

6 POLÍTICA MONETÁRIA E CREDITÍCIA

A política monetária nos últimos meses esteve pautada pelo objetivo principal de promover a convergência da inflação para a meta de 5,1% ajustada pelo Bacen [a meta original de 2005 foi fixada em 2003 pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) em 4,5%, mesmo valor estabelecido também para 2006, embora com intervalo de tolerância menor]. É esse objetivo que tem guiado as decisões do Comitê de Política Monetária (Copom) nas suas reuniões mensais para definir a taxa Selic, levando em conta o comportamento corrente e previsto da demanda agregada, eventuais choques de preços e sua propagação pelo sistema econômico e a evolução das expectativas em relação à inflação futura. A Selic aumentou sistematicamente em todas as reuniões desde setembro. Esse ciclo de alta começou quando a taxa se encontrava em 16,00% a.a., encontrando-se atualmente em 18,75% a.a.

As iniciativas da autoridade monetária não foram, porém, suficientes, até o momento, para afetar, com a intensidade desejada, a tendência da inflação propriamente dita e as expectativas inflacionárias, conforme captadas pela sondagem semanal junto a instituições de mercado (Pesquisa Relatório de Mercado, Tabela 6.1). De fato, ainda que com pequenas oscilações, a mediana das expectativas de variação do IPCA para 2005 tem se conservado em torno de 5,7%, e a média dos denominados *Top Five* de médio prazo, a rigor, chegou até mesmo a aumentar, em relação ao final de 2004. A dificuldade de atingir a meta de 5,1% em 2005 fica clara quando se considera que ela implica uma inflação mensal média de apenas 0,41%, quando a média dos indicadores de núcleo do IPCA — médias aparadas, por exclusão e núcleo calculado pelo IPEA, com base na reponderação dos pesos como função inversa da variância das taxas de inflação mensal — mantém-se sistematicamente acima de 0,6% ao mês há três meses consecutivos.

A Tabela 6.2 fornece uma idéia dos desafios envolvidos, mostrando as taxas de variação dos preços livres que seriam necessárias para atingir a meta de 5,1% na presença de uma variação dos preços administrados igual à esperada pelo Bacen e pelo mercado. Os preços livres teriam de aumentar a uma média mensal em 2005 entre 0,34% e 0,37% — dependendo

TABELA 6.1
EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO PARA 2005 — RELATÓRIO DE MERCADO
[em %]

Data	Mercado		Top Five (Curto Prazo)		Top Five (Médio Prazo)	
	Mediana	Média	Mediana	Média	Mediana	Média
24/set.	5,80	5,84	5,80	6,02	5,80	5,70
30/dez.	5,70	5,74	5,80	5,75	5,64	5,59
25/fev.	5,68	5,70	5,68	5,79	5,64	5,69

Fonte: Bacen.

TABELA 6.2
IPCA: REQUISITO DE VARIAÇÃO DOS PREÇOS LIVRES PARA CUMPRIR A META DE INFLAÇÃO DE 5,1% EM 2005
 [em %]

Hipótese	Preços Administrados	Preços Livres	
		Ano	Ao Mês
Bacen	6,7	4,5	0,37
Mercado	7,7	4,1	0,34
Memo: 2004	10,2	6,5	0,53
Jan. 2004 (% Mês)	0,84		0,73
Out.-Dez. 2004 (% Mês)	1,21		0,43
Jan. 2005 (% Mês)	0,51		0,61

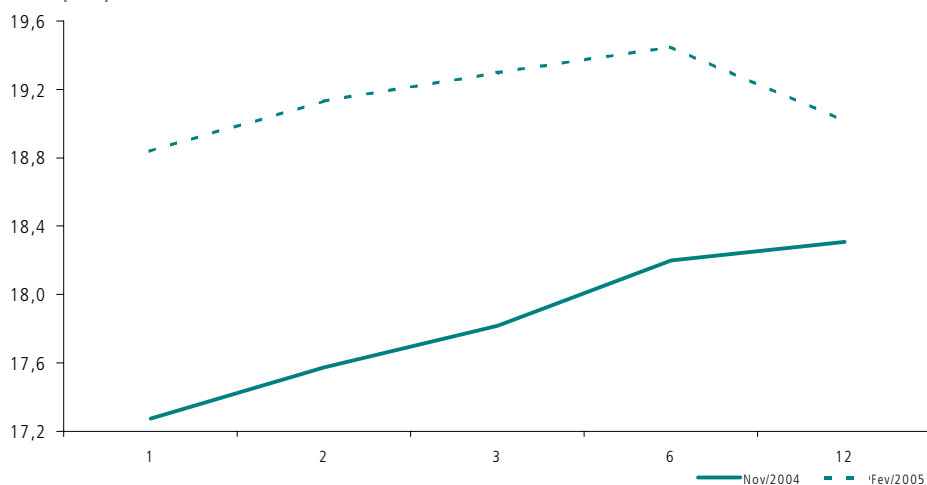
Fontes: Relatório de Inflação (dezembro de 2004) e IBGE.

da hipótese adotada em relação aos preços administrados —, desempenho não-trivial considerando que na média dos últimos quatro meses essa variação foi da ordem de 0,45% ao mês.

A evolução da estrutura a termo da taxa de juros acompanhou, como não poderia deixar de ser, a trajetória da taxa de juros definida pelo Bacen, mas os *spreads* entre as taxas curta e longa têm oscilado. A mudança da estrutura a termo em relação à situação vigente há três meses — por ocasião da elaboração do último número deste *Boletim* — capta dois elementos. Por um lado, naturalmente, o maior juro de curto prazo em relação ao vigente em novembro, o que deve ter deslocado toda a curva de rendimento para cima. Por outro, a inclinação da curva de rendimento depende também do momento no qual o mercado estima que o ciclo de alta será concluído e o ingresso no horizonte de previsibilidade de 6 a 12 meses à frente da perspectiva de inversão desse processo. Conseqüentemente, a curva de juros a termo tende, nesse quadro, a se tornar mais “achatada”, como pode ser visto pelas taxas dos títulos prefixados (LTN) das estatísticas da Andima (Gráfico 6.1). Esse é o primeiro passo para assumir uma inclinação inversa, uma vez que, daqui a alguns meses, a possibilidade de declínio dos juros a partir do segundo semestre estará mais próxima.

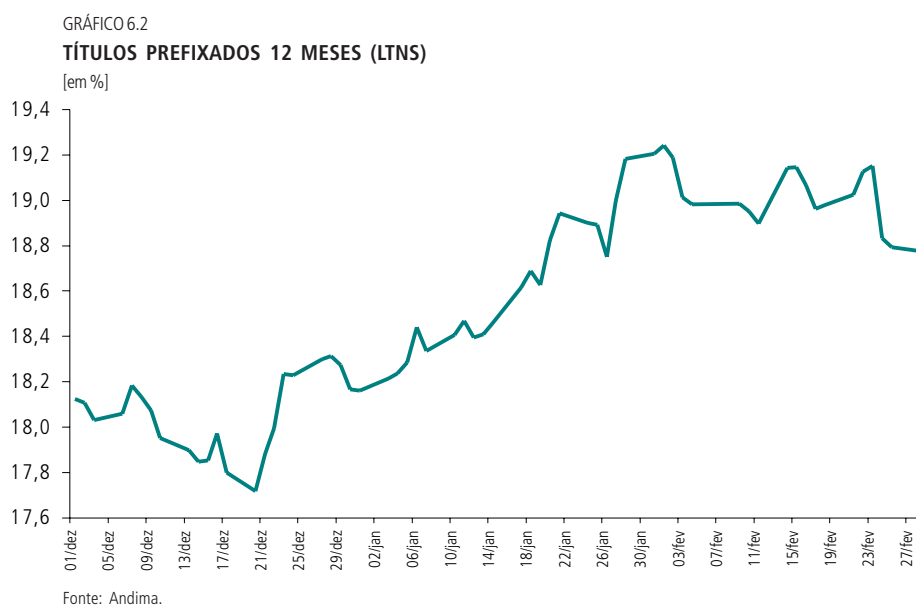
A taxa nominal de 12 meses, especificamente, indicador por excelência das previsões de mercado, tem aumentado ao longo dos meses, refletindo dois movimentos. Por um lado,

GRÁFICO 6.1
ESTRUTURA A TERMO DA TAXA DE JUROS
 [em %]



Fonte: Andima.

a incorporação nos primeiros meses da projeção de uma perspectiva de taxa de juros progressivamente maior à medida que os meses foram passando. E, por outro, a maior incerteza acerca da duração da fase de aperto, já que a percepção de que os juros poderiam cair rapidamente uma vez encerrado o ciclo de alta foi perdendo força à medida que o Bacen passou a dar indicações claras através das atas mais recentes do Copom de que as taxas devem permanecer elevadas por vários meses. Ainda assim, o movimento mais recente tem sido de tendência à estabilização da taxa Selic, e até mesmo de queda das taxas mais longas, principalmente depois da divulgação da ata do Copom de fevereiro, onde o tom foi um pouco mais moderado, pelo menos no que se refere à sua percepção quanto à trajetória da inflação. A taxa de 12 meses encontrava-se em 18,8%, de acordo com a última informação disponível, no momento de fechamento deste *Boletim* (Gráfico 6.2).



Um corolário importante da conjugação de juros nominais em alta em relação a 2004, com uma inflação que, mesmo que fique algo acima da meta, deverá ser inferior à do ano passado, é um aumento expressivo da taxa de juros real da economia. Embora a taxa relevante para as decisões dos agentes econômicos seja a taxa real *ex ante* (ver Gráfico 6.3) esperada à luz das expectativas inflacionárias, há um efeito colateral importante das decisões, que não pode ser ignorado e que diz respeito às conseqüências disso sobre a política fiscal. Para esta, o que importa é a taxa de juros real *ex post*, ou seja, a taxa nominal deflacionada pela inflação observada, que é a variável que afeta a dinâmica da dívida pública (Tabela 6.3).

Nesse sentido, um elemento que explica parte da queda observada no indicador da relação dívida pública/PIB em 2004 — a taxa de juros Selic, que em termos reais, deflacionada pelo IPCA, caiu de 13% em 2003 para 8% em 2004 — atuará com sinal oposto em 2005, uma vez que, se a taxa de juros nominal se situar em torno de 18% na média anual, estaríamos lidando novamente com uma taxa de juros real no intervalo, provavelmente, de 11,5% a 12,0%, muito acima do nível registrado no ano passado. Observando-se certo paralelo entre os movimentos e oscilações da taxa de juros real nos últimos anos com a despesa de juros reais — do conceito das NFSP operacionais — e o PIB, conclui-se que há riscos de que o processo de redução da relação dívida pública/PIB seja contido no ano em curso, especialmente se, como se espera, em 2005 o superávit primário diminuir como proporção do PIB.

GRÁFICO 6.3

TAXA REAL DE JUROS

[Swap 360 dias/IPCA esperado para os próximos 12 meses (%)]



TABELA 6.3

TAXA DE JUROS REAL E DESPESA DE JUROS — CONCEITO OPERACIONAL

Ano	Selic Real (%) ^a	Juros Reais (% do PIB)
1998	26,7	7,4
1999	15,3	4,3
2000	10,8	4,6
2001	9,0	4,7
2002	5,9	1,3
2003	12,9	7,1
2004	8,0	3,2

Fonte: Bacen.

^a Deflator: IPCA.

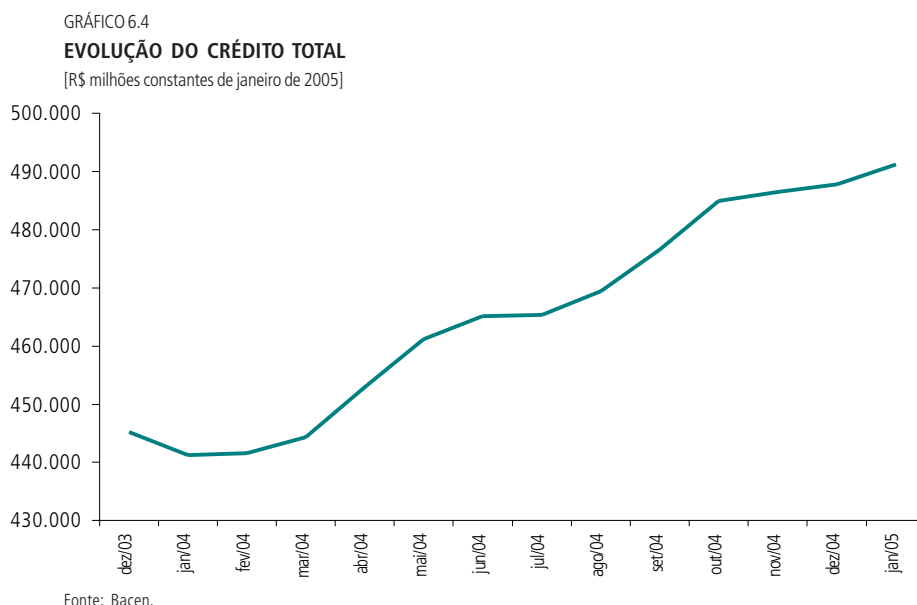
Ao mesmo tempo, o objetivo das autoridades monetárias de atingir uma inflação de 5,1% e a influência que a reafirmação desse objetivo por parte do Bacen busca exercer sobre as expectativas dos agentes econômicos serão prejudicados por dois fatores, em relação ao cenário que se tinha por ocasião do último Relatório de Inflação, de dezembro. Primeiro, o fato de a inflação de 2004 ter sido de 7,6% e não de 7,4%, como estava previsto no Relatório. E segundo, a pressão dos reajustes no começo do ano, também ligeiramente maiores do que os previstos naquela ocasião. O resultado é que, assumindo uma inflação mensal média de 0,6% para fevereiro e março, a variação acumulada em 12 meses em março será da ordem de 7,5%, em vez dos 7,1% previstos no Relatório de dezembro, gerando uma inércia maior a ser combatida através da ação da política monetária, com os efeitos já indicados sobre a dívida pública. A conclusão é que, dada a prioridade atribuída pelo governo ao combate à inflação, a dinâmica da dívida pública demandaria, a rigor, um aumento do superávit primário, em vez da redução do mesmo prevista para 2005.

Um outro elemento importante que deve ser considerado é a trajetória das variáveis ao longo do tempo. No momento, há uma pressão sobre a moeda doméstica, que se apreciou significativamente em termos reais nos últimos meses *vis-à-vis* o dólar, em um contexto marcado pela existência de taxas de juros extremamente elevadas no Brasil, com taxas externas

muito baixas. Nos próximos 18 a 24 meses, porém, a tendência é de que a direção desses movimentos mude, com as taxas domésticas caindo e as taxas de juros dos *Fed funds* aumentando. Nesse horizonte de tempo, portanto, será importante que o país melhore os seus indicadores — através da redução do risco país — de modo a evitar pressão sobre a cotação do dólar, se o diferencial de juros entre as taxas domésticas e internacionais vier a diminuir, o que tornaria recomendável avançar no processo de redução das NFSPs, aprofundando o movimento observado em 2004.

CRÉDITO

As operações de crédito do sistema financeiro atingiram R\$ 491 bilhões em janeiro de 2005, representando 26,4% do PIB, com um ligeiro aumento em relação aos 25,4% registrados em janeiro do ano passado (Gráfico 6.4).¹



Ao longo do ano passado, houve uma expansão contínua do crédito, particularmente forte nos primeiros meses do ano e depois retomada com força a partir do final do terceiro trimestre. No conjunto, o crescimento real do estoque de crédito, deflacionado pelo IPCA, foi de 9,6% (Tabela 6.4).

A estatística da taxa de variação real em 12 meses foi aumentando ao longo do ano, até setembro. No final do ano, embora tenha havido uma expansão significativa do crédito, o fato de não se ter repetido a expansão com a intensidade observada no último trimestre de 2003 — quando a economia estava no início da recuperação — fez com que a taxa de crescimento real do crédito em 12 meses caísse de 11,3% em setembro para 9,6% em dezembro. Em janeiro, a mesma taxa voltou a crescer 11,3%.

Em 2004, esse processo foi dominado pelas operações com recursos livres, que se expandiram 12,5% reais, ainda que um pouco menos do que nos 12 meses encerrados em

1. Cabe ressaltar, porém, que essa estatística sofre das mesmas deficiências que o cálculo da relação oficial dívida pública/PIB, que utiliza o IGP como o mecanismo de ajuste para computar o PIB a preços do final de período, o que aumenta artificialmente o valor do denominador nas fases em que o IGP se “descola” do IPCA. Isso significa que o procedimento adotado deprime em parte o coeficiente das variáveis de estoques financeiros em relação ao PIB.

TABELA 6.4
TAXAS DE VARIAÇÃO REAL DO CRÉDITO — 12 MESES^a
 [em %]

Composição	Dez. 2003	Mar. 2004	Jun. 2004	Set. 2004	Dez. 2004	Jan. 2005
Total	-0,8	3,5	9,6	11,3	9,6	11,3
Recursos Livres	-3,4	2,0	10,7	14,2	12,5	15,1
Pessoas Físicas	5,8	11,4	14,6	17,8	19,5	21,5
Crédito Pessoal	13,6	21,4	27,4	29,6	32,3	35,2
Aquisição de Veículos	1,9	12,6	16,7	18,4	18,0	18,7
Outros	2,4	0,5	0,0	4,9	7,0	9,5
Pessoas Jurídicas	-8,6	-3,5	8,2	11,9	8,0	10,9
Recursos Direcionados	3,5	4,6	5,3	4,9	2,7	4,2
Habitação	-2,2	0,1	-1,3	-2,4	-2,5	-1,2
Rural	18,4	20,7	17,7	14,9	14,5	15,1
BNDES	-1,6	-1,3	2,1	3,1	-0,9	0,8
Outros	18,9	12,6	-12,6	-19,1	-17,2	-11,5
Leasing	-12,5	9,8	23,7	33,6	44,0	35,5
Setor Público	1,7	11,9	32,5	21,3	19,1	14,9

Fonte: Bacen.
^a Deflator: IPCA.

setembro, quando chegaram a crescer 14,2%. Por sua vez, nesse segmento destaca-se o crescimento de 19,5% do crédito às pessoas físicas, liderado pelo crédito pessoal — reflexo das novas modalidades de incentivo ao crédito implementadas pelo governo, como o crédito com desconto em folha que agora já atinge também os aposentados do INSS. O crédito pessoal aumentou 32,3% em termos reais, e foi seguido pelas operações para aquisição de veículos, que cresceram 18,0% — ambos com forte influência sobre o *boom* de venda de bens de consumo duráveis, e de automóveis em particular, no ano passado.

Em termos dos recursos direcionados, que tinham se expandido em 2003 em um contexto de estagnação do crédito total, houve uma inversão, pois o crescimento desse segmento em 2004 foi menor do que no ano anterior, com uma expansão de apenas 2,7%. Essa média do conjunto, porém, reflete situações muito diferenciadas entre si, desde a queda do valor real das operações de crédito do BNDES até a forte expansão de 14,5% do saldo das operações para o setor rural. Cabe chamar a atenção, também, para o ocorrido com as operações de *leasing*, cujo estoque de crédito aumentou nada menos que 44,0% em 2004.

Uma avaliação mais cuidadosa, porém, do impacto relativo de cada um desses itens requer uma análise do peso específico de cada uma dessas rubricas na composição do volume total de crédito da economia. Nesse sentido, é útil notar a evolução dessa estrutura do crédito, mostrada na Tabela 6.5.

A tabela mostra o predomínio das operações com recursos livres, onde se destacam o aumento das operações de crédito pessoal de 7,4% do total em 2003 para 9,0% do total um ano depois; o incremento da parcela destinada à aquisição de veículos, de 7,3% para 7,8% do conjunto no mesmo período; e a queda da participação do BNDES, de 22,1% para 20,0% nesse intervalo.

TABELA 6.5
COMPOSIÇÃO DO ESTOQUE DE CRÉDITO DA ECONOMIA
 [em %]

Composição	Dez. 2003	Mar. 2004	Jun. 2004	Set. 2004	Dez. 2004	Jan. 2005
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Recursos Livres	54,5	55,6	56,6	56,6	56,0	56,6
Pessoas Físicas	21,4	22,4	22,5	22,9	23,4	23,8
Crédito Pessoal	7,4	7,9	8,3	8,6	9,0	9,1
Aquisição de Veículos	7,3	7,7	7,6	7,6	7,8	7,9
Outros	6,7	6,8	6,7	6,7	6,6	6,8
Pessoas Jurídicas	33,1	33,2	34,1	33,7	32,6	32,7
Recursos Direcionados	39,7	38,1	36,8	36,6	37,2	36,7
Habitação	5,6	5,6	5,3	5,1	5,0	5,0
Rural	10,9	10,9	10,8	10,9	11,4	11,3
BNDES	22,1	20,9	20,0	19,8	20,0	19,7
Outros	1,0	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7
Leasing	2,2	2,4	2,4	2,6	2,9	2,9
Sector Público	3,6	3,9	4,2	4,2	4,0	3,9

Fonte: Bacen.

Em termos da evolução da taxa de juros, houve certa estabilidade do custo ao tomador final ao longo de 2004. Nesse contexto, porém, como as taxas de captação subiram modestamente durante o ano, houve queda dos *spreads*, que, no caso das operações com pessoas físicas a partir de recursos livres, caíram de 51% a.a. em dezembro de 2003 para 44% a.a. um ano depois. Nas operações prefixadas, os juros do crédito pessoal caíram de 65% a.a. em dezembro de 2003, para 53% a.a. em dezembro de 2004 e os da aquisição de veículos, de 21% a.a. para 18% a.a. no mesmo período. A redução dos *spreads* pode ser explicada, em parte, pela queda observada nos índices de inadimplência. Entre as pessoas físicas, a inadimplência acima de 90 dias caiu de 7,4% para 6,2% entre janeiro de 2004 e janeiro de 2005, enquanto para as empresas essa queda foi de 2,2% para 1,8%.

AGREGADOS MONETÁRIOS

A base monetária em janeiro alcançou R\$ 83,5 bilhões, o M1 foi contabilizado em R\$ 119,4 bilhões e o M4, em R\$ 1,12 trilhão. Ao longo de 2004 as taxas de crescimento nominal dos agregados monetários chegaram a causar alguma apreensão, por superarem muito a inflação, e janeiro de 2005 continuou a mostrar taxas elevadas (Tabela 6.6).

Porém, como o Gráfico 6.5 sugere, exemplificando com o M1 em percentual do PIB desde 1980, o crescimento real dos agregados monetários parece estar agora apenas recompondo os níveis de 2001-2002, alcançados após longo processo de monetização da economia iniciado em 1994, com a estabilização de preços. Uma vez passada a turbulência eleitoral de 2002, os agregados monetários estão voltando aos níveis anteriores em termos reais e, por isso, subindo mais do que a inflação. É de se esperar que ao longo de 2005 e 2006 as taxas de crescimento dos agregados diminuam e se aproximem mais da inflação, não se descartando que continuem acima, para manter o mesmo percentual do PIB já alcançado, ou mesmo para continuar crescendo em proporção do PIB, o que a série histórica não desautoriza.

TABELA 6.6
AGREGADOS MONETÁRIOS
 [variação em 12 meses (%)]

Composição	Dez. 2003	Mar. 2004	Jun. 2004	Set. 2004	Dez. 2004	Jan. 2005
Base Monetária	-0,1	-4,4	6,5	26,5	21,2	21,1
M1	1,7	12,2	19,7	28,7	16,7	21,7
M4	18,9	20,5	21,4	19,1	15,8	15,3

Fonte: Bacen.

GRÁFICO 6.5
M1 COMO % DO PIB: MÉDIAS ANUAIS — 1980-2004

