meses.

Em janeiro deste ano, os resgates líquidos de títulos da ordem de R\$ 5,2 bilhões, assim como a compra de reservas de US\$ 2,6 bilhões no mercado, ajudaram a elevar para R\$ 58 bilhões o excesso de liquidez no mercado monetário, contra R\$ 43,7 bilhões em dezembro (Gráfico 6.8). A expectativa no curto prazo é de que ocorra redução dos resgates líquidos e, conseqüentemente, o enxugamento gradual desse excesso de liquidez, considerando que a soma dos vencimentos da DMIF em fevereiro e março são de aproximadamente R\$ 18 bilhões, contra R\$ 27 bilhões de janeiro.

GRÁFICO 6.8

Liquidez no Mercado Monetário**AGREGADOS MONETÁRIOS**

No segundo semestre do ano passado, o recuo consistente da taxa média da inflação foi beneficiado pela austeridade da política monetária adotada nos primeiros meses do ano. De fato, a média diária da base monetária restrita registrou uma contração média mensal de -1% ao longo do primeiro semestre de 2003. No último trimestre de 2003, o aumento da liquidez,

derivado dos resgates líquidos da dívida, sobretudo da cambial, e dos gastos públicos, foram os principais fatores explicativos da expansão da base monetária. Entretanto, o ajuste contracionista, verificado desde o início do ano, permitiu que o crescimento acumulado em 12 meses da média diária da base monetária encerrado em janeiro de 2004 atingisse uma variação positiva de apenas 2,8% contra uma inflação, medida pelo IPCA, de 7,7% (Gráfico 6.9 e Tabela 6.2). No mesmo período, a expansão dos meios de pagamentos (M1) foi de 4,1%.

GRÁFICO 6.9

Base Monetária e Meios de Pagamento — Variação em 12 Meses

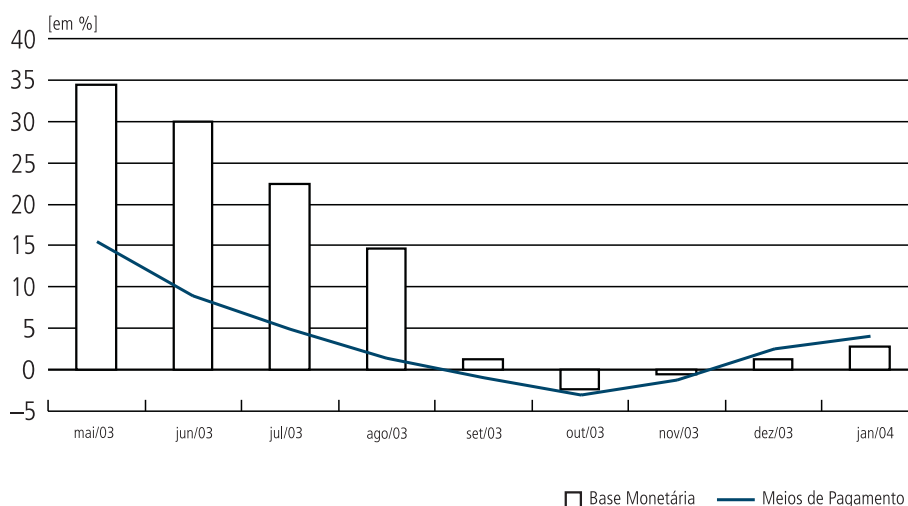


TABELA 6.2

Base Monetária e Inflação

[variação em 12 meses (em %)]

Período	Base Monetária	Inflação IPCA	Diferencial (Base/Inflação)
2003 Junho	29,9	16,6	11,4
Julho	22,4	15,4	6,0
Agosto	14,6	15,1	-0,4
Setembro	1,2	15,1	-12,1
Outubro	-2,3	14,0	-14,3
Novembro	-0,6	11,0	-10,5
Dezembro	1,3	9,3	-7,3
2004 Janeiro	2,8	7,7	-4,6

Fontes: Banco Central e IBGE. Elaboração: IPEA/DIMAC.

CRÉDITO

O volume de crédito na economia ainda é reduzido, porém vem se recuperando gradativamente. O saldo das operações com recursos livres em valor elevou-se de 3% entre outubro de 2003 e janeiro de 2004. O estoque total de crédito do sistema financeiro em janeiro recuou 0,3% como proporção do PIB, de 25,4% (R\$ 409,8 bilhões) para 25,1% (R\$ 408,7 bilhões), conforme Tabela 6.3, mas situava-se em nível superior à taxa de 23,6% de janeiro de 2003. Esse movimento foi decorrente da retração sazonal na demanda de recursos por parte das empresas, compensada parcialmente pelo aumento da demanda das

peças físicas por recursos para atender compromissos financeiros de caráter sazonal, especialmente tributos e gastos escolares, que se concentram nos primeiros meses do ano. Desagregando os números, observa-se que o volume das operações de crédito com recursos livres, que corresponde a 55% do total do sistema financeiro, alcançou R\$ 224,7 bilhões (13,8% do PIB) em janeiro, representando aumento mensal de 0,2% e de 5,5% na variação em 12 meses, puxado pela expansão de 1,7% do saldo da carteira de pessoas físicas.

TABELA 6.3

Operações de Crédito do Sistema Financeiro como Percentual do PIB^a

Período	Recursos Livres	Recursos Direcionados ^b	Operações de <i>Leasing</i>	Sector Público ^c	Total Geral
2002 Dezembro	13,4	9,0	0,6	0,8	23,8
2003 Janeiro	13,3	8,9	0,6	0,8	23,6
Junho	13,9	9,4	0,5	0,9	24,7
Dezembro	13,9	10,0	0,6	0,9	25,4
2004 Janeiro	13,8	9,8	0,6	0,9	25,1

Fonte: Banco Central.

^a Estimativa do Banco Central para o PIB dos últimos 12 meses a preços do mês assinalado a partir de dados anuais do IBGE, com base no IGP-DI centrado.

^b Refere-se a créditos a taxas de juros administradas.

^c Inclui administração direta, indireta e atividades empresariais.

Em relação à crise cambial do segundo semestre de 2002, quando o estoque de crédito representou em média 23% do PIB, pode-se constatar que efetivamente está ocorrendo uma retomada do crédito doméstico, mesmo considerando a deterioração acumulada dos rendimentos no mercado de trabalho. Dentre os fatores que explicam essa recuperação destacam-se a redução dos juros de longo prazo e os impactos defasados das reduções do *spread*.

Considerando o recuo da taxa básica de juros em 10 p.p. ao longo do segundo semestre do ano passado, a taxa do *spread* de crédito com recursos livres passou de uma média de 33,5% a.a., verificada no segundo trimestre, para 29,8% a.a. em janeiro (Gráfico 6.10 e Tabela 6.4). O menor *spread* da série histórica do Banco Central foi verificado em maio de

GRÁFICO 6.10

Spread das Operações de Crédito com Recursos Livres em p.p. (Mensal)

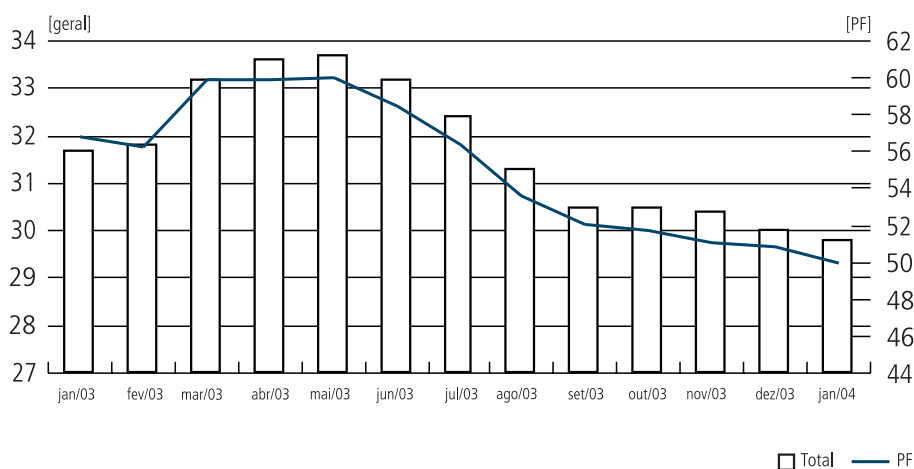


TABELA 6.4

Spread Médio

[em pontos percentuais]

Período	Total	PF	PJ
2003 1º Trimestre	32,2	57,7	15,0
2º Trimestre	33,5	59,5	14,9
3º Trimestre	31,4	54,0	14,5
4º Trimestre	30,3	51,2	14,3
2004 Janeiro	29,8	50,0	14,3

Fonte: Banco Central.

2001, com o percentual de 25,3% a.a.. Deve-se ressaltar que o recuo do *spread* foi mais significativo (quase 10 p.p.) nas operações com pessoas físicas, possivelmente associado ao movimento de quitação de suas dívidas, refletindo-se na redução da taxa média de inadimplência (Gráfico 6.11).

GRÁFICO 6.11

Taxa de Inadimplência da Pessoa Física