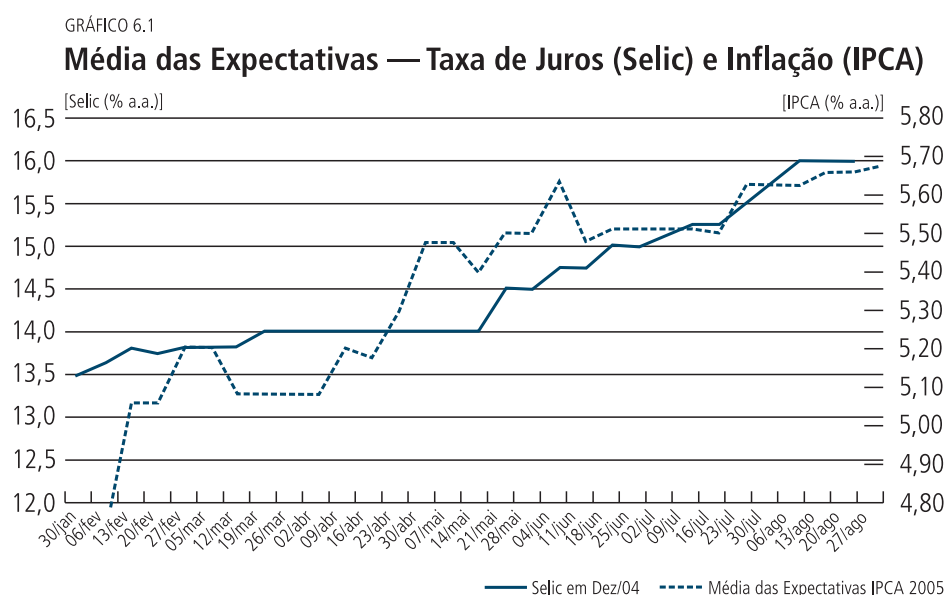


6 POLÍTICA MONETÁRIA E CREDITÍCIA

O Banco Central (Bacen) manteve a taxa básica de juros inalterada em 16% entre abril e agosto deste ano, apesar do recuo da média dos núcleos de inflação verificado no terceiro trimestre. A atitude da autoridade monetária esteve associada a diversos fatores: *a)* o forte ritmo de crescimento da atividade econômica interna, em especial no segundo trimestre deste ano, gerando preocupações em torno de eventuais pressões de demanda; *b)* as expectativas inflacionárias para 2005 que continuam acima da meta central de 4,5%; *c)* a última projeção apurada pelo cenário básico do Bacen, que indica um IPCA superior à meta central no próximo ano, mesmo com a continuidade da taxa de 16% a.a., o que de certa forma eleva a probabilidade de aumento da Selic nos próximos meses; e *d)* a elevação do preço do petróleo no mercado internacional que tende a pressionar no sentido de um novo reajuste doméstico da gasolina, aumentando assim o grau de inércia inflacionária para o próximo ano e limitando o grau de flexibilização da política monetária.

A tendência de desaceleração da inflação cheia ao longo dos próximos meses — conforme indicado pelo recuo dos núcleos do IPCA de julho e do IPCA-15 de agosto — parece ser insuficiente comparativamente à meta central de 4,5% definida para o próximo ano. Nas atas do Comitê de Política Monetária (Copom) de julho e agosto, o Bacen ressaltou sua preocupação em torno da convergência da inflação à meta. Desde o início do ano, as expectativas inflacionárias de 2004 e para 2005 (Gráfico 6.1) estão sistematicamente acima



Fonte: Bacen. Elaboração: IPEA/GAC.

de suas respectivas metas centrais, porém ainda dentro dos intervalos de tolerância da banda. Conforme a última pesquisa coletada pelo Bacen, as médias esperadas pelo mercado para o IPCA de 2004 e 2005 se situavam, respectivamente, em 7,3% e 5,67%.¹ Além disso, em sua última avaliação trimestral, ocorrida em julho, a projeção do Bacen apurada no cenário básico (referência) — considerando a manutenção da taxa básica de juros em 16% e a taxa de câmbio de R\$ 3/US\$ — para o IPCA de 2005 indicou uma taxa de inflação superior à meta de 4,5% (Tabela 6.1). Essa avaliação mostra que a política monetária deverá manter uma postura bastante cautelosa ao longo dos próximos meses, até que de fato se confirme o recuo e/ou a estabilização das expectativas inflacionárias para 2005.

O mercado futuro de juros vem antecipando a possibilidade de aumento da taxa básica de juros no último trimestre deste ano. De fato, a taxa de juros do contrato do depósito interfinanceiro (DI) de janeiro de 2005 — que reflete a taxa de dezembro deste ano — registrava uma taxa de 16,72% a.a. na última semana de agosto. A estrutura a termo das taxas prefixadas, baseadas na curva da LTN, registrou uma ligeira elevação em relação às taxas projetadas em julho, conforme verificado no Gráfico 6.2. Após registrar uma média

TABELA 6.1

Projeção de Inflação para 2005 do Modelo do Bacen

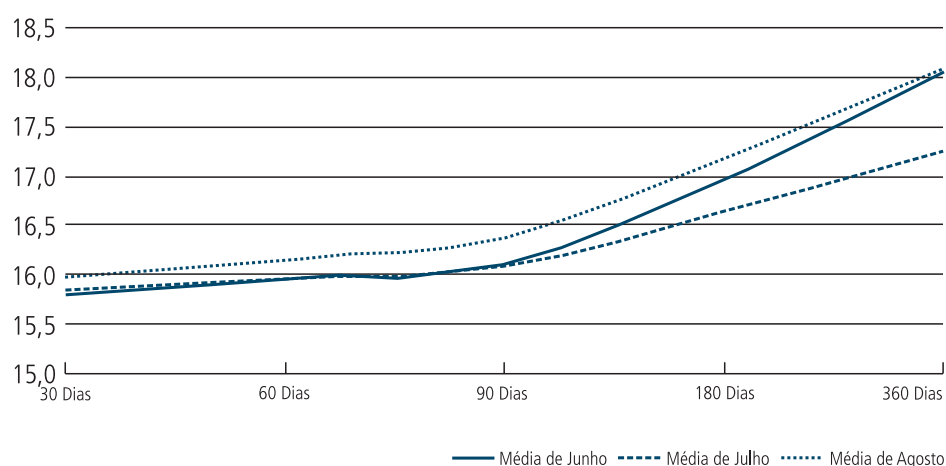
	Em Junho de 2004			No Copom de Agosto de 2004		
	Parâmetros		Inflação 2005 (%)	Parâmetros		Inflação 2005 (%)
	Câmbio	Juros (%)		Câmbio	Juros (%)	
Cenário Referência ^a	R\$ 3,10/US\$	16,00	4,4	R\$ 3,00/US\$	16,00	Acima de 4,5
Cenário Mercado ^b	R\$ 3,23/US\$	13,35	5,4	R\$ 3,20/US\$	14,75	Acima de 5,5

^a Selic constante e taxa de câmbio às vésperas das reuniões do Copom de junho e agosto.

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

GRÁFICO 6.2

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

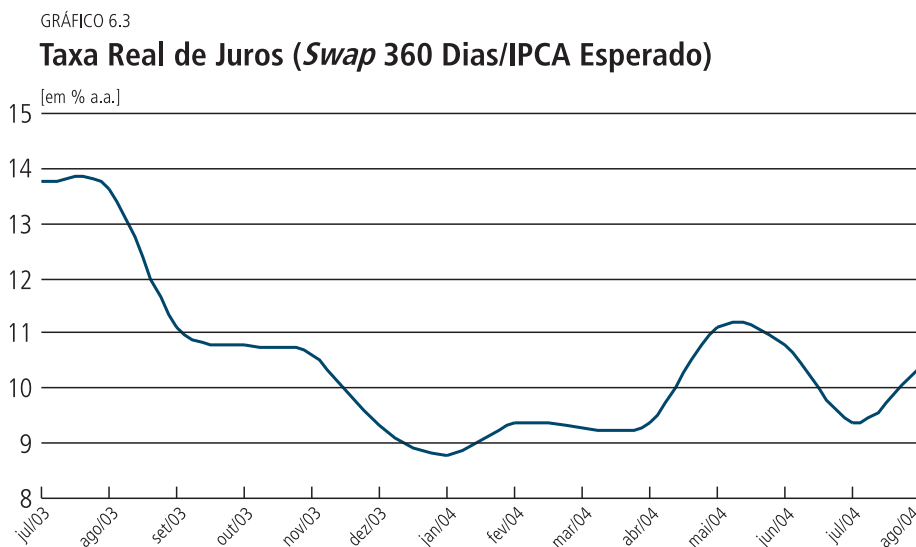


Fonte: BMF. Elaboração: IPEA/GAC.

1. Conforme mediana das expectativas apuradas pelas instituições *Top Five* até o dia 27 de agosto.

de 17,26% a.a. em julho, a curva da LTN projetava, no final de agosto (dia 31), uma taxa de 18,3% a.a. para os próximos 12 meses.

O aumento das taxas de juros nos contratos futuros provocou a elevação da taxa real de juros projetada. Tomando como base a curva do *swap* di-pré de 360 dias (média mensal) deflacionada pelo IPCA estimado para os 12 meses seguintes, a taxa real de juros *ex ante* subiu de 9,4% a.a. em julho deste ano para 10,4% a.a. no final de agosto (Gráfico 6.3). Por outro lado, a expectativa de que o juro básico americano aumente de forma mais lenta nos próximos meses ameniza parcialmente a deterioração das expectativas em relação ao aumento dos juros da economia brasileira.



Fonte: Bacen e BMF. Elaboração: IPEA/GAC.

No curto prazo, existe incerteza quanto à evolução dos preços administrados ao longo dos próximos meses. Estima-se que, diante da sustentação do preço do barril na vizinhança de US\$ 40 a US\$ 45, haveria a necessidade de um novo reajuste do preço doméstico da gasolina de 10% a 20%. Definido esse reajuste e sua data, o Bacen poderá avaliar de forma mais criteriosa os impactos secundários associados ao aumento da inércia inflacionária, assim como o modo de combatê-lo. Além disso, deve-se ressaltar que o Bacen revisou para cima a projeção dos preços administrados de 6,0% para 6,3% para 2005, de acordo com o modelo de determinação endógena, que leva em conta variações sazonais e evolução do IGP, da taxa de câmbio e dos preços livres.

Aos números de hoje, há a percepção de que o cumprimento da meta central de 4,5% em 2005 é um objetivo ambicioso. Se o Bacen de fato persegue a meta central, então a probabilidade de aumento da taxa básica de juros fica maior, mesmo quando se considera que a trajetória de inflação é influenciada por um conjunto mais amplo de fatores. A utilização dos limites da banda de inflação é compatível com a flexibilidade do regime de metas, mas seu uso deve ocorrer apenas na presença de choques claramente identificáveis. Além disso, a autoridade monetária não deve deixar as expectativas de inflação subirem sistematicamente para uma taxa muito acima da meta, a ponto de comprometer a credibilidade da política monetária e reduzir sua eficácia.

AGREGADOS MONETÁRIOS

Analisando as séries dos agregados monetários, constata-se que a política monetária vem sendo mais expansionista nos últimos meses. A base monetária, pela média dos saldos diários, vem crescendo ininterruptamente desde abril deste ano acima da inflação mensal, acumulando uma variação em 12 meses de 8,5% até julho contra uma inflação, medida pelo IPCA, de 6,8% (Tabela 6.2). Deve-se ressaltar que, no período de maio a julho, a taxa de crescimento da média diária da base monetária acumulou uma variação de 8,0% contra uma inflação ao consumidor de 2,5%.

A expansão monetária esteve associada preponderantemente à baixa rolagem da dívida pública interna e ao menor impacto restritivo das contas públicas (Gráfico 6.4). De fato, entre maio e julho deste ano, as operações envolvendo títulos públicos provocaram uma ampliação da base monetária da ordem de R\$ 20,9 bilhões no sistema, significativamente

TABELA 6.2

Base Monetária e Inflação

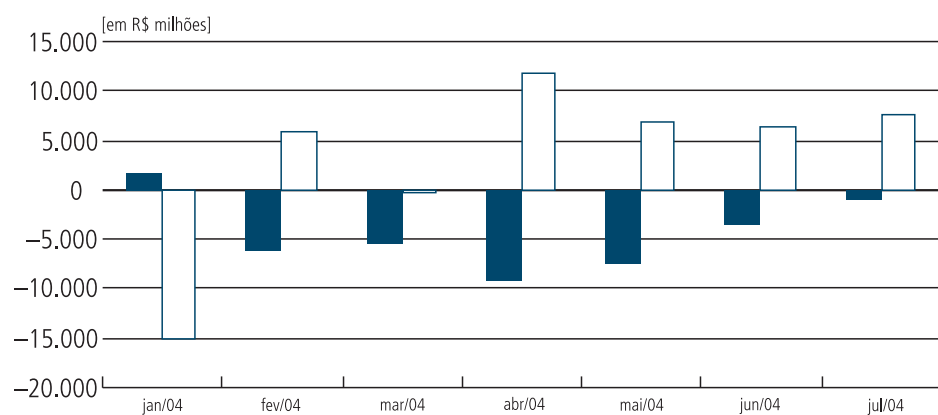
[variação em 12 meses (%)]

		Base Monetária	Inflação IPCA	Diferencial (Base/Inflação)
2003	Novembro	-0,6	11,0	-10,5
	Dezembro/03	1,3	9,3	-7,3
2004	Janeiro	2,8	7,7	-4,6
	Fevereiro	7,3	6,7	0,6
	Março	-3,7	5,9	-9,1
	Abril	1,0	5,3	-4,0
	Maiο	3,6	5,2	-1,5
	Junho	7,7	6,1	1,5
	Julho	8,5	6,8	1,6

Fontes: Bacen e IBGE. Elaboração: IPEA/GAC.

GRÁFICO 6.4

Fatores Condicionantes da Base Monetária — Fluxos Acumulados no Mês

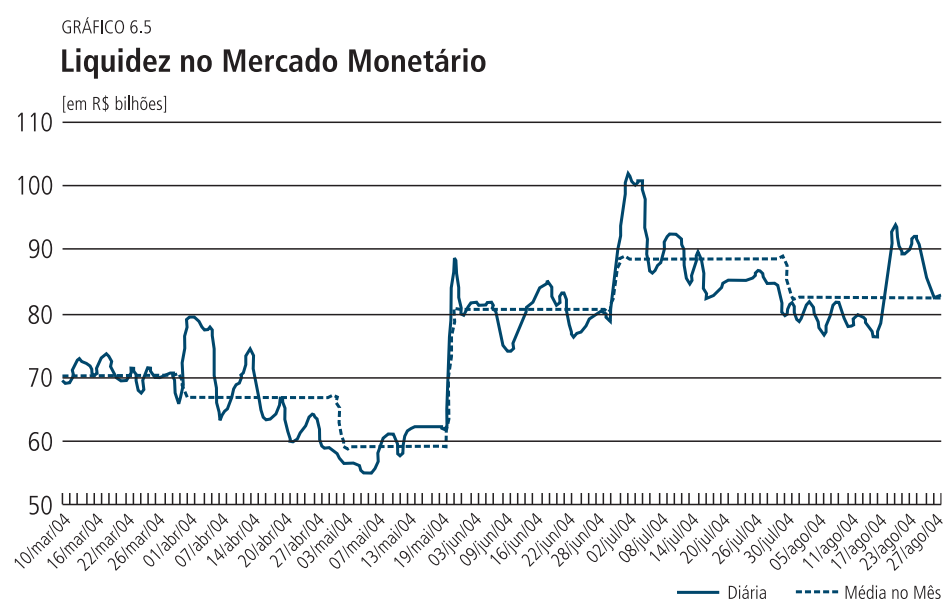


Fonte: Bacen. Elaboração: IPEA/GAC.
^a não inclui operações com títulos.

■ Tesouro Nacional^a □ Operações com Títulos Públicos Federais

superior às operações contracionistas do setor externo (de apenas – R\$ 17 milhões) e do Tesouro Nacional (– R\$ 11,9 bilhões).

Com o propósito de equilibrar a liquidez do mercado de reservas bancárias e administrar a taxa Selic, o Bacen continuou durante o terceiro trimestre a realizar operações compromissadas² prefixadas de curtíssimo prazo, com prazo de três meses e pós-fixadas com prazo de duas semanas, bem como operações de nivelamento ao final do dia. Em julho, o saldo líquido de financiamentos tomados pelo Bacen com prazo de até um mês registrou uma redução, passando de R\$ 46,5 bilhões para R\$ 32,8 bilhões, em virtude do aumento do volume financeiro das operações compromissadas com prazo de três meses. No final de agosto (dia 27), essas operações se situavam em R\$ 82,9 bilhões, após ter atingido uma média diária de R\$ 88 bilhões em julho (Gráfico 6.5).



CRÉDITO

O crescimento mais robusto da atividade econômica interna tem-se refletido na evolução das operações de crédito. Com a consolidação da expansão dos postos de trabalho e da massa salarial, a demanda de crédito vem subindo, aliado às condições mais favoráveis do mercado — como o recuo do *spread* bancário e da inadimplência. Quanto às condições relacionadas à oferta de crédito, assinala-se a manutenção da trajetória decrescente das taxas ativas. Esse comportamento é mais intenso nas operações com pessoas físicas, que vem sendo influenciado pelo aumento da participação relativa dos empréstimos em consignação, que envolvem menor risco e portanto contribuem para o recuo dos custos na carteira de crédito das instituições financeiras. O volume total de crédito doméstico como proporção do produto interno bruto (PIB) nos últimos 12 meses encerrados em julho deste ano aumentou de 25% para 26,2%. Na mesma comparação, o volume de crédito com recursos livres destinado às pessoas físicas passou de 5,4% do PIB para 5,9% do PIB (Tabela 6.3).

2. Por meio dessas operações, 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.

TABELA 6.3

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

	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 Julho	13,9	9,6	0,5	1,0	25,0
2004 Janeiro	14,3	10,1	0,6	1,0	26,0
Março	14,4	9,7	0,6	1,0	25,7
Junho	14,9	9,6	0,6	1,1	26,1
Julho	14,9	9,5	0,6	1,1	26,2

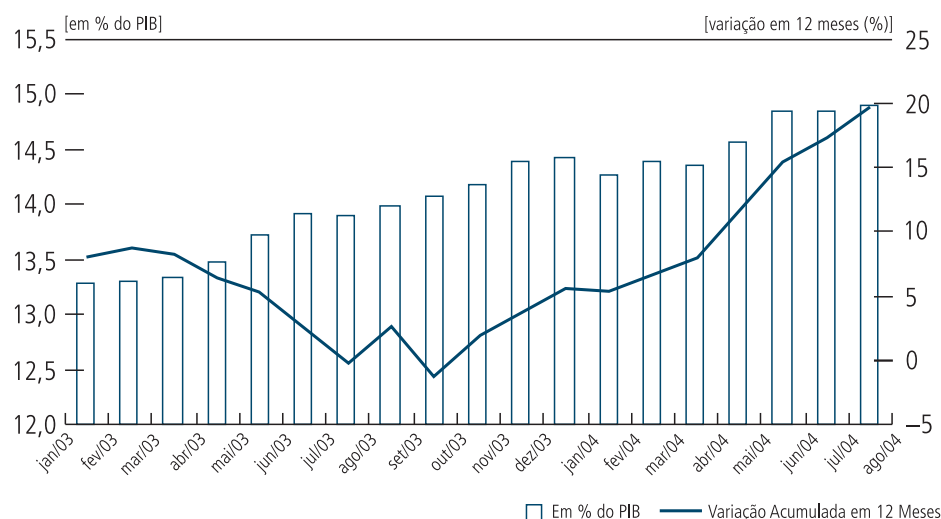
Fonte: Bacen.

^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 Referem-se a créditos a taxas de juros administradas.^c Inclui administração direta, indireta e atividades empresariais.

Em percentual do PIB, o aumento do volume de crédito não parece muito significativo. De fato, o crédito concedido com recursos livres registrou uma elevação de 1,2 ponto percentual do PIB nos últimos 12 meses encerrados em julho, e desde maio deste ano essa relação mantém-se praticamente estável em 15%. Mas isso deve ser relativizado, considerando que esse PIB apurado pelo Bacen,³ cresceu 9,9% nos últimos 12 meses. Observando as séries em valor, constata-se que o volume total de crédito (com recursos livres) cresceu 17,5% entre junho de 2003 e junho de 2004, e com recursos concedidos para pessoas físicas, em 21,5% (Gráfico 6.6)

É a estrutura a termo das taxas de juros que repercute efetivamente no custo do crédito na economia, que vinha mantendo a tendência de queda das taxas até meados do segundo trimestre. Essa trajetória foi interrompida com a deterioração das projeções de inflação aliada à perspectiva do Bacen de manter a taxa básica de juros em 16% a.a. até o final deste

GRÁFICO 6.6

Operações de Crédito com Recursos Livres

Fonte: Bacen. Elaboração: IPEA/GAC.

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

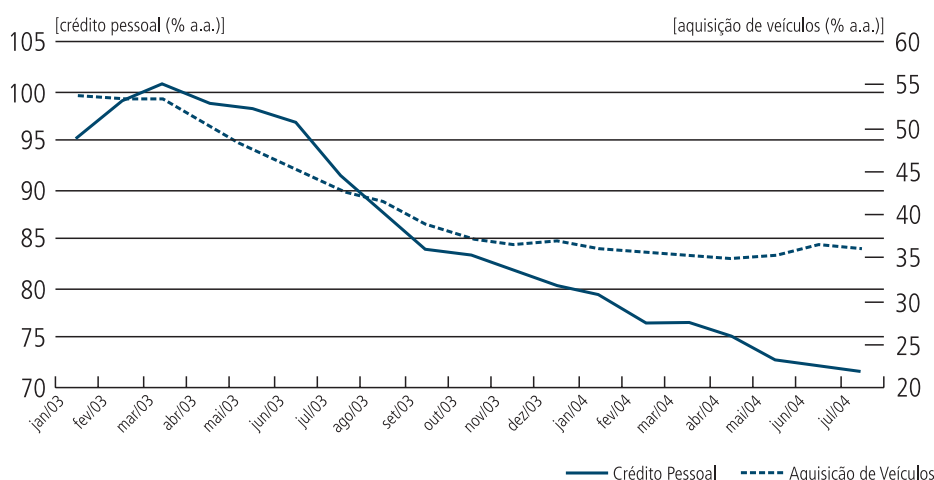
ano. Entre maio e agosto,⁴ as taxas médias do *swap* di-pré de 180 e 360 dias passaram, respectivamente, de 16,7% para 16,9% e de 17,7% para 17,8%, provocando a redução dos juros cobrados no crediário (Gráfico 6.7).

Espera-se que, quanto mais longas as operações de determinada modalidade de crédito, mais importantes sejam as taxas longas na determinação do seu custo. Por exemplo, a aquisição de veículos é a operação de financiamento com taxas prefixadas com maior prazo médio, equivalente a 506 dias, e os números sugerem que essa taxa adere à taxa do *swap* di-pré de 360 dias. No caso das taxas das operações com crédito pessoal, constata-se uma correlação mais acentuada com o *swap* di-pré de 180 dias.

O *spread* bancário mantém a trajetória de queda, porém em ritmo inferior ao verificado no segundo semestre do ano passado, possivelmente associado à manutenção da taxa básica de juros entre maio e agosto deste ano (Tabela 6.4). O *spread* das pessoas físicas recuou de 47,9% em abril para 45,3% em julho. O recuo do *spread* da pessoa jurídica, que passou de 14% para 13% na mesma comparação, tem sido menos acentuado. Os números sugerem que o recuo mais significativo do *spread* das pessoas físicas vem acompanhando a continuidade

GRÁFICO 6.7

Taxas de Juros Prefixadas — Operações de Crédito com Recursos Livres para Pessoa Física



Fonte: Bacen. Elaboração: IPEA/GAC.

TABELA 6.4

Spread Médio em Pontos Percentuais

	Spread Total	Pessoa Física	Pessoa Jurídica
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
2º Trim./2004	27,7	46,0	13,4
Julho de 2004	27,2	45,3	13,0

Fonte: Bacen.

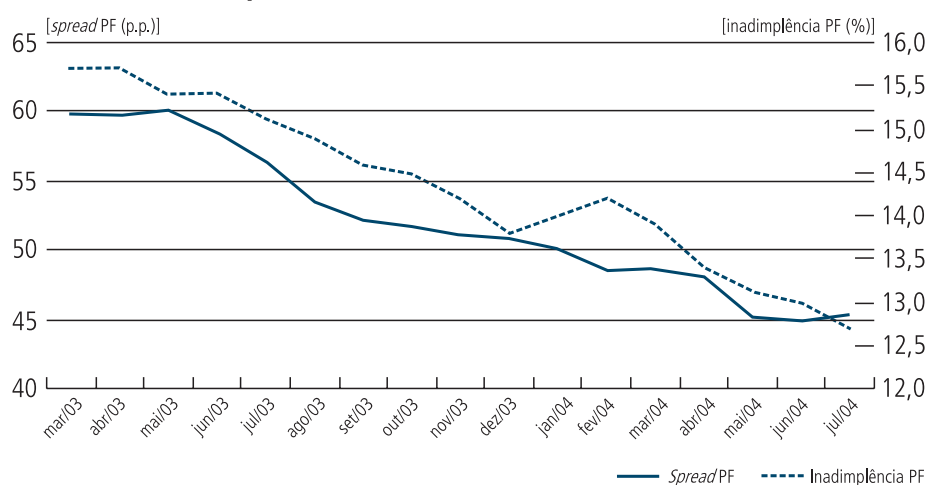
4. Até o dia 20. Fonte: Bacen.

da queda da taxa média de inadimplência nesse segmento, que atingiu o percentual de 12,7% em julho, mais de dois pontos percentuais abaixo do verificado no mesmo período do ano passado, que foi de 15,1% (Gráfico 6.8).

A partir de agosto, verificou-se um novo movimento de alta das taxas de juros mais longas, refletindo as preocupações em torno da trajetória da inflação e o cumprimento da meta central do próximo ano. Essa alta deverá repercutir gradativamente nas taxas cobradas no crediário, e assim, dependendo de sua intensidade e duração, poderá desacelerar ou até mesmo interromper o ritmo de queda da inadimplência e, por tabela, os níveis de *spreads* bancários.

GRÁFICO 6.8

Operações de Crédito com Pessoas Físicas — *Spread* Bancário e Taxa de Inadimplência



Fonte: Bacen. Elaboração: IPEA/GAC.