

6 POLÍTICA MONETÁRIA E CREDITÍCIA

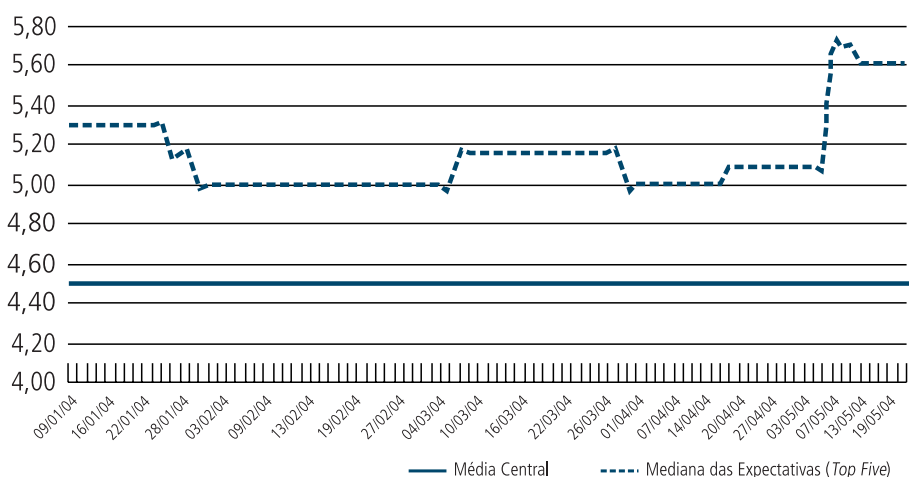
Os bons resultados da inflação no segundo trimestre, ao nível do consumidor, não foram suficientes para evitar a interrupção da queda da taxa básica de juros na reunião de maio do Comitê de Política Monetária (Copom). De fato, a variação acumulada do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) em 12 meses atingiu 5,26% até abril, abaixo, portanto, da meta central de 5,5% definida para este ano. Os núcleos da inflação voltaram a recuar no início desse trimestre.

A manutenção da taxa básica de juros em 16,0% em maio — após dois recuos consecutivos de 0,25 p.p. nas reuniões do Copom de março e abril — esteve associada à maior instabilidade dos mercados financeiros com a expectativa de ajustes restritivos da política monetária nos Estados Unidos e na China, com o aumento do preço do barril do petróleo, bem como do risco Brasil e da taxa de câmbio doméstica. De fato, a magnitude desses movimentos ainda incorpora um grau não-desprezível de incerteza, quanto a seu impacto sobre a trajetória futura da inflação brasileira. Nessa conjectura, a adoção de uma política monetária cautelosa no curto prazo tornou-se mais apropriada não apenas por acomodar os choques primários e evitar impactos secundários nos preços internos, mas também para manter as expectativas inflacionárias sob controle.

Desde o início do ano, as expectativas inflacionárias de 2004 e para 2005 (Gráfico 6.1) estão sistematicamente acima de suas respectivas metas centrais, porém ainda dentro dos intervalos de tolerância da banda.

GRÁFICO 6.1

Mediana das Expectativas de Inflação — 2005



Fonte: Bacen.

as medianas esperadas no curto prazo pelas instituições *Top Five* para o IPCA de 2004 e 2005 se situavam, respectivamente, em 6,34% e 5,60%. Em uma de suas últimas projeções, divulgada em março, o Bacen estimava uma inflação para 2005, medida pelo IPCA, de 4,2% no cenário básico (referência), com taxa Selic constante em 16,25% e câmbio a R\$ 2,91/US\$. No cenário de mercado, incorporando as expectativas para a Selic e do câmbio no final de dezembro de 2005 (12,6% e R\$ 3,24/US\$), a inflação seria de 5,4% (Tabela 6.1).

TABELA 6.1

Projeção de Inflação para 2005 do Modelo do Bacen

	Em Março de 2004			No Copom de Abril de 2004		
	Parâmetros		Inflação 2005 (%)	Parâmetros		Inflação 2005 (%)
	Câmbio	Juros (%)		Câmbio	Juros (%)	
Cenário Referência ^a	R\$ 2,91/US\$	16,25	4,20	R\$ 2,88/US\$	16,25	Abaixo de 4,5
Cenário Mercado ^b	R\$ 3,24/US\$	12,60	5,40	R\$ 3,20/US\$	12,50	Acima de 4,5

^a Selic constante e taxa de câmbio às vésperas das reuniões do Copom de março e abril de 2004.

^b Expectativas do mercado para a taxa de juros e câmbio no final do último trimestre de 2005.

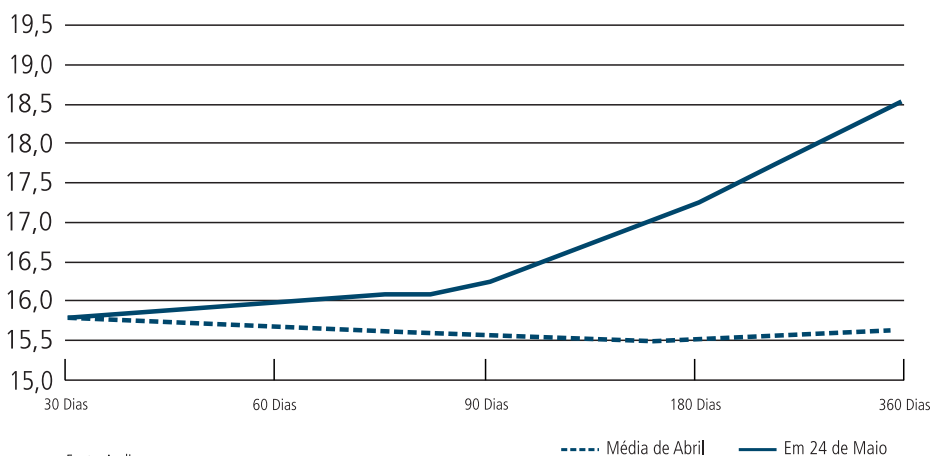
No final de abril, após a divulgação da ata do Copom, a projeção ainda se situava abaixo da meta central, considerando os parâmetros às vésperas da reunião, ou seja, Selic constante de 16,25% e câmbio a R\$ 2,88/US\$. Considerando que a taxa básica atual está mais baixa em 0,5 p.p. e a taxa de câmbio mais depreciada, oscilando entre R\$ 3,10/US\$ e R\$ 3,20/US\$, eleva-se a probabilidade de a projeção de inflação ser revista para cima no cenário de referência do Bacen. Conclui-se que, se o Bacen de fato perseguir a meta central de 4,5% para 2005 fixada pelo Conselho Monetário Nacional, haverá restrições quanto ao ritmo de queda da taxa de juros no segundo semestre, mesmo quando se considera que a trajetória de inflação é influenciada por um conjunto mais amplo de fatores.

A deterioração das expectativas se refletiu na elevação das taxas de juros nos contratos negociados no mercado futuro e no risco país. A estrutura a termo das taxas prefixadas, baseada na curva da LTN, registrou forte elevação em relação às taxas projetadas em abril (Gráfico 6.2). Após atingir uma média de 15,8% em abril, a curva da LTN no final de maio projetava taxas acumuladas para os 12 meses em torno de 18%. O contrato do DI para janeiro de 2005, que sinaliza a taxa de juros esperada para dezembro deste ano, subiu quase 3 p.p. desde o final de abril, atingindo taxas também entre 17% e 18% a.a. O aumento dos juros futuros fez subir também o nível do juro real projetado. Tomando como base o *swap* Di-Pré de 360 dias deflacionado pela inflação projetada em 12 meses, a taxa real de juros *ex ante* subiu de 9,3% para 12% na segunda quinzena de maio (Gráfico 6.3).

O risco país, medido pelo *spread* do *C-Bond* e que tinha atingido o nível de 559 pontos-base às vésperas da reunião do Copom de abril, aumentou significativamente, alcançando *spreads* acima de 750 pontos na segunda quinzena de maio. A taxa de câmbio também subiu, porém em ritmo inferior ao do risco país em virtude dos superávits sucessivos no fluxo cambial contratado, passando de R\$ 2,88/US\$ para R\$ 3,12/US\$ no período compreendido entre as vésperas das reuniões do Copom de abril e maio (Gráfico 6.4). O fluxo cambial em abril registrou um superávit de US\$ 2,64 bilhões, voltando a ter uma posição líquida comprada em câmbio, resultado que não acontecia desde fevereiro de 2002.

GRÁFICO 6.2

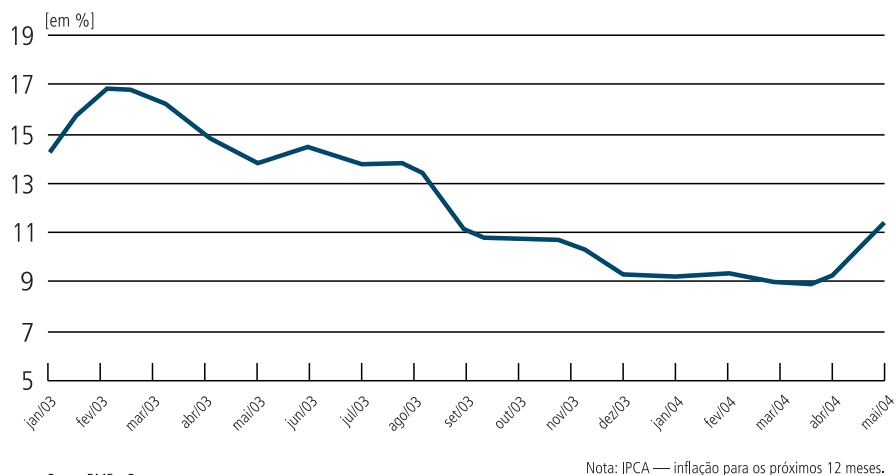
Curva Futura de Juros — Estrutura a Termo das Taxas de Juros Prefixadas



Fonte: Andima.

GRÁFICO 6.3

Taxa Real de Juros (Swap 360 Dias/IPCA Esperado)

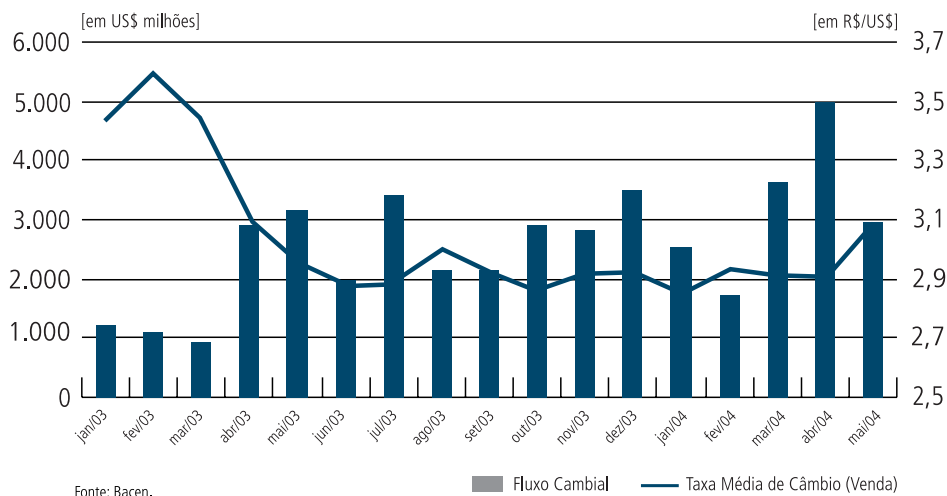


Fonte: BMF e Bacen.

Nota: IPCA — inflação para os próximos 12 meses.

GRÁFICO 6.4

Fluxo Cambial Total versus Taxa Média de Câmbio



Fonte: Bacen.

Esse resultado foi puxado pelo volume de oferta de US\$ 8,9 bilhões por parte dos contratos com exportações. A alta do câmbio a partir de maio não esteve associada à escassez de dólares, mas sim ao reposicionamento dos *hedge funds* e ao aumento da demanda por *hedge* cambial. Além disso, não se verificam pressões de saídas de recursos, já que o fluxo cambial até meados de maio mantinha-se positivo, próximo a US\$ 2 bilhões, e as operações com CC5 em patamar semelhante à média do período janeiro-abril.

A manutenção do fluxo cambial positivo deverá atenuar eventuais pressões de alta na taxa de câmbio, porém não se pode descartar a influência das expectativas na trajetória da variável. O cumprimento das metas fiscais trimestrais e a sustentabilidade de superávits comerciais e de transações correntes na economia brasileira tendem a reduzir o impacto da crise internacional, mas não o elimina plenamente.

A alta das taxas de juros nos Estados Unidos e as restrições adotadas pelo governo chinês para desacelerar sua economia e manter a inflação sob controle deverão reduzir a taxa de crescimento da economia mundial, em relação à expectativa de poucos meses atrás. Além disso, persistem incertezas em relação à trajetória do preço do barril do petróleo, acerca do nível em que se estabilizará nos próximos meses. As preocupações são pertinentes, considerando que os Estados Unidos possuem déficits elevados nas contas públicas e na balança comercial e que a China tem uma participação elevada na pauta das exportações da região asiática. Apesar da expectativa de aumento do preço doméstico da gasolina, o impacto na inflação medida pelo IPCA deve ser relativizado, pois as projeções do modelo do Bacen e da maioria dos analistas já incorporavam a concessão de um reajuste nominal de 9,5% até o final do ano. Entretanto, deve-se ressaltar que a decisão de aumento da produção por parte da Opep ainda não foi tomada, além do fato de que qualquer reajuste doméstico reduz a margem de manobra da política monetária para cumprir a meta de inflação.

MERCADO FINANCEIRO E DÍVIDA PÚBLICA

A instabilidade verificada no mercado internacional aumentou a aversão ao risco de economias emergentes e, conseqüentemente, os investidores domésticos têm evitado comprar títulos públicos com vencimento longo. Esse movimento provocou a desvalorização das LFTs de longo prazo e perdas em diversos fundos de investimentos, aumentando a volatilidade nos preços das LFTs mais longas no mercado secundário durante o mês de maio. Além disso, no mesmo período, verificou-se dificuldades na colocação de papéis prefixados de 24 meses. Esse movimento de encurtamento de prazos fez subir a proporção do volume financeiro da dívida pública a vencer nos próximos 12 meses, passando de 35% em dezembro de 2003 para 41% em abril deste ano (Gráfico 6.5)

De forma a garantir a liquidez e a atratividade da dívida pública, o Tesouro Nacional promoveu leilões de resgate antecipado de LFTs com vencimento em 2007, 2008 e 2009. Com sobra diária de recursos nos bancos, o Bacen enxugou essa liquidez fazendo operações compromissadas (vendas temporárias de papel) para manter a Selic próxima da meta definida. As operações compromissadas do Bacen no prazo de um mês estavam em quase R\$ 70 bilhões no dia 20 de maio (Gráfico 6.6), e as de prazo superior a um mês, em R\$ 20 bilhões. Por meio dessas operações compromissadas, o gestor do fundo transforma um título longo em aplicação de curtíssimo prazo, mediante um acordo de recompra, em geral, com a tesouraria do próprio banco, que paga ao fundo a taxa diária do CDI no período.

Ao longo de abril e maio, o governo manteve a estratégia de reduzir a participação de títulos cambiais na dívida pública interna e aumentar a de títulos prefixados, apesar da

GRÁFICO 6.5

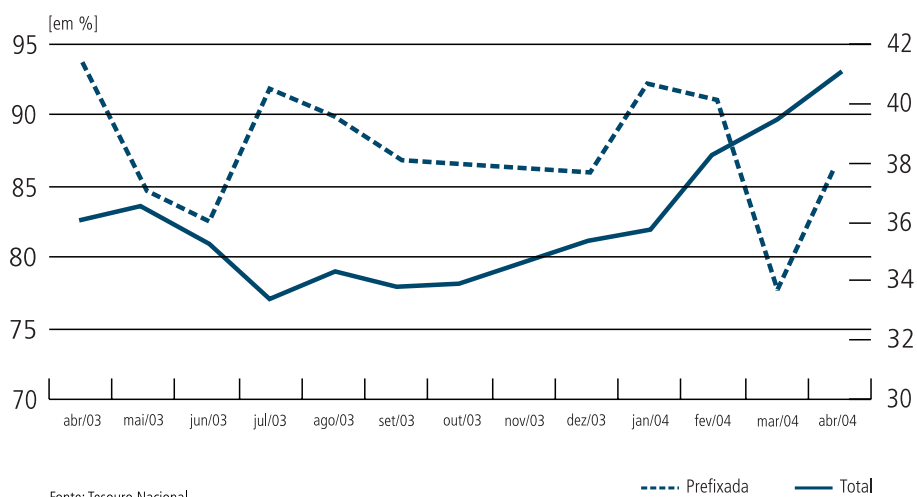
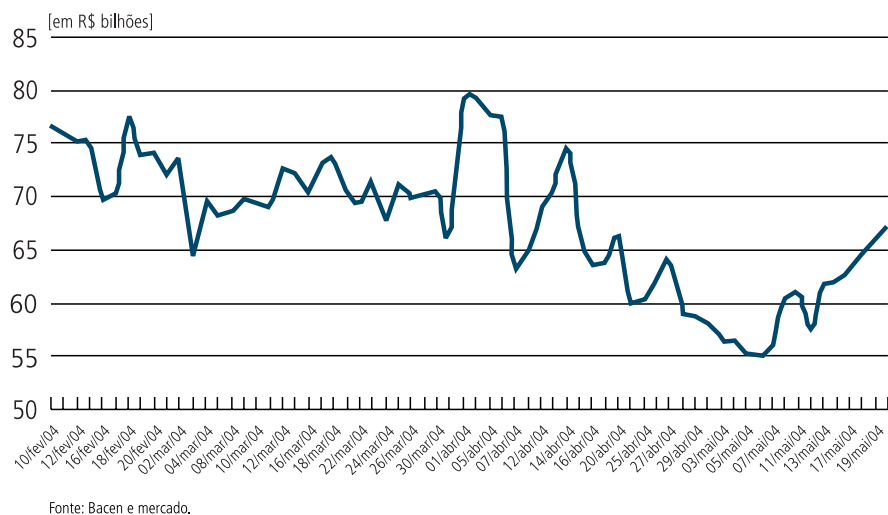
Proporção da Dívida Pública Interna a Vencer em 12 Meses

GRÁFICO 6.6

Liquidez no Mercado Monetário

instabilidade no mercado financeiro doméstico. A parcela de títulos atrelada à taxa de câmbio caiu de 17,71% em março para 16,31% em abril, atingindo o menor nível desde dezembro de 1999, quando o Bacen e o Tesouro Nacional iniciaram a série histórica. Desde setembro de 2002, a participação dos papéis da dívida mobiliária total corrigidos pelo dólar recuou 24,4 p.p.

O volume da dívida mobiliária federal interna aumentou 1,03% em abril em relação a março, atingindo R\$ 767,7 bilhões (em proporção do PIB). A maior parte dos títulos do governo em circulação é atrelada à taxa básica (Selic), cuja proporção na dívida total subiu de 51,51% em março para 52,23% em abril. Na mesma comparação, os títulos indexados à inflação subiram de 13,6% para 13,9% (Tabela 6.2).

TABELA 6.2

Composição da Dívida Mobiliária Interna Federal

[participação percentual do total (%)]

	2003		2004		Projeção para Dezembro ^a
	Junho	Dezembro	Março	Abril	
Taxa Selic	51,6	50,1	51,5	52,2	De 50 a 61
Câmbio	29,1	22,1	17,7	16,3	5 a 7
Inflação	12,8	13,6	13,6	13,9	15 a 21
Prefixada	4,5	12,5	15,4	15,8	13 a 23
TR	2,0	1,8	1,8	1,8	1 a 3
Total (R\$ Bilhões)	669	731	760	768	820 a 880
Em % do PIB	43,4	47,0	47,1	46,9	

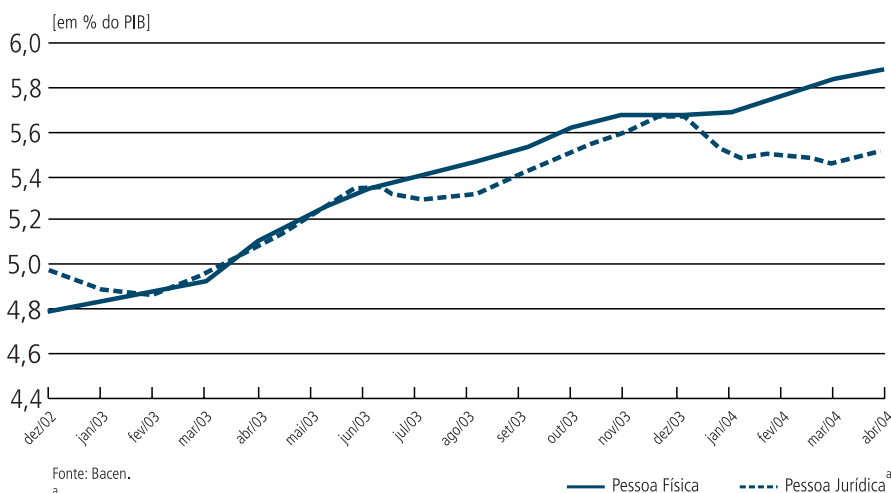
Fonte: Tesouro Nacional.

^a Estimativa do Plano Anual de Financiamento.**CRÉDITO**

O volume de crédito concedido às pessoas físicas como proporção do PIB manteve a trajetória de crescimento no início do segundo trimestre deste ano. De fato, essa relação passou de 5,6% em dezembro do ano passado para 5,9% em abril deste ano (Gráfico 6.7). O crédito total com recursos livres aumentou seu patamar de 14,3% do PIB em janeiro para 14,7% no final de abril, puxado pelo crescimento das concessões de financiamento às pessoas físicas.

Entre fevereiro e abril deste ano, o crédito total do sistema financeiro manteve-se estável na faixa de 26% do PIB¹ (Tabela 6.3), apesar da interrupção da queda da taxa básica de juros no primeiro bimestre. Esse movimento está associado ao fato de que é a evolução da estrutura a termo da taxa de juros — que depende não apenas da taxa Selic corrente, mas

GRÁFICO 6.7

Operações de Crédito com Recursos Livres

Fonte: Bacen.

^a Excluídas as operações referenciadas em moeda estrangeira.

1. Deve-se ressaltar que ao longo do segundo semestre do ano passado, o recuo da taxa básica de juros em 10 pontos percentuais, aliado ao recuo da inadimplência e do compulsório, fez a relação crédito total do sistema financeiro/PIB aumentar 2,1 pontos percentual, passando de 24,3% para 26,4%, conforme Tabela 6.3.

TABELA 6.3

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

		Recursos Livres	Recursos Direcionados ^b	Operações de <i>Leasing</i>	Setor Público ^c	Total Geral
2002	Dezembro	13,4	9,0	0,6	0,8	23,8
2003	Março	13,3	8,8	0,5	0,9	23,5
	Junho	13,9	9,4	0,5	0,9	24,7
	Setembro	14,1	9,8	0,6	1,0	25,5
	Dezembro	14,4	10,4	0,6	1,0	26,4
2004	Janeiro	14,3	10,1	0,6	1,0	26,0
	Fevereiro	14,4	9,9	0,6	1,0	25,9
	Março	14,4	9,8	0,6	1,0	25,8
	Abril	14,7	9,7	0,6	1,1	26,0

Fonte: Bacen.

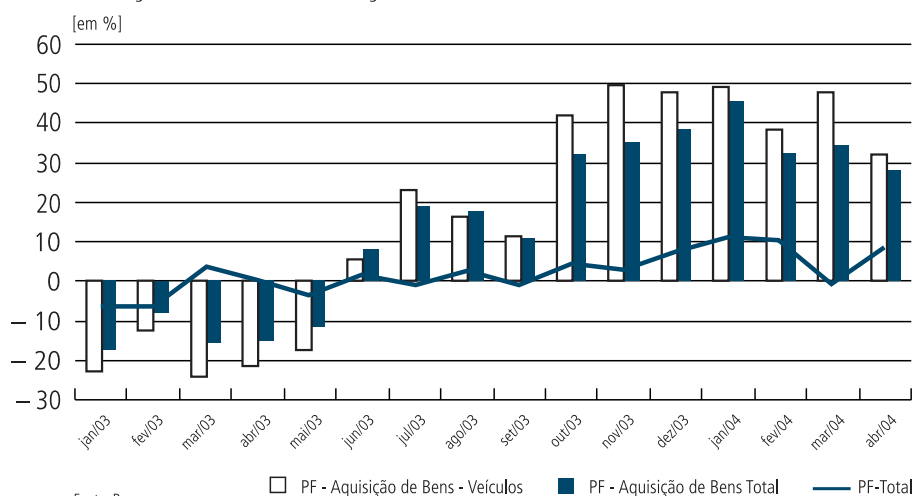
^a Estimativa do Bacen para o PIB dos últimos 12 meses a preços do mês assinalado a partir de dados anuais do IBGE, com base no IGP-DI centrado.^b Refere-se a créditos a taxas de juros administradas.^c Inclui administração direta e indireta e atividades empresariais.

também das expectativas do juro futuro — que repercute no custo do crédito na economia. De fato, as taxas referentes aos *swaps* médios Di-Pré de 180 e 360 dias mantiveram a tendência de queda entre fevereiro e abril, passando, respectivamente, de 15,79% para 15,42% e de 15,54% para 15,50%, reduzindo o custo do crédito pessoal e de aquisição de veículos.

O volume total de crédito totalizou R\$ 426 bilhões (26% do PIB) no final de abril, apresentando uma expansão nominal de 3,8% em relação ao fechamento de 2003. O aumento é mais acentuado nas operações com recursos livres, com uma taxa de crescimento acumulada de 7%, destacando o segmento de pessoas físicas, cuja variação foi de 9,2%. Em abril a média diária deflacionada das concessões acumuladas para pessoa física registrou um crescimento de 6,4% em relação ao nível de março e de 9% em relação ao de abril do ano passado (Gráfico 6.8). No segmento de pessoa física, destaca-se o crescimento das concessões

GRÁFICO 6.8

Operações de Crédito com Pessoa Física:
Média Diária Deflacionada das Concessões Acumuladas —
 Variação Mensal em Relação ao Ano Anterior



Fonte: Bacen.

destinadas ao crédito pessoal, que atingiu um crescimento acumulado em 12 meses, encerrado em abril, de 43,4% contra uma variação de 5,4% do cheque especial. Esse movimento reflete o processo de quitação de linhas caras, como o cheque especial, que vem se sustentando desde o final do ano passado.

Os bancos também estão disponibilizando mais recursos para o crédito com desconto em folha de pagamento, cuja inadimplência, abaixo de 1% em média, é significativamente mais baixa que nas outras modalidades de financiamento. Entre janeiro e abril deste ano, o volume das operações de crédito consignado cresceu 22,8%. Somente em abril, essas operações representaram 27,7% dos empréstimos para pessoas físicas.

Acompanhando a trajetória de queda das taxas de juros longas que vigorou até o final de abril, o *spread* bancário voltou a cair, atingindo 29% a.a. no final de abril (Tabela 6.4). O *spread* das pessoas físicas recuou de 50,8 p.p. em dezembro de 2003 para 47,9 p.p. em abril deste ano. O recuo tem sido menos significativo no *spread* das pessoas jurídicas, que na mesma comparação, caiu de 14,4% para 13,9% (Gráfico 6.9). Conforme citado anteriormente, os números sugerem que a queda mais intensa do *spread* nas operações com pessoas físicas vem sendo beneficiada pela continuidade da redução da taxa média de inadimplência (Gráfico 6.10).

TABELA 6.4

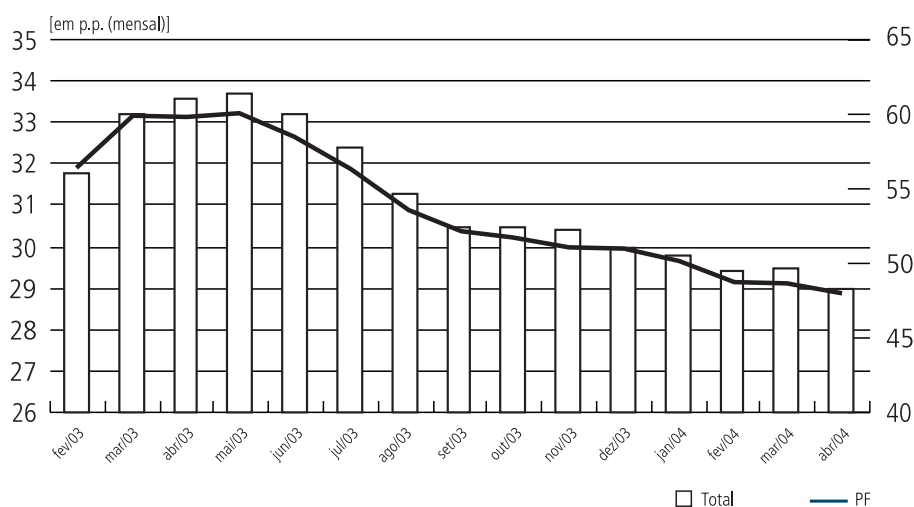
Spread Médio em Pontos Percentuais

	Total	PF	PJ
1º Trim./2003	32,2	57,7	15,0
2º Trim./2003	33,5	59,5	14,9
3º Trim./2003	31,4	54,0	14,5
4º Trim./2003	30,3	51,2	14,3
1º Trim./2004	29,6	49,1	14,4
Abril de 2004	29,0	47,9	13,9

Fonte: Banco Central.

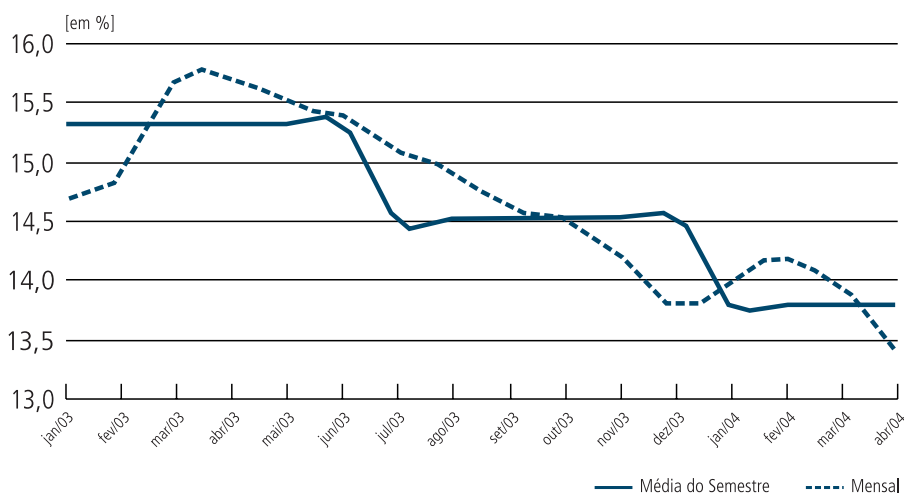
GRÁFICO 6.9

Spread das Operações com Recursos Livres



Fonte: Bacen.

GRÁFICO 6.10

Taxa de Inadimplência da Pessoa Física

A partir de maio, a deterioração das expectativas que se verificou nos mercados financeiros doméstico e internacional, reforçada pela elevação das projeções de inflação, provocou uma forte elevação das taxas de juros no mercado futuro, e conseqüentemente com reflexos no custo do crédito. De fato, o *swap* médio Di-Pré de 360 dias aumentou para a faixa de 17% a.a. no final de maio. A taxa de juros cobrada no crédito para capital de giro passou de 2,6% no início de maio para 2,7% na segunda quinzena do mês, ou seja, em termos anualizados de 36% para 38% a.a., interrompendo a tendência que se verificava no mercado de crédito. É inequívoco constatar que o crescimento econômico no primeiro trimestre foi beneficiado pela redução das taxas de juros longas. Entretanto, sabe-se que os impactos da política monetária sobre o nível de atividade econômica são defasados, estimados entre três e seis meses. Nesse sentido, para que o atual ritmo de crescimento da economia brasileira não sofra desaceleração, torna-se relevante a reversão do nível atual da estrutura a termo da taxa de juros, que vem oscilando entre 17% e 18% ao ano, pelo *swap* Di-Pré de 360 dias.

