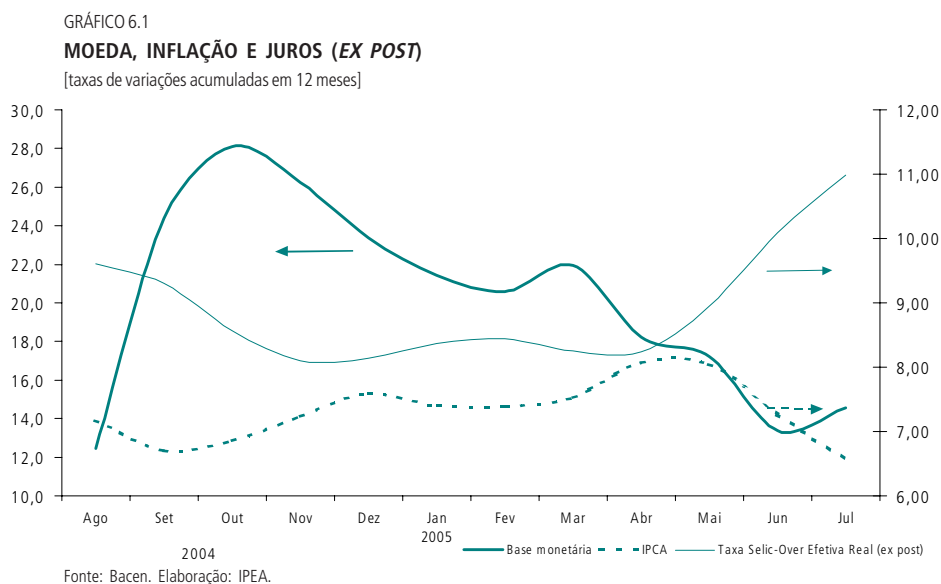


## 6 POLÍTICA MONETÁRIA E CREDITÍCIA

A política monetária tem sido conduzida com base no regime de metas de inflação, em que a autoridade monetária orienta suas decisões de acordo com os valores realizados e projetados para a inflação, analisando diversos cenários alternativos para a evolução das principais variáveis que determinam a dinâmica dos preços.

Nesse sentido, a análise contida na mais recente ata do Comitê de Política Monetária (Copom) — que manteve, por unanimidade, inalterada e sem viés, a meta para a taxa Selic em 19,75% a.a., na reunião de agosto de 2005 — apontou para a continuidade do processo de desaceleração da inflação ocorrida em julho último, destacando, ainda, a consolidação das trajetórias favoráveis registradas pelos principais índices de preços, como decorrência da postura ativa da política monetária diante dos repetidos sinais de vigor exibidos pelos indicadores de atividade.

O Gráfico 6.1 indica a postura ativa da política monetária, através da evolução da taxa de juros real básica na economia, e a trajetória cadente da inflação acumulada em 12 meses, desde maio de 2005, o que tem provocado, por parte dos agentes privados, freqüentes revisões favoráveis em sua trajetória esperada.

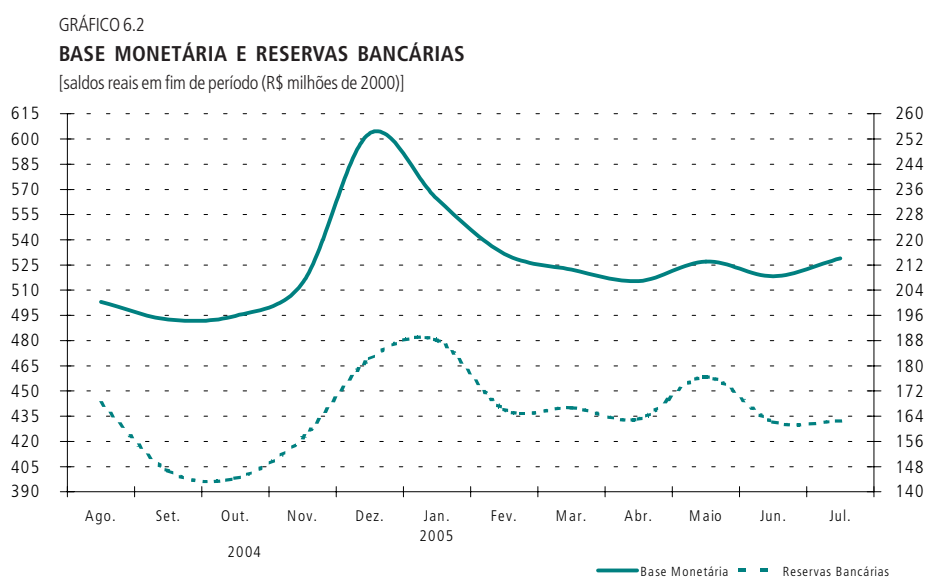


### AGREGADOS MONETÁRIOS

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\$ 82,5 bilhões, em julho de 2005, o que representa uma expansão

nominal de 2,8% em relação a maio. Nos 12 meses terminados em julho, o estoque médio de base monetária cresceu à taxa de 14,6%, ritmo significativamente inferior ao determinado pelas taxas em 12 meses observadas entre o terceiro trimestre de 2004 e o primeiro trimestre de 2005 — invariavelmente superiores a 20% (Gráfico 6.1).

Os saldos em final de período do estoque de base monetária apresentaram trajetória semelhante à descrita pelos saldos médios, revertendo, marginalmente, em maio e em julho, a queda sistemática de seus valores em termos reais ao longo de 2005 (Gráfico 6.2). A exceção em maio explica-se pelo significativo aumento das liberações referentes à exigibilidade adicional sobre os depósitos das instituições financeiras, o que provocou, além da expansão monetária, uma forte redução na posição dessas instituições quanto ao financiamento líquido dos títulos públicos federais (*undersold*).



Já em julho, a expansão monetária pode ser explicada pelas operações do Tesouro Nacional (com impacto expansionista de R\$ 1,7 bilhão), e se fez acompanhar da estabilidade das reservas bancárias (em fim de período) e do aumento na posição de financiamento dos títulos públicos federais das instituições financeiras (Gráficos 6.2 e 6.3), o que indica uma ampliação pontual nas condições de elasticidade do crédito.

Não obstante, em termos gerais, o comportamento da base monetária tem mantido sua relação com o PIB acima de 4% desde novembro de 2004 — 4,24%, em julho de 2005 (Gráfico 6.4).

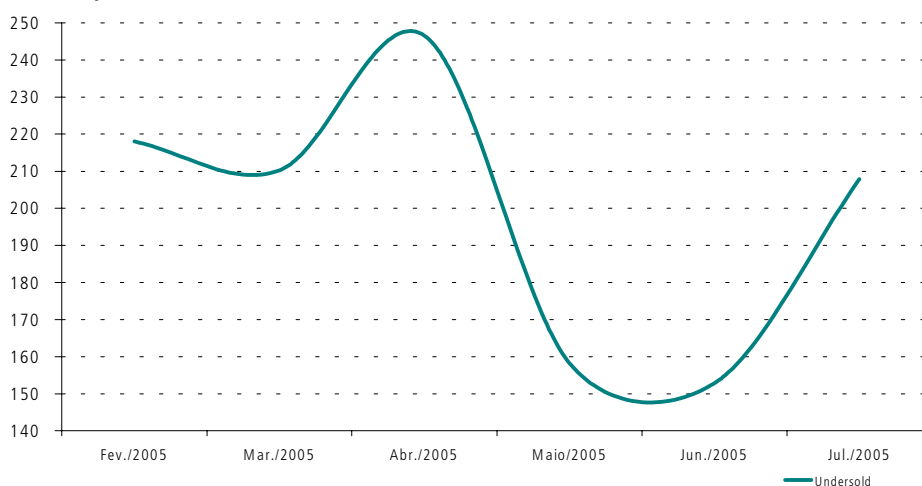
## CRÉDITO

De modo geral, o desempenho das variáveis relacionadas ao crédito durante os sete primeiros meses de 2005 foi superior ao observado ao longo de 2004: o crédito total expandiu-se a taxas reais de 6,6% no ano e de 11,8% nos 12 meses terminados em julho, ante os aumentos reais de 4,6% e de 9,7%, em comparações correspondentes para julho do ano passado. Assim, ao final de julho de 2005, o saldo líquido do crédito total atingiu 28,2% do PIB ante os 25,3% do PIB registrados em fins de julho de 2004 (Gráfico 6.5).

GRÁFICO 6.3

**POSIÇÃO DE FINANCIAMENTO LÍQUIDO DOS TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS**

[evolução real da média mensal]

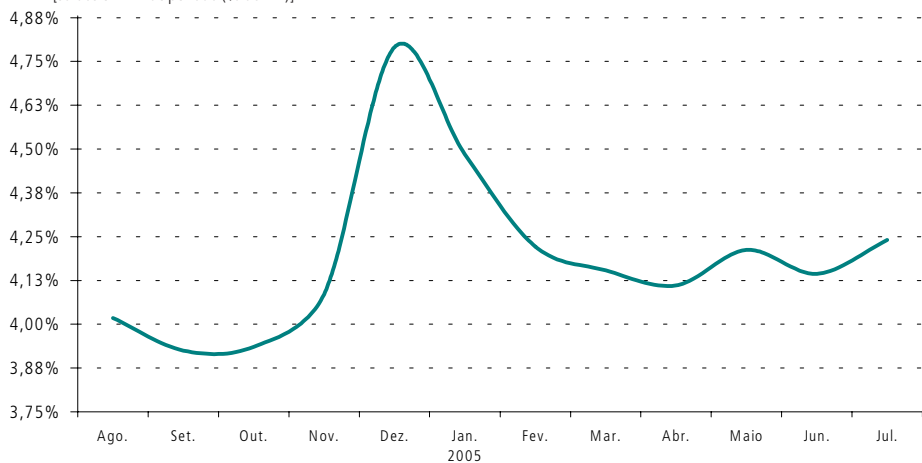


Fonte: Bacen. Elaboração: IPEA.

GRÁFICO 6.4

**ESTOQUE DE BASE MONETÁRIA**

[saldo em fim de período (% do PIB)]

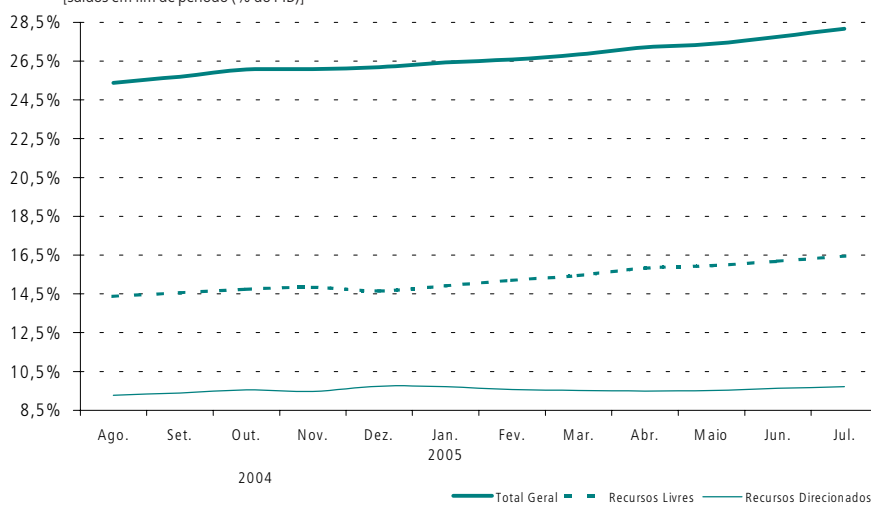


Fonte: Bacen. Elaboração: IPEA.

GRÁFICO 6.5

**OPERAÇÕES DE CRÉDITO**

[saldo em fim de período (% do PIB)]



Fonte: Bacen. Elaboração: IPEA.

Com relação ao comportamento das taxas reais de variação do crédito, deve-se destacar o aumento de 29,4%, acumulado nos 12 meses terminados em julho, das operações de crédito com recursos livres às pessoas físicas, e a elevação de 43,1%, na mesma base de comparação, do crédito pessoal, em grande parte explicada pelo desempenho conspícuo do crédito consignado na economia — crescimento real acumulado de 97,2% em 12 meses até julho (Tabela 6.1 e Gráficos 6.5 e 6.6).

TABELA 6.1  
**OPERAÇÕES DE CRÉDITO DO SISTEMA FINANCEIRO**  
[variação % real em 12 meses]

Período	Recursos Livres <sup>a</sup>					Recursos Direcionados <sup>d</sup>					Operações de Leasing	Setor Público <sup>f</sup>	Total Geral <sup>g</sup>			
	Pessoas Físicas			Pes-soas Jurídicas <sup>b</sup>	Pes-soas Jurídicas <sup>c</sup>	Total	Habi-tação	Rural	BNDES					Outros		
	Pes-soal	De-mais	Total						Direto	Repas-ses <sup>e</sup>					Total	
2004 Dez.	32,5	12,8	19,6	18,1	-10,4	12,6	-2,4	14,7	2,6	-3,7	-0,7	-17,1	2,9	44,2	19,2	9,7
2005 Jan.	35,2	14,2	21,4	21,6	-8,6	15,0	-1,2	15,2	5,2	-2,1	1,4	-9,2	4,6	39,2	14,8	11,5
Fev.	37,3	15,7	23,2	22,2	-9,2	15,8	-0,2	13,4	10,9	-5,8	1,9	0,2	4,8	41,2	13,3	12,1
Mar.	39,6	15,6	24,1	22,2	-9,5	16,1	-1,7	13,6	10,0	-6,3	1,4	10,1	4,6	45,1	11,2	12,2
Abr. <sup>h</sup>	40,5	16,7	25,2	22,9	-14,2	15,6	-2,2	13,8	8,0	-7,3	0,0	8,9	3,8	47,0	2,7	11,4
Mai <sup>h</sup>	41,2	18,6	26,8	20,4	-22,4	13,0	-1,4	12,6	4,7	-3,7	0,3	13,8	3,9	45,8	1,0	10,0
Jun. <sup>h</sup>	41,2	20,0	27,8	19,2	-20,1	13,9	0,2	11,1	2,0	0,5	1,2	6,7	4,1	50,0	-0,8	10,5
Jul. <sup>h</sup>	43,1	21,3	29,4	19,9	-18,2	15,3	1,1	11,7	3,3	2,1	2,7	4,1	5,1	47,9	0,8	11,8

<sup>a</sup> 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.

<sup>b</sup> Exclui os créditos referenciados em moeda estrangeira.

<sup>c</sup> Operações de crédito referenciadas em moeda estrangeira.

<sup>d</sup> Refere-se a créditos a taxas de juros administradas.

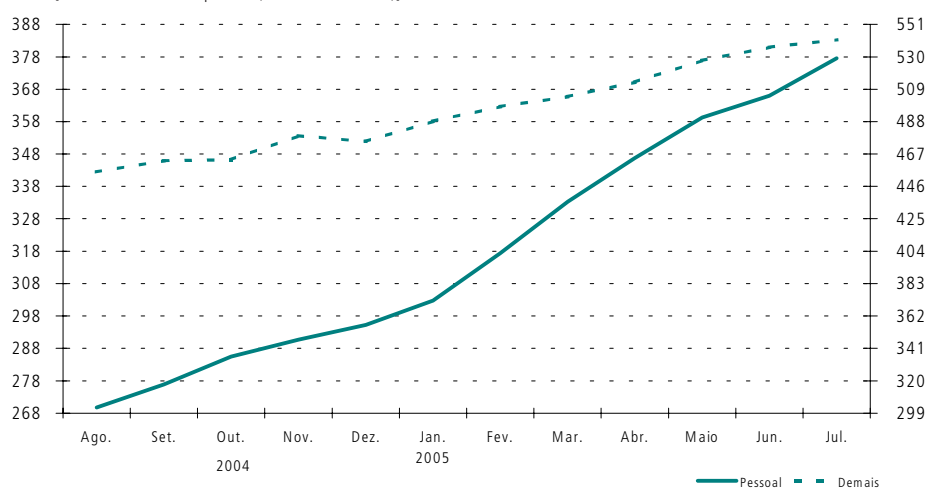
<sup>e</sup> Inclui créditos ao setor privado sob a forma de repasses, inclusive via Finame.

<sup>f</sup> Inclui administração direta, indireta e atividades empresariais.

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

<sup>h</sup> Dados preliminares.

GRÁFICO 6.6  
**OPERAÇÕES DE CRÉDITO PARA PESSOA FÍSICA**  
[saldos reais em fim de período (R\$ milhões de 2000)]



Fonte: Bacen. Elaboração: IPEA.

A partir da Tabela 6.2, são conhecidas as magnitudes das operações de crédito, em termos da evolução da participação relativa de cada categoria no total. Nesse sentido, cabe enfatizar a continuidade no tempo das tendências recentes de crescimento da participação relativa do crédito às pessoas físicas e de queda gradual do peso relativo do crédito com recursos direcionados, embora este último item ainda represente 34,5% do estoque total de crédito na economia.

TABELA 6.2  
**OPERAÇÕES DE CRÉDITO DO SISTEMA FINANCEIRO**  
 [evolução da participação relativa dos saldos em final de período]

Período	Recursos Livres <sup>a</sup>						Recursos Direcionados <sup>d</sup>						Opera- ções de Leasing	Setor Públi- co <sup>f</sup>	Total Geral <sup>g</sup>	
	Pessoas Físicas			Pes- soas Jurídi- cas <sup>b</sup>	Pes- soas Jurídi- cas <sup>c</sup>	Total	Habi- tação	Rural	BNDES			Outros				Total
	Pes- soal	De- mais	Total						Direto	Repas- ses <sup>e</sup>	Total					
2003 Dez.	7,4	14,0	21,4	21,4	11,7	54,5	5,6	10,9	10,4	11,7	22,1	1,0	39,7	2,2	3,6	100,0
2004 Jan.	7,5	14,3	21,8	21,1	11,8	54,7	5,6	10,9	10,4	11,4	21,8	0,9	39,2	2,3	3,8	100,0
Fev.	7,7	14,4	22,1	21,2	12,0	55,4	5,5	11,0	9,8	11,4	21,2	0,8	38,5	2,4	3,8	100,0
Mar.	7,9	14,5	22,4	21,1	12,1	55,6	5,6	10,9	9,9	11,0	20,9	0,7	38,1	2,4	3,9	100,0
Abr.	8,1	14,4	22,4	21,1	12,5	56,1	5,5	10,8	9,7	10,7	20,4	0,7	37,4	2,4	4,1	100,0
Mai	8,2	14,3	22,4	21,1	13,1	56,7	5,4	10,7	9,7	10,4	20,1	0,7	36,8	2,4	4,1	100,0
Jun.	8,3	14,2	22,5	21,5	12,6	56,6	5,3	10,8	9,9	10,1	20,0	0,7	36,8	2,4	4,2	100,0
Jul.	8,4	14,2	22,6	21,6	12,4	56,6	5,3	10,5	9,8	10,3	20,1	0,8	36,7	2,5	4,2	100,0
Ago.	8,5	14,3	22,8	22,0	11,9	56,7	5,2	10,6	9,7	10,2	20,0	0,8	36,5	2,6	4,2	100,0
Set.	8,6	14,3	22,9	22,4	11,3	56,6	5,1	10,9	9,7	10,1	19,8	0,8	36,6	2,6	4,2	100,0
Out.	8,7	14,1	22,8	22,7	11,0	56,5	5,1	10,9	9,6	10,3	19,9	0,8	36,6	2,7	4,1	100,0
Nov.	8,8	14,6	23,4	23,0	10,4	56,9	5,0	11,2	9,4	9,9	19,4	0,7	36,3	2,8	4,1	100,0
Dez.	9,0	14,4	23,4	23,1	9,5	56,0	5,0	11,4	9,7	10,3	20,0	0,7	37,2	2,9	4,0	100,0
2005 Jan.	9,1	14,7	23,8	23,0	9,6	56,4	5,0	11,3	9,8	10,0	19,8	0,7	36,8	2,9	3,9	100,0
Fev.	9,5	14,9	24,3	23,1	9,7	57,2	4,9	11,1	9,7	9,6	19,2	0,7	36,0	3,0	3,8	100,0
Mar. <sup>h</sup>	9,9	14,9	24,8	22,9	9,8	57,6	4,9	11,0	9,7	9,2	18,9	0,7	35,5	3,1	3,9	100,0
Abr. <sup>h</sup>	10,2	15,1	25,2	23,3	9,6	58,2	4,8	11,0	9,4	8,9	18,3	0,7	34,9	3,2	3,8	100,0
Mai <sup>h</sup>	10,5	15,4	25,9	23,1	9,3	58,3	4,8	10,9	9,2	9,1	18,3	0,7	34,8	3,2	3,8	100,0
Jun. <sup>h</sup>	10,5	15,4	26,0	23,2	9,1	58,3	4,8	10,8	9,1	9,2	18,3	0,7	34,7	3,3	3,7	100,0
Jul. <sup>h</sup>	10,7	15,4	26,1	23,2	9,1	58,4	4,8	10,5	9,1	9,4	18,5	0,7	34,5	3,3	3,7	100,0

<sup>a</sup> 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.

<sup>b</sup> Exclusivo os créditos referenciados em moeda estrangeira.

<sup>c</sup> Operações de crédito referenciadas em moeda estrangeira.

<sup>d</sup> Refere-se a créditos a taxas de juros administradas.

<sup>e</sup> Inclui créditos ao setor privado sob a forma de repasses, inclusive via Finame.

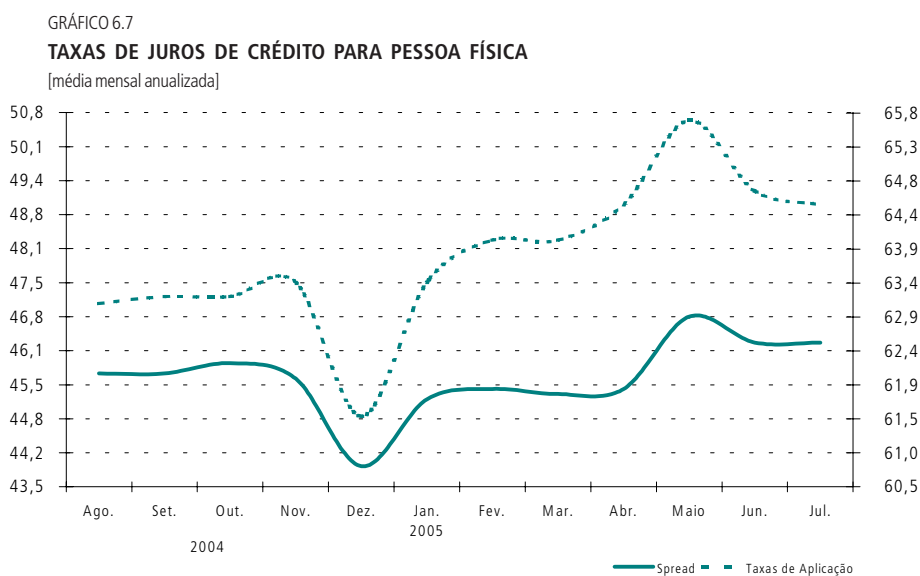
<sup>f</sup> Inclui administração direta, indireta e atividades empresariais.

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

<sup>h</sup> Dados preliminares.

Em relação às taxas de juros negociadas nas diferentes modalidades de crédito, continuou prevalecendo, ao longo do quadrimestre iniciado em abril de 2005, a atuação de um padrão comportamental diferenciado nos segmentos pessoa física e pessoa jurídica.

No segmento pessoa física, as taxas de juros do crédito pessoal apresentaram, em julho de 2005, seu segundo nível mais elevado desde março de 2004 (76,6% a.a., em ambos os casos). Esse movimento de alta refletiu a continuidade da trajetória de reversão das quedas no componente de risco do *spread* bancário ocorridas no início deste ano, quando a expansão do crédito pessoal passou a requerer taxas de juros ascendentes na ponta da aplicação (Gráfico 6.7). Por outro lado, contudo, como resultado da redução do risco associada a operações caracterizadas por níveis baixos de inadimplência, as taxas de juros envolvidas no mecanismo do crédito consignado em folha de pagamento atingiram, ao longo de junho e julho de 2005, o ponto inferior da série (36,8% a.a.). Assim, no cômputo geral, as taxas de juros no segmento pessoa física apresentaram uma tendência à estabilidade em julho, após terem, em junho, caído dos níveis de pico que haviam atingido em maio deste ano (Gráfico 6.7).



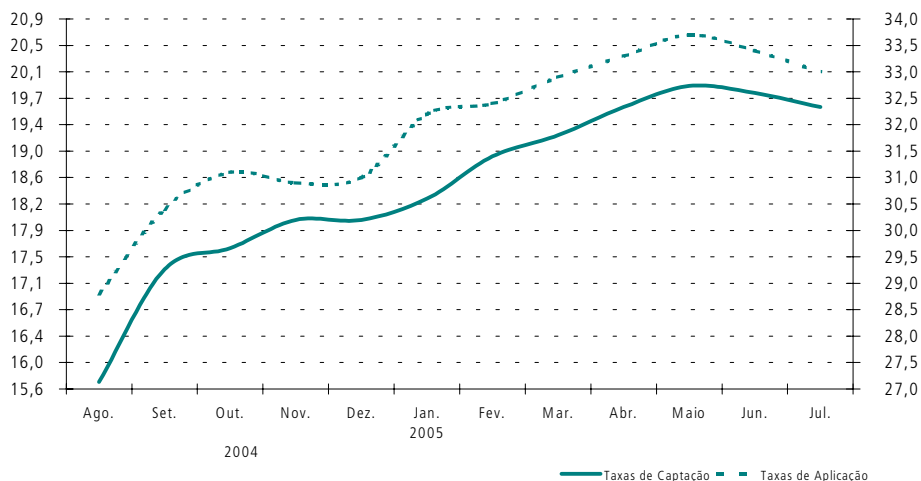
Já no segmento pessoa jurídica, as taxas de juros, em junho e julho de 2005, reverteram a tendência de alta da trajetória que vinham experimentando desde o quarto trimestre de 2004. Nesse caso, porém, conforme se pode constatar através do Gráfico 6.8, o movimento das taxas de aplicação está mais diretamente relacionado ao encarecimento das operações de captação das instituições financeiras — influenciadas pelo comportamento da taxa básica de juros na economia —, que às variações relativamente inferiores do *spread* bancário.

Dessa forma, o Gráfico 6.9 sintetiza, através da evolução recente das taxas de juros do crédito consignado em folha de pagamento e do fornecimento de capital de giro para as empresas, os movimentos do custo do dinheiro que atualmente prevalecem nos segmentos pessoa física, com a estabilidade das taxas de juros, e pessoa jurídica, que apresenta um viés de queda das taxas de captação e de aplicação.

GRÁFICO 6.8

**TAXAS DE JUROS DE CRÉDITO PARA PESSOA JURÍDICA**

[média mensal anualizada]

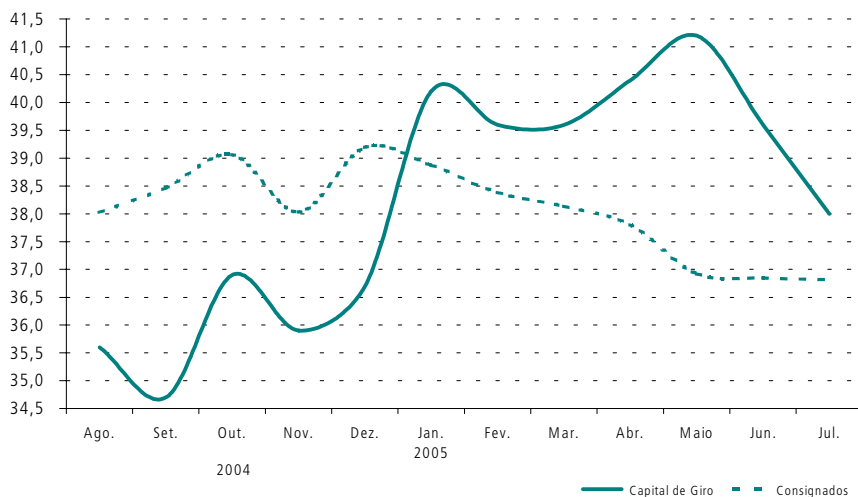


Fonte: Bacen. Elaboração: IPEA.

GRÁFICO 6.9

**TAXAS DE JUROS DE CRÉDITO POR MODALIDADE**

[média mensal anualizada]



Fonte: Bacen. Elaboração: IPEA.

