

6 POLÍTICA MONETÁRIA E CREDITÍCIA

Ao longo dos últimos meses, a trajetória da taxa esperada de inflação apresentou quedas sistemáticas, confirmando sua convergência para os níveis almejados na economia. Com base nesse movimento e na percepção da ausência de ameaças de pressões cambiais ou da demanda agregada para sua continuidade, o Comitê de Política Monetária (Copom) optou pela manutenção do ritmo de reduções da taxa de juros Selic no primeiro quadrimestre de 2006.

Por outro lado, a antecipação de tais decisões do Copom pelos agentes econômicos acabou por acentuar, mais recentemente, o movimento de correção dos erros sistemáticos das expectativas de mercado em relação à trajetória da taxa Selic (Gráfico 6.1).

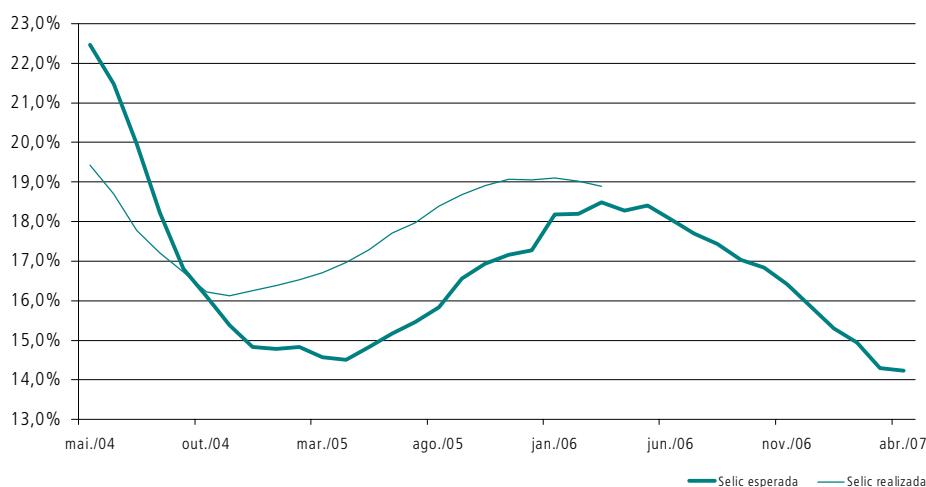
Aparentemente, teríamos assim a consolidação de um processo gradual de superação dos problemas de transparência e de comunicação do Banco Central (Bacen) com o mercado, indicando o aumento da capacidade do banco de coordenação das expectativas dos agentes e, conseqüentemente, levando a uma redução dos custos associados ao alcance das metas de inflação.

Nesse sentido, ainda, a comparação entre as trajetórias da taxa Selic esperada para 12 meses (conforme a sondagem semanal do Boletim *Focus*) e da taxa de juros derivada do *swap* de DI x Pré para 360 dias revela uma crescente convergência, em função da acomodação em curso dos graus de incerteza e risco que condicionam o processo de formação das expectativas (Gráfico 6.2).

GRÁFICO 6.1

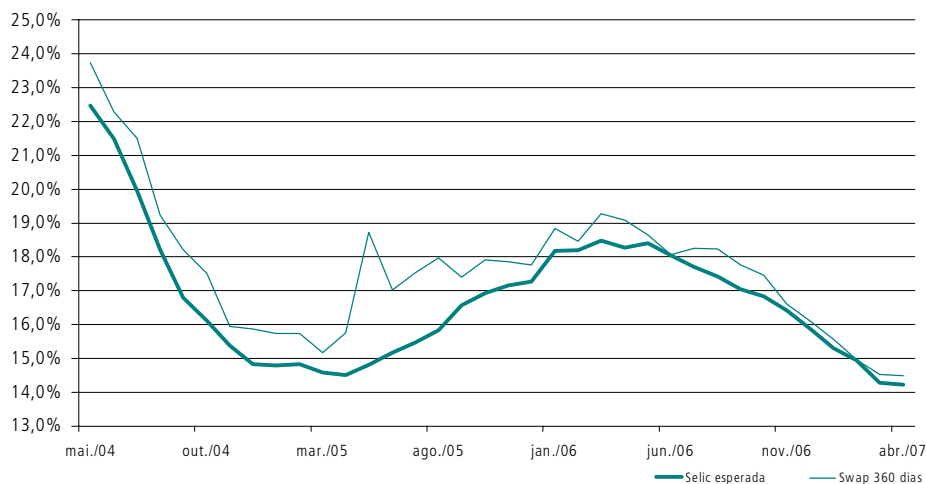
TAXAS DE JUROS NOMINAIS EFETIVAS: ESPERADAS E REALIZADAS

[acumuladas em 12 meses até a data de referência]



Fonte: Bacen. Elaboração: Ipea.

GRÁFICO 6.2
TAXAS DE JUROS NOMINAIS EFETIVAS ESPERADAS
 [para 12 meses até a data de referência]



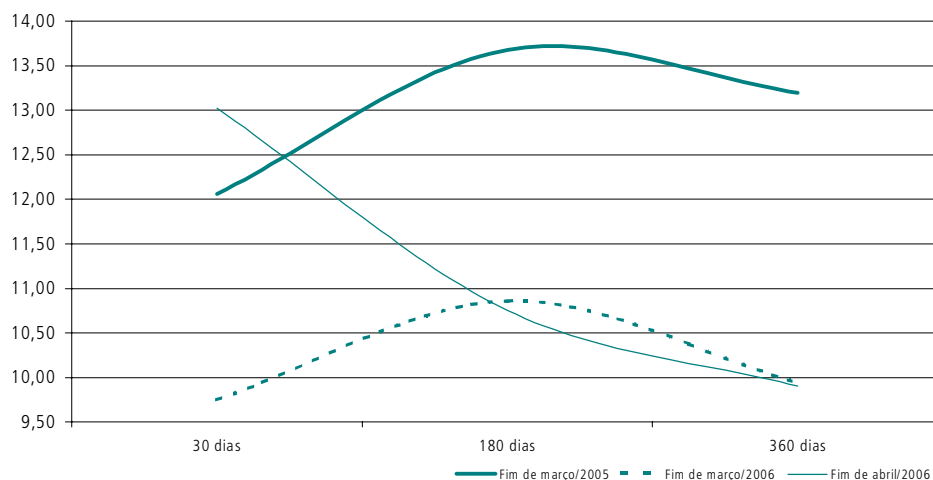
Fonte: Bacen. Elaboração: Ipea.

Além disso, os Gráficos 6.1 e 6.2 mostram uma relativa estabilidade das taxas de juros esperadas para 12 meses, a partir do final de março de 2006, o que, eventualmente, pode ter estimulado considerações do Copom sobre a propriedade de gerir a flexibilização da política monetária com maior parcimônia.

De todo modo, ao acenar na ata de sua reunião em abril com a possibilidade de uma desaceleração do atual ritmo de redução na trajetória da taxa Selic, o Copom acabou por estimular uma reação pontual negativa do mercado, com aumento da volatilidade dos preços dos ativos financeiros.

O Gráfico 6.3 registra a evolução recente da estrutura a termo das taxas reais de juros de mercado (para 30, 180 e 360 dias), destacando o período sob influência da referida ata. Embora a decisão do Copom tenha corroborado a maioria das expectativas formadas no mercado – de queda da taxa de juros Selic em 0,75 ponto percentual (p.p.) –, o parágrafo 20 da ata acabou por provocar um aumento significativo da taxa real de juros de curto prazo (30

GRÁFICO 6.3
TAXAS DE JUROS REAIS EFETIVAS ESPERADAS
 [swaps DI x Pré/expectativas IPCA]



Fonte: Bacen. Elaboração: Ipea.

dias), ao mesmo tempo em que não se mostrou relevante para modificar as taxas reais de juros nos contratos com prazos mais longos (180 e 360 dias), as quais, supostamente, deveriam constituir o veículo principal de transmissão da política monetária para o controle da inflação.

Além disso, ao indicar uma perspectiva econômica bastante favorável para a economia brasileira no contexto internacional, a ata do Copom em nada contribuiu para justificar a idéia de que seria necessária maior parcimônia no processo de flexibilização da política monetária. Aparentemente, a fonte de preocupações residiria no aumento recente dos gastos públicos, consubstanciados nos “efeitos da expansão das transferências em função do novo valor do salário mínimo e dos impulsos fiscais ocorridos no último trimestre do ano passado e esperados para o primeiro semestre deste ano” (como consta da ata da 118ª reunião do Copom, parágrafo 19).¹

Não obstante, do ponto de vista da administração das expectativas inflacionárias, aos olhos do mercado, a divulgação dos resultados fiscais de abril² tornou no mínimo questionável essa fonte de preocupações do Copom. Assim, sistemáticas ou pontuais, as dificuldades de coordenação das expectativas de mercado por parte da autoridade monetária têm ensejado a prevalência recorrente de uma volatilidade das taxas reais de juros de curto prazo na economia muito superior à das taxas de juros de prazo mais dilatado.

Entre fins de março de 2004 e de 2005 promoveu-se um deslocamento paralelo descendente na curva da estrutura a termo das taxas de juros, caracterizado, no período, pela retomada de seu formato peculiar anterior, de um U invertido. Em fins de abril de 2006, porém, operou-se, uma vez mais, a completa inversão da estrutura a termo das taxas reais de juros, com a abertura significativa das taxas de curto prazo relativamente às de prazo mais longo.

Não obstante, a flexibilização gradual da política monetária tem ocorrido de forma consistente com as diretrizes da autoridade monetária, priorizando a eliminação do risco de recrudescimento da inflação de demanda pela busca freqüente de ajustes na inclinação da curva da estrutura a termo das taxas reais de juros.

O Gráfico 6.4 exhibe as trajetórias esperadas e realizadas das taxas de inflação e de juros reais básicos na economia (acumuladas em 12 meses até a data de referência) desde março de 2005. Infere-se a conseqüência da política monetária pela aproximação no tempo entre as curvas das taxas reais de juros, esperada e realizada, e pelo virtual superposicionamento das curvas que descrevem as trajetórias das taxas, esperada e efetivamente observada, de inflação na economia.

Percebe-se, ainda, de acordo com o Gráfico 6.4, que a taxa de inflação esperada (para 12 meses à frente) parece ter se estabilizado num patamar entre 4% e 4,5%, a partir de março de 2006; movimento este que, juntamente com o comportamento esperado da taxa real de juros Selic para o mesmo período, pode ter influenciado a análise do Copom sobre a necessidade de gerir a flexibilização atual da política monetária com maior parcimônia.

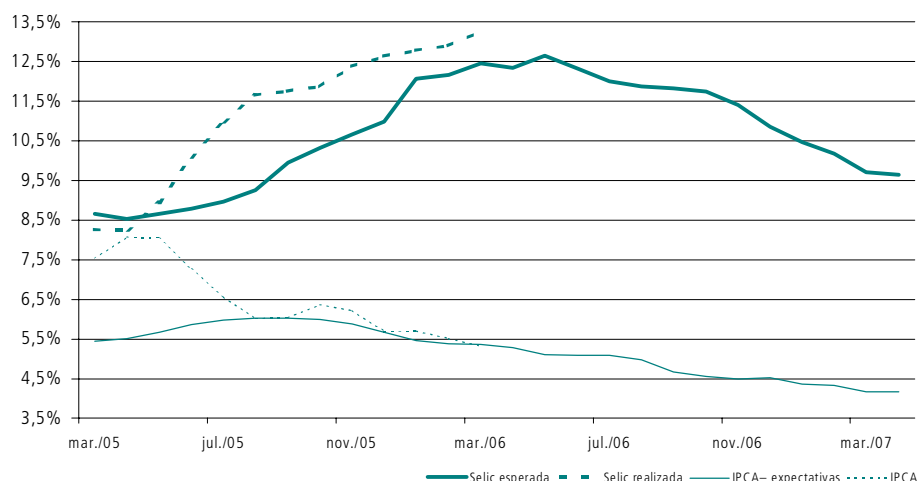
1. Note-se a esse respeito, contudo, que os efeitos e os impulsos fiscais identificados no parágrafo 19 da ata sequer são mencionados no anexo *Sumário dos dados analisados pelo Copom*.

2. Ver seção Política Fiscal.

GRÁFICO 6.4

TAXAS DE JUROS EFETIVAS REAIS E DE INFLAÇÃO: ESPERADAS E REALIZADAS

[acumuladas em 12 meses até a data de referência]



Fonte: Bacen. Elaboração: Ipea.

AGREGADOS MONETÁRIOS

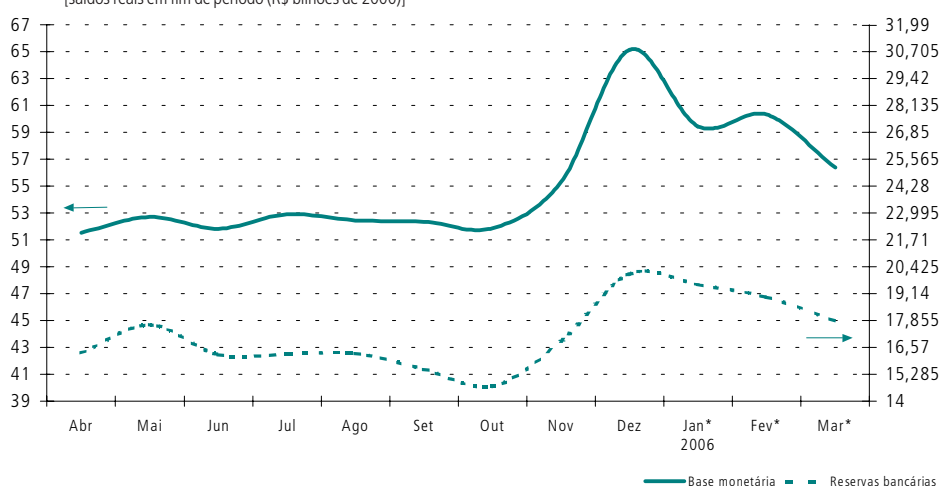
Ao longo do trimestre encerrado em março de 2006, a trajetória da base monetária refletiu, essencialmente, o comportamento das reservas bancárias, ainda que a influência desse comportamento tenha sofrido, em dezembro de 2005 e em fevereiro de 2006, a interferência de variações pontuais³ no ritmo de expansão do papel-moeda emitido (elevação do papel-moeda em poder do público), o que acabou por conferir-lhe um formato de Pão de Açúcar (Gráficos 6.5 e 6.6).

A Tabela 6.1 apresenta os fatores condicionantes da arrecadação mensal da senhoriagem pelo governo federal em termos reais. Infere-se, assim, que entre janeiro e abril de 2006, a conta do Tesouro Nacional e as operações deste com títulos públicos federais foram os principais fatores de compressão da captação de senhoriagem do governo federal.

GRÁFICO 6.5

BASE MONETÁRIA E RESERVAS BANCÁRIAS

[saldos reais em fim de período (R\$ bilhões de 2000)]

Fonte: Bacen. Elaboração: Ipea.
*Dados preliminares.

3. Talvez movimentos sazonais, associados ao natal e ao carnaval.

TABELA 6.1

FATORES CONDICIONANTES DA BASE MONETÁRIA: FLUXOS ACUMULADOS NO MÊS

[em R\$ milhões de 2000]

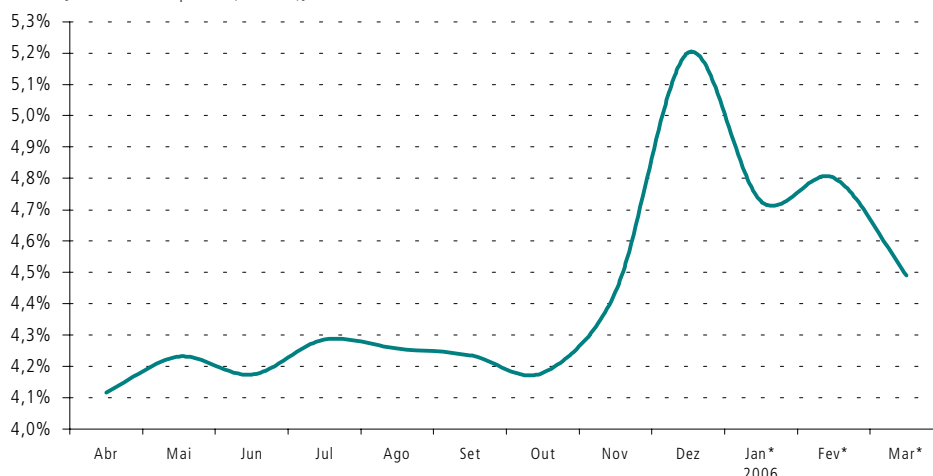
Período	Conta do Tesouro Nacional ^a	Operações d/títulos públicos federais		Operações do setor externo	Operações de redesconto do Bacen	Depósitos de instituições financeiras ^b	Operações com derivativos – ajustes	Outras contas ^c	Variação da base monetária
		Bacen	Tesouro Nacional						
2003 Dez.	8.595	1.357	1.014	10	(3)	(1.222)	(1.840)	17	7.927
2004 Jan.	1.253	1.268	(12.199)	5.387	(4)	523	635	(7)	(3.146)
Fev.	(4.505)	(644)	4.872	15	48	475	(289)	8	(22)
Mar.	(3.917)	(7.969)	7.782	(14)	(48)	628	(493)	(109)	(4.140)
Abr.	(6.655)	1.268	7.247	2	0	(244)	180	(10)	1.788
Mai.	(5.246)	19.754	(14.844)	6	4	134	1.043	12	864
Jun.	(2.559)	(1.662)	6.150	2	(4)	(842)	(256)	1	830
Jul.	(652)	3.878	1.506	(20)	(0)	(390)	(614)	(111)	3.597
Ago.	(4.408)	3.137	1.986	(1)	(0)	(358)	(1.014)	24	(635)
Set.	(2.679)	(3.125)	6.216	(11)	3	(226)	(942)	(101)	(867)
Out.	(2.091)	1.379	1.588	(3)	(1)	(308)	(57)	(8)	497
Nov.	(843)	(11.193)	15.524	6	(1)	76	(1.257)	44	2.356
Dez.	(1.902)	(11.925)	20.234	4.901	(1)	(1.076)	(1.079)	147	9.299
2005 Jan.	2.026	(2.936)	(7.128)	4.662	15	263	(486)	15	(3.568)
Fev.	(4.594)	(1.365)	(3.408)	6.455	(16)	210	(349)	130	(2.936)
Mar.	(4.903)	(7.201)	4.214	7.081	(0)	217	110	(81)	(562)
Abr.	(7.286)	5.978	1.137	(5)	(0)	(71)	(124)	49	(322)
Mai.	(3.248)	(2.538)	5.745	(1)	(0)	1.117	(157)	363	1.282
Jun.	(605)	(2.888)	2.691	(2)	(0)	(7)	(31)	24	(818)
Jul.	1.118	1.562	(982)	(12)	(0)	(283)	(6)	(217)	1.180
Ago.	(1.412)	5.119	(4.898)	8	(0)	756	(22)	144	(305)
Set.	156	(1.361)	1.737	(8)	(0)	(42)	(205)	(90)	187
Out.	(3.620)	4.281	(6.290)	4.945	(0)	630	(95)	7	(142)
Nov.	(5.036)	(6.471)	9.887	5.537	(0)	53	(305)	(20)	3.645
Dez.	(981)	(3.574)	9.992	5.976	(0)	(1.244)	(111)	93	10.152
2006 Jan. ^d	6.330	4.440	(21.489)	3.555	(0)	484	1.138	152	(5.391)
Fev. ^d	(5.282)	(9.770)	11.992	3.294	(0)	40	862	4	1.140
Mar. ^d	(6.022)	1.935	(3.943)	4.178	22	438	(391)	35	(3.748)
Abr. ^d	(4.976)	16.756	(15.860)	2.993	(22)	(1)	1.243	(21)	113
Mai. ^{d, e}	(1.020)	(4.285)	6.327	1.278	(0)	564	491	46	3.401

Fonte: Bacen. Elaboração: Ipea.

^a Não inclui operações com títulos.^b Inclui compulsório sobre fianças, depósitos vinculados ao SBPE, depósitos relativos à insuficiência de aplicações em crédito rural, recolhimento do Proagro, depósitos de instituições financeiras – Resolução 2.461, adiantamentos sobre contratos de câmbio, exigibilidade adicional sobre recursos à vista, depósitos a prazo e depósitos de poupança, depósito prévio para compensação e recolhimento de depósitos à vista não aplicados em microfinanças.^c Inclui créditos a receber do Departamento de Liquidações Extrajudiciais, aplicações da reserva monetária, despesas do Mecir e material de expediente, folha de pagamento, depósitos para constituição e aumento de capital, penas e custos sobre deficiência em reserva bancária e outras.^d Dados preliminares.^e Até o dia 5.

GRÁFICO 6.6
ESTOQUE DE BASE MONETÁRIA

[saldos em fim de período (% do PIB)]



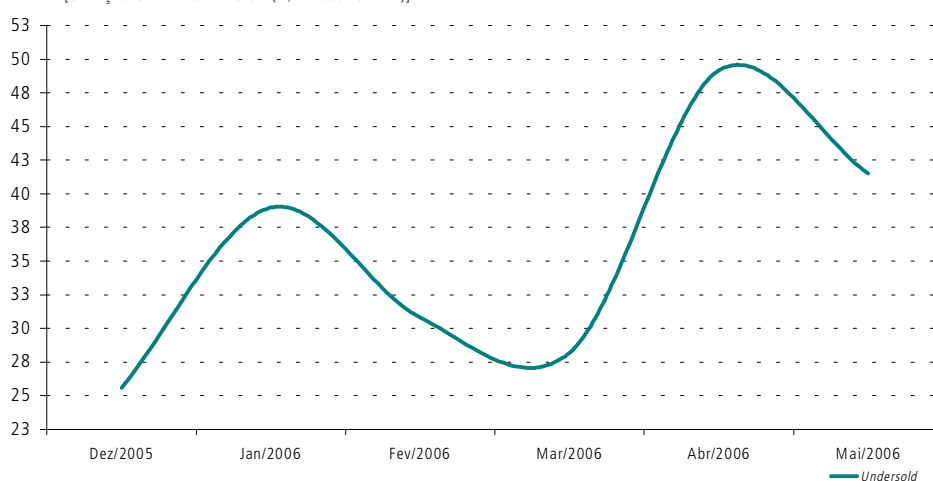
Fonte: Bacen. Elaboração: Ipea.
 *Dados preliminares.

Por outro lado, a contração da base monetária e a queda das reservas bancárias sugerem a continuidade da desaceleração no ritmo geral da expansão do crédito no primeiro semestre de 2006 (Tabela 6.1, Gráficos 6.5 e 6.6); algo aparentemente corroborado, ainda, pelos recentes sinais de aumentos da inadimplência, do *spread* bancário e da incerteza quanto à queda das taxas de juros na ponta da aplicação.

Nesse sentido, o declínio da base monetária e a concomitante redução nas posições de curtíssimo prazo das instituições financeiras, quanto ao financiamento líquido dos títulos públicos federais (*undersold*) entre abril e maio de 2006 (Gráfico 6.7), apontam para a estabilidade das condições que regem as operações de crédito no primeiro semestre do ano.

GRÁFICO 6.7
POSIÇÃO DE FINANCIAMENTO LÍQUIDO DOS TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS

[evolução real da média mensal (R\$ bilhões de 2000)]



Fonte: Bacen. Elaboração: Ipea.

CRÉDITO

O volume real de crédito na economia permaneceu em expansão no primeiro quadrimestre de 2006, mas com um ritmo de aceleração inferior ao registrado no final de 2005. No segmento de recursos livres, a desaceleração do ritmo das concessões à pessoa física foi praticamente compensada pelo avanço das concessões à pessoa jurídica, enquanto no segmento de recursos direcionados, os estímulos positivos resultaram do crescimento gradual das concessões rurais e de um significativo aumento do crédito à habitação (Tabela 6.2).

Ao final de abril de 2006, os saldos líquidos do crédito total, do crédito com recursos livres e do crédito com recursos direcionados atingiram 32,1% do PIB, 21,7% do PIB e 10,4% do PIB, respectivamente (Gráfico 6.8), ante as marcas correspondentes de 28,1% do PIB, 18,4% do PIB e 9,7% do PIB, registrados em abril de 2005. Note-se, ainda, de acordo com o Gráfico 6.8, a relativa estabilidade recente do comportamento do crédito nessas modalidades como percentual do PIB.

No quadrimestre, o crédito pessoal foi o principal responsável pela desaceleração da taxa de expansão do crédito real com recursos livres à pessoa física. Sua taxa de crescimento (na base de comparação, mês contra mesmo mês do ano anterior) tem apresentado queda sistemática desde agosto de 2005 (Tabela 6.2). Em abril de 2006, o crédito pessoal registrou a taxa de crescimento mais baixa de sua série desde dezembro de 2004. Essa indicação de perda gradual de dinamismo do crédito à pessoa física pode estar ligada ao aumento generalizado da concentração de compromissos financeiros no período recente.

TABELA 6.2
OPERAÇÕES DE CRÉDITO DO SISTEMA FINANCEIRO
[variação real em 12 meses (%)]

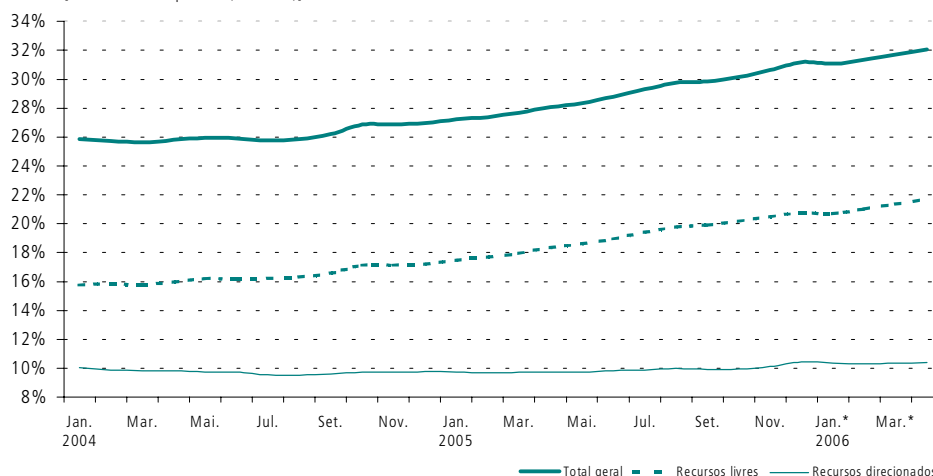
Período	Recursos livres ^a						Recursos direcionados					Total geral ^b
	Pessoas físicas			Pessoas jurídicas	Demais	Total	Habi-tação	Rural	BNDES	Demais	Total	
	Pessoal	Demais	Total									
2004 Dez.	32,5	12,8	19,6	8,0	40,4	16,0	-2,8	9,5	2,1	19,7	3,5	11,1
2005 Jan.	35,2	14,2	21,4	10,8	46,7	18,8	-1,5	10,6	1,9	21,1	3,7	12,9
Fev.	37,3	15,7	23,2	10,9	44,0	19,1	-0,6	9,7	3,0	20,6	4,4	13,4
Mar.	39,6	15,6	24,1	10,6	48,9	19,8	-2,1	11,1	2,0	22,0	3,8	13,6
Abr.	40,5	16,7	25,2	9,1	46,1	18,9	-2,4	10,9	-0,2	21,9	2,3	12,6
Mai.	41,2	18,6	26,8	4,0	48,8	16,9	-1,7	9,3	-0,8	21,9	1,8	11,2
Jun.	41,2	20,0	27,8	4,7	50,0	17,8	0,0	7,1	-0,5	19,0	1,7	11,8
Jul.	43,0	22,6	30,2	5,9	43,4	18,9	1,0	7,8	0,9	20,3	2,8	12,9
Ago.	43,8	24,3	31,6	5,3	44,2	19,3	2,2	3,9	2,2	20,4	3,1	13,3
Set.	42,9	24,5	31,4	5,0	36,8	18,3	3,8	1,3	0,6	17,1	1,7	12,2
Out.	40,3	23,4	29,7	4,9	24,8	16,3	4,7	2,8	-0,9	13,2	1,1	10,8
Nov.	40,7	25,0	30,9	7,2	27,7	18,4	6,3	3,6	1,9	8,9	3,1	12,8
Dez.	38,2	24,3	29,6	11,0	26,0	19,8	7,8	4,8	6,7	3,6	6,3	15,0
2006 Jan. ^c	37,5	25,3	30,0	8,1	22,9	18,2	9,9	5,6	5,7	0,5	6,1	13,8
Fev. ^c	33,9	24,4	28,1	8,1	28,4	18,3	10,6	6,7	5,0	-1,7	5,9	13,9
Mar. ^c	29,5	25,7	27,2	8,9	29,6	18,6	13,1	7,7	5,0	-3,3	6,5	14,3
Abr. ^c	28,4	24,7	26,2	9,6	34,4	19,2	14,7	7,8	6,6	-4,1	7,7	15,2

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

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

^c Dados preliminares.

GRÁFICO 6.8
OPERAÇÕES DE CRÉDITO
 [saldos de fim de período (% do PIB)]

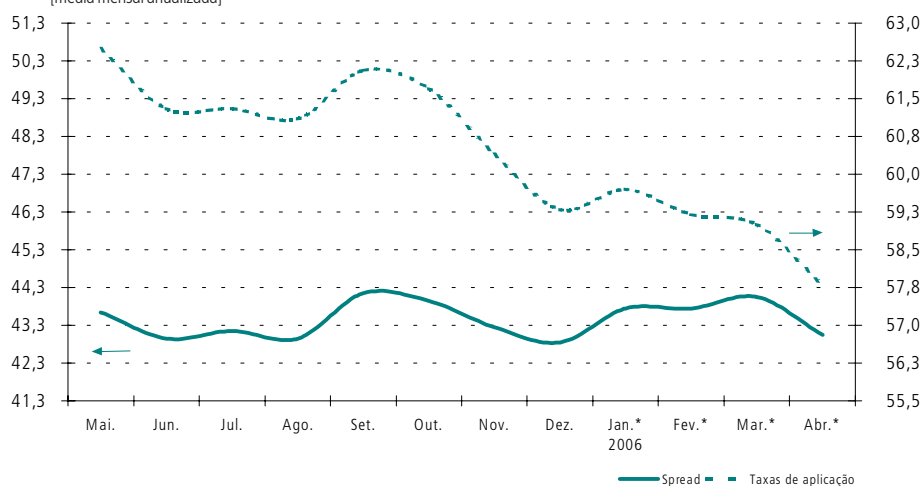


Fonte: Bacen. Elaboração: Ipea.
 *Dados preliminares.

Por outro lado, a comparação entre as taxas reais de expansão do crédito com recursos livres para pessoa jurídica nos últimos quatro trimestres mostra que uma elevação pontual da taxa de crescimento do crédito no último bimestre foi responsável pelo aumento do ritmo de crescimento no primeiro quadrimestre de 2006.

Essa evolução diferenciada do crédito para pessoas físicas e para pessoas jurídicas pode ser explicada pelo comportamento das taxas de juros de aplicação, as quais, no primeiro caso, têm sido (e permanecem) fortemente influenciadas pelo comportamento do *spread* bancário⁴ e, no segundo caso, desde fins de 2005, passaram a refletir, basicamente, a trajetória das taxas de captação (Gráficos 6.9 e 6.10).

GRÁFICO 6.9
TAXAS DE JUROS DE CRÉDITO PARA PESSOA FÍSICA
 [média mensal anualizada]



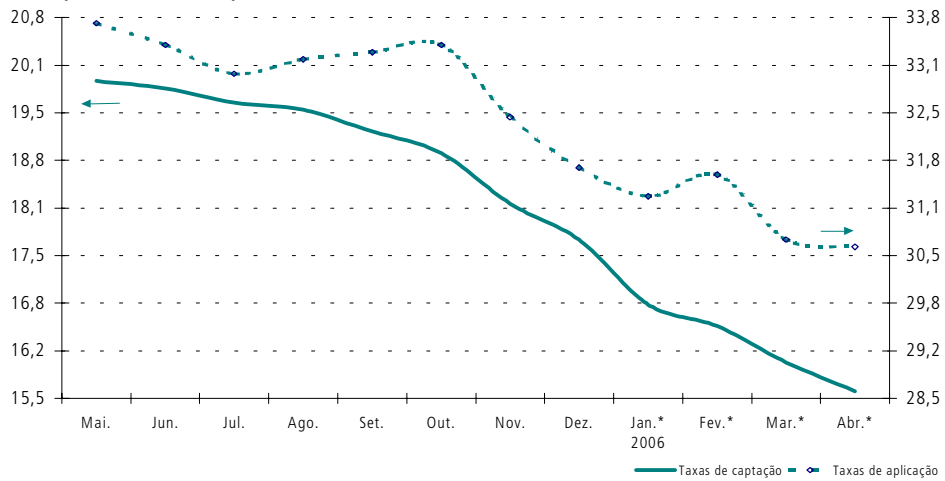
Fonte: Bacen. Elaboração: Ipea.
 *Dados preliminares.

4. Em que pese a recente trajetória favorável de queda das taxas de captação, responsável pelo progressivo estreitamento (Gráfico 6.9) entre as trajetórias do *spread* bancário e das taxas de aplicação.

GRÁFICO 6.10

TAXAS DE JUROS DE CRÉDITO PARA PESSOA JURÍDICA

[média mensal anualizada]



Fonte: Bacen. Elaboração: Ipea.
*Dados preliminares.

