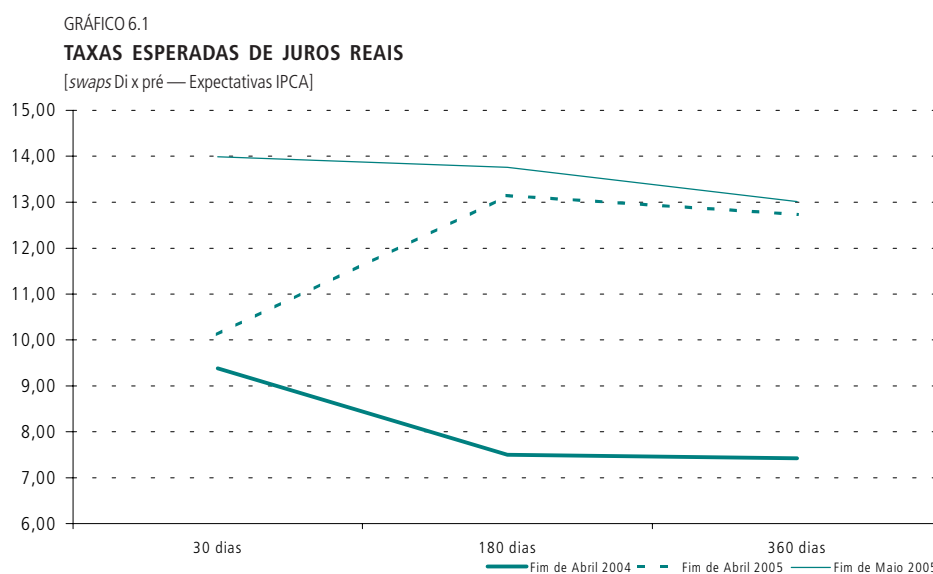


6 POLÍTICA MONETÁRIA E CREDITÍCIA

A política monetária continua defrontando-se com os vários desafios associados à necessidade de satisfazer um conjunto variado e nem sempre consistente de objetivos. Por um lado, as premissas de seu funcionamento priorizam o combate à inflação pelo controle da demanda agregada, ainda que, como na atual conjuntura, as fontes de pressão inflacionária reflitam, em boa parte, choques de oferta localizados. Por outro, a elevação das taxas de juros, enquanto meio mais imediato de controle da demanda agregada, pode entrar em conflito com o objetivo mais permanente da política econômica, de queda contínua da relação dívida pública/Produto Interno Bruto (PIB), em função de suas implicações negativas, seja para a evolução das contas públicas, seja para o ritmo de crescimento do produto. Nesse sentido, da perspectiva do combate à inflação, os benefícios da política monetária devem ser avaliados a partir dos efeitos líquidos do aumento dos juros sobre dois fatores: a demanda agregada e as expectativas de mercado quanto ao cumprimento da restrição orçamentária intertemporal do governo.

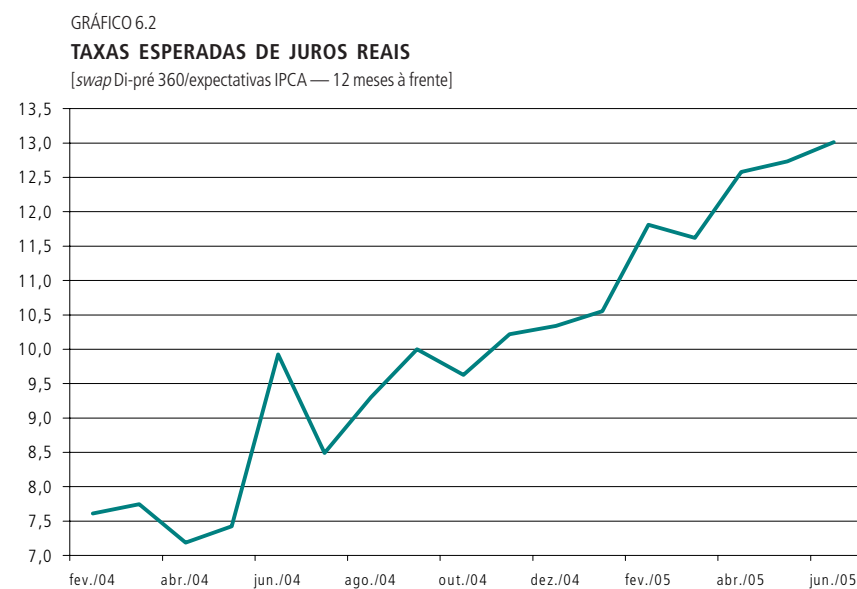
As expectativas das taxas de juros de prazo mais longo são consideradas o principal canal de influência da política monetária sobre a demanda agregada e, por isso mesmo, constituem objeto privilegiado da autoridade monetária quando das decisões do Comitê de Política Monetária (Copom) referentes ao rumo da taxa Selic e da divulgação de suas justificativas em atas. Recentemente, as taxas nominais de juros embutidas nos *swaps* Di x pré passaram a exibir uma trajetória de crescente volatilidade, com um efeito singular sobre a estrutura a termo das taxas de juros: sua curva adquiriu o formato de um instável U invertido, indicando a presença de expectativas de manutenção transitória (porque julgada insustentável) do elevado patamar dos juros na economia (Gráfico 6.1).



Não obstante a elevação gradual das expectativas de inflação, os deslocamentos verificados na taxa de juros de 12 meses acabaram gerando, desde o final do segundo trimestre de 2004, uma tendência de elevação da taxa real de juros *ex ante*, cujos níveis médios oscilaram entre os quase 8% observados no início do ano passado, até o patamar de quase 13% verificados mais recentemente (Gráfico 6.2).¹

Por outro lado, em função da instabilidade e das defasagens presentes na relação entre as mudanças nas variáveis monetárias e a concretização de seus efeitos sobre as variáveis econômicas reais, seria de se esperar que esses movimentos, mais cedo ou mais tarde — e ainda que sem resultados significativos do ponto de vista da convergência das expectativas às metas inflacionárias em 2005 — acabassem exercendo sua influência negativa sobre a dinâmica da atividade econômica. De fato, a maior parte dos indicadores de nível de atividade divulgados recentemente (incluindo os surpreendentes saldos comerciais) aponta para a ocorrência de uma trajetória geral de desaceleração desta última, ainda que de forma desequilibrada entre os setores.

Do ponto de vista das necessidades de financiamento do governo, o impacto dos aumentos sistemáticos da taxa Selic é amplificado pelo perfil vigente de concentração de títulos de curto prazo na dívida pública mobiliária. Aproximadamente, o ônus fiscal representado por tais aumentos pode ser inferido com base nos resultados fiscais já apurados e na hipótese de uma eventual corroboração pelos fatos das atuais expectativas de mercado para a taxa Selic em 2005. Nesse caso, o setor público consolidado não conseguirá maximizar os retornos líquidos derivados da expressiva redução em sua dívida como proporção do PIB, ocorrida entre os inícios dos anos de 2004 (cerca de 57%) e de 2005 (em torno de 51%). Vale dizer: o efeito benéfico da redução já registrada na relação dívida pública/PIB para a relação despesas reais com juros/PIB em 2005 será diluído ao final do ano, pela elevação da taxa Selic real efetiva (acumulada *ex post*) de 8% em 2004, para algo como 12% em 2005.



1. A elevação das taxas de juros de médio prazo (12 meses e *swap* Di-pré) em 2004 precedeu a alta da taxa Selic, porque correspondeu à reversão das expectativas de queda contínua desta última que se tinha formado no início de 2004, quando prevalecia uma clara inversão na estrutura a termo das taxas de juros, com as taxas longas em níveis inferiores aos das taxas de curto prazo.

Essa alta da taxa real de juros *ex post* (que onera a dívida pública) aponta, também, para um aumento anual do déficit corrigido pela inflação (cuja *proxy* é dada pelo conceito de déficit “operacional”) em 2005. A relevância desse aumento reside no fato de que, variações patrimoniais à parte, o déficit público corrigido pela inflação e a taxa real de crescimento acumulada do PIB constituem os determinantes únicos da trajetória no tempo da relação dívida pública/PIB.

A condução da política monetária envolve, portanto, nesse ambiente de elevada dívida pública, uma complexidade particular condicionada a dois fatores.

De um lado, há o reconhecimento de que a inflação brasileira atual continua elevada em termos relativos. Constata-se, nesse sentido, que nos últimos cinco anos:

- a inflação média anual nos Estados Unidos foi de aproximadamente 2,5%;
- a Coréia do Sul — país emergente com melhor desempenho econômico nas últimas três décadas — teve uma inflação média anual de aproximadamente 3%;
- no Chile — país com melhor desempenho econômico recente na região latino-americana — a inflação média anual foi inferior a 3%; e
- até Peru e Bolívia — países latino-americanos com históricos de episódios hiperinflacionários — tiveram inflação média anual na faixa de 2% a 3%.

Em outras palavras, quando se tem em conta os desempenhos econômicos recentes do país mais influente no mundo, do *standard* de excelência dos países emergentes, ou mesmo de países latino-americanos que já experimentaram casos de hiperinflação, a inflação brasileira — que nos últimos 12 meses acumula alta superior a 8% — pode ser considerada ainda elevada.

De outro lado, a complexidade da política monetária é condicionada, também, pelo reconhecimento de uma anomalia na circunstância de que o Brasil ainda convive com uma taxa anual de juros reais em torno de 12% no *overnight* — conforme se pode inferir dos resultados obtidos e das atuais expectativas de mercado para o ano em curso —, especialmente quando são considerados os pesados encargos financeiros que esse patamar da taxa básica de juros significa para a trajetória das contas públicas.

As considerações anteriores apontam para as dificuldades de manutenção da política monetária restritiva em curso. Na verdade, a combinação da percepção generalizada de esgotamento do ciclo vigente de aperto da política monetária, com a persistência dos sinais de uma inflação ainda não desprezível, aponta para as seguintes possibilidades:

a) Em primeiro lugar, os benefícios de uma política antiinflacionária que, em um futuro próximo, ao invés de repousar essencialmente no rigor da política monetária, recebesse um apoio mais significativo da política fiscal, no sentido da contenção dos gastos públicos.

b) Em segundo lugar, dependendo das circunstâncias e desde que seja preservada a trajetória declinante da taxa de inflação em 12 meses, para os benefícios de uma estratégia de redução do custo da dívida pública associada à ampliação do horizonte temporal requerido para a convergência da inflação à meta de 4,5%, o que reduziria a pressão sobre a política monetária derivada do compromisso com uma trajetória acelerada de desinflação.

CRÉDITO

De modo geral, durante os quatro primeiros meses de 2005, o crédito exibiu *performance* superior à observada em 2004. Com efeito, o crédito total registrou expansão real de 9,7% ao longo do ano passado, contra um incremento real de 11,5% nos 12 meses terminados em abril de 2005 (Gráfico 6.3), indicando um saldo líquido de final de período, nesse mês, da ordem de 27% do PIB.

Cabe destacar, na mesma base de comparação, o crescimento de 25,2% dos créditos com recursos livres às pessoas físicas e a elevação de 40,5% das operações de crédito pessoal, em função do *boom* do crédito consignado na economia (Tabela 6.1).

Uma avaliação do comportamento das variáveis constantes da Tabela 6.1 não pode prescindir do exame das magnitudes em termos de participação relativa: taxas expressivas incidentes sobre itens pouco significativos podem ter pouca relevância analítica para os resultados gerais da política monetária. Nesse sentido, a partir da Tabela 6.2, deve-se enfatizar o peso crescente no tempo do crédito às pessoas físicas e à queda gradual do peso relativo do crédito com recursos direcionados, embora este último item ainda represente quase 35% do estoque total de crédito na economia.

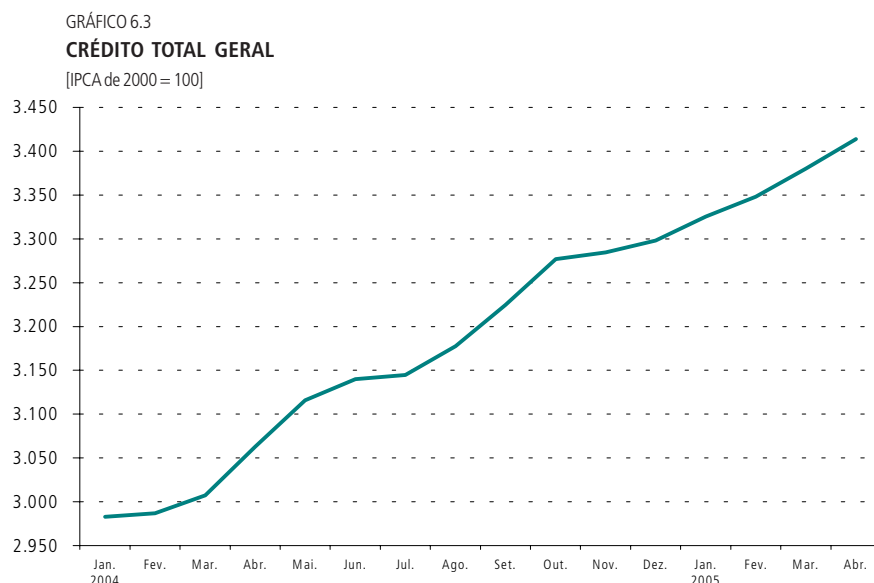


TABELA 6.1
TAXAS DE VARIAÇÃO REAL DO CRÉDITO — 12 MESES
[em %]

Período	Recursos Livres			Recursos Direcionados	Geral Total
	Pessoas Físicas	Pessoal	Total		
2004 Dezembro	19,6	32,5	12,6	2,9	9,7
2005 Janeiro	21,4	35,2	15,0	4,6	11,5
Fevereiro	23,2	37,3	15,8	4,8	12,1
Março	24,1	39,6	16,1	5,1	12,4
Abril	25,2	40,5	15,5	4,0	11,4

TABELA 6.2
OPERAÇÕES DE CRÉDITO DO SISTEMA FINANCEIRO — EVOLUÇÃO DA PARTICIPAÇÃO RELATIVA DOS SALDOS EM FINAL DE PERÍODO
 [em %]

Período	Recursos Livres ^a				Recursos Direcionados ^d						Opera- ções de Leasing	Setor Público ^f	Total Geral ^g	
	Pessoas Físicas	Pessoas Jurídicas ^b	Pessoas Jurídicas ^c	Total	Habi- tação	Rural	BNDES		Outros	Total				
							Direto	Repasses ^e						
2003 Dez.	21,41	21,42	11,67	54,50	5,62	10,90	10,39	11,74	22,14	0,99	39,65	2,20	3,64	100,00
2004 Jan.	21,83	21,08	11,78	54,69	5,60	10,89	10,41	11,37	21,78	0,92	39,19	2,35	3,78	100,00
Fev.	22,15	21,19	12,02	55,35	5,53	10,96	9,81	11,37	21,17	0,81	38,47	2,37	3,80	100,00
Mar.	22,44	21,08	12,12	55,64	5,57	10,90	9,89	10,97	20,87	0,74	38,08	2,38	3,90	100,00
Abr.	22,43	21,14	12,49	56,06	5,50	10,77	9,72	10,70	20,42	0,74	37,44	2,39	4,11	100,00
Mai	22,44	21,11	13,14	56,69	5,38	10,68	9,69	10,37	20,06	0,69	36,81	2,42	4,08	100,00
Jun.	22,48	21,54	12,58	56,60	5,32	10,79	9,90	10,08	19,98	0,75	36,83	2,41	4,16	100,00
Jul.	22,58	21,61	12,43	56,62	5,31	10,51	9,82	10,29	20,11	0,77	36,71	2,52	4,16	100,00
Ago.	22,82	21,96	11,89	56,66	5,24	10,56	9,74	10,22	19,96	0,78	36,54	2,58	4,22	100,00
Set.	22,93	22,44	11,27	56,64	5,13	10,89	9,69	10,08	19,77	0,76	36,55	2,62	4,19	100,00
Out.	22,85	22,70	10,99	56,55	5,06	10,94	9,62	10,25	19,88	0,76	36,63	2,69	4,13	100,00
Nov.	23,43	23,03	10,42	56,87	5,02	11,18	9,44	9,93	19,37	0,73	36,30	2,78	4,05	100,00
Dez.	23,35	23,07	9,53	55,96	5,00	11,40	9,73	10,31	20,04	0,75	37,19	2,90	3,96	100,00
2005 Jan. ^h	23,78	22,99	9,65	56,42	4,97	11,25	9,82	9,98	19,80	0,75	36,76	2,93	3,89	100,00
Fev. ^h	24,35	23,11	9,74	57,19	4,92	11,09	9,70	9,55	19,25	0,72	35,98	2,99	3,84	100,00
Mar. ^h	24,78	22,91	9,76	57,45	4,87	11,01	9,68	9,34	19,02	0,71	35,62	3,08	3,86	100,00
Abr. ^h	25,20	23,30	9,62	58,12	4,82	11,00	9,41	8,98	18,40	0,71	34,93	3,17	3,78	100,00

Fonte: Bacen.

^a Os recursos livres são definidos de acordo com a Circular 2.957, de 30/12/1999. Não inclui companhias hipotecárias e agências de fomento e desenvolvimento.

^b Exclui os créditos referenciados em moeda estrangeira.

^c Operações de crédito referenciadas em moeda estrangeira.

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

^e Inclui créditos ao setor privado sob a forma de repasses, inclusive via Finame.

^f Inclui administração direta, indireta e atividades empresariais.

^g O total de crédito é definido de acordo com a Resolução 2.682, de 21/12/1999.

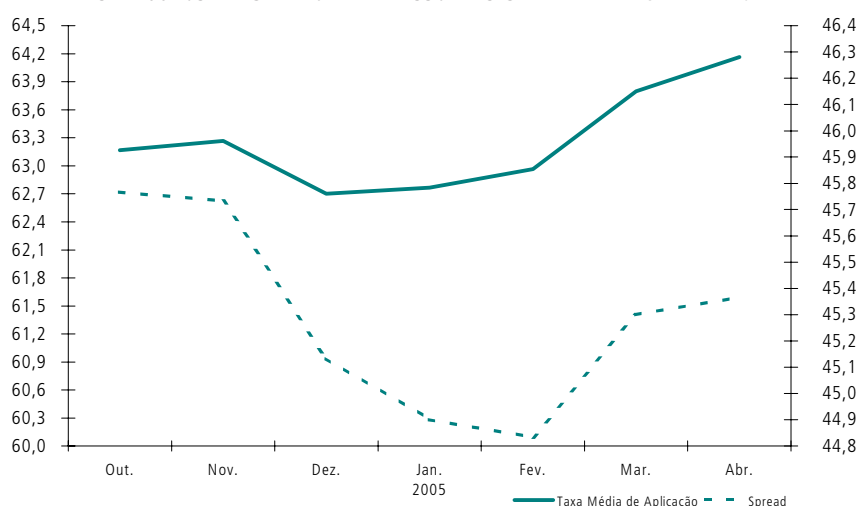
^h Dados preliminares.

Com relação ao conjunto das taxas de juros envolvidas na concessão de crédito, merece registro o padrão de comportamento diferenciado nos segmentos pessoa física e pessoa jurídica.

À expansão do crédito no segmento pessoa física associou-se, recentemente, um movimento de queda das taxas de juros na ponta da aplicação que acabou por estimular o debate acerca da eficácia dos instrumentos de política monetária (Gráfico 6.4). Em particular, nesse segmento, o crédito pessoal apresentou um declínio das taxas de juros situadas acima de 80% a.a. no final de 2003, para algo em torno de 70% a.a. no último trimestre do ano passado. Esse movimento refletiu a redução de risco associada à utilização intensa do mecanismo do crédito consignado em folha de pagamento, caracterizado por baixos níveis de

GRÁFICO 6.4

TAXAS DE JUROS DE CRÉDITO PARA PESSOA FÍSICA — MÉDIA MÓVEL TRIMESTRAL



inadimplência. A partir de 2005, no entanto, como resultado da reversão das quedas no componente de risco embutido no *spread* bancário, a expansão do crédito pessoal passou a requerer taxas de juros ascendentes

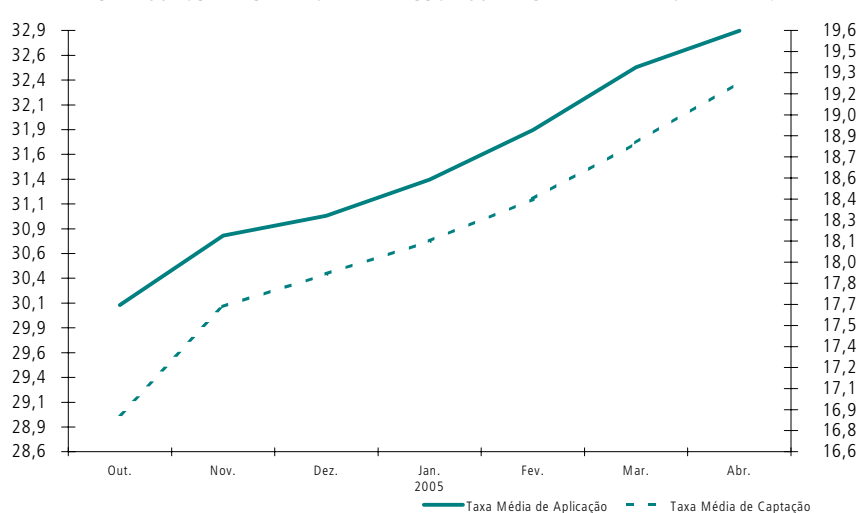
Por outro lado, as taxas de juros envolvidas no crédito à pessoa jurídica e, em especial, aquelas que condicionam o fornecimento de capital de giro apresentaram relativa estabilidade durante o primeiro trimestre de 2004, interrompida por uma trajetória de altas significativas a partir do quarto trimestre do ano. Nesse caso, porém, a ascensão dos juros esteve relacionada mais ao encarecimento das operações de captação das instituições financeiras — influenciado pelas elevações sistemáticas da taxa de juros básica na economia —, do que à ocorrência do aumento, relativamente inferior, no *spread* bancário (Gráficos 6.5 e 6.6).

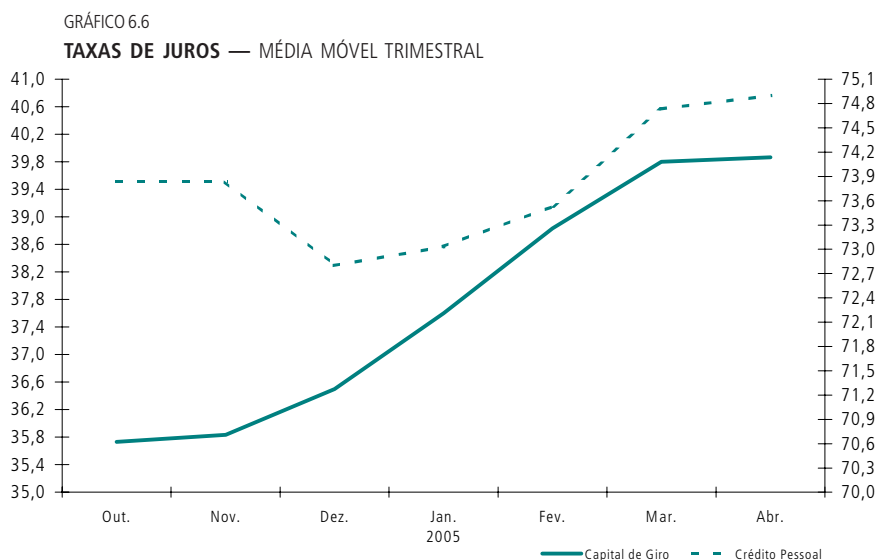
Em linhas gerais, portanto, a observação dos dados de crédito na economia permite as seguintes considerações:

a) A seqüência de aumentos das taxas de juros Selic — decidida pelo Copom a partir do terceiro trimestre de 2004 — não gerou, inicialmente, uma dinâmica semelhante para as taxas de juros dos empréstimos para pessoa física, as quais, de modo geral, fecharam o ano de

GRÁFICO 6.5

TAXAS DE JUROS DE CRÉDITO PARA PESSOA JURÍDICA — MÉDIA MÓVEL TRIMESTRAL





2004 em níveis inferiores aos que prevaleciam no primeiro trimestre, como consequência exclusiva da compressão do componente de *spread* nessas operações.

b) No que concerne aos empréstimos à pessoa jurídica, os impactos da seqüência de elevações dos juros básicos na economia foram suficientemente fortes para determinar, através de aumentos nos custos de captação, seu repasse integral às taxas de aplicação. Esse efeito foi particularmente sentido no segmento de capital de giro, com reflexos óbvios sobre a oferta agregada.

c) Mais recentemente, a intensificação do ritmo de aperto da política monetária parece ter tornado homogêneas — ainda que pelas razões distintas já mencionadas — as trajetórias das taxas de juros nas diversas modalidades de crédito, ensejando um movimento generalizado de alta na economia. Esse movimento, contudo, vem atuando com intensidade desigual pelos diversos segmentos e inversamente proporcional aos prazos das aplicações.

AGREGADOS MONETÁRIOS

Dada a relativa estabilidade de comportamento apresentada pelo público e pelos bancos em relação à demanda por encaixes monetários nos últimos oito trimestres, a trajetória recente dos meios de pagamentos restritos tem sido condicionada, basicamente, pela expansão da base monetária.

Considerada a média dos saldos diários, o estoque de base monetária alcançou R\$ 80,64 bilhões em abril de 2005, o que representa uma queda de 1,2% em sua expansão nominal relativa a março. Nos 12 meses terminados em abril, o estoque médio de base monetária cresceu à taxa de 18,2%, ritmo significativamente inferior ao determinado pelas taxas em 12 meses, observadas desde setembro de 2004 (invariavelmente superiores a 20%).

Em termos dos saldos em final de período, a base monetária apresentou comportamento semelhante ao dos saldos médios, com destaque para o fato de que há uma desaceleração de sua taxa de expansão até o segundo decênio de maio, em função dos expressivos resultados contracionistas operados na conta do Tesouro Nacional nesse período.

