

Política monetária: em 2005, Copom calibra a taxa de juros Selic em busca da meta de inflação*

Edison Marques Moreira**

Economista da FEE e Professor da PUCRS.

Artigo recebido em 03 jan. 2006.

Introdução

A política monetária, ao longo de 2005, esteve pautada pelo objetivo principal de promover a convergência da inflação para a meta de 5,1%, ajustada pelo Banco Central (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. Foi esse objetivo que guiou 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.

As iniciativas da autoridade monetária, entretanto, não atingiram rapidamente o objetivo visado, exigindo, portanto, um período mais longo de manutenção do aumento da taxa básica de juros da economia. Em março, por exemplo, ainda que com pequenas oscilações, a mediana das expectativas de variação do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) para 2005 conservava-se em torno de 5,7%. A dificuldade para atingir a meta de 5,1% nesse ano ficava clara, quando se considerava que ela implicava uma inflação mensal média de apenas 0,41%, quando a média dos indicadores de núcleo do IPCA se mantinham sistematicamente acima de 0,6% ao mês.

Em junho, o Copom decidiu manter a mesma taxa de juros de maio, com base nas perspectivas para a trajetória de inflação. O IPCA do IBGE, em maio, ficou

em 0,49%, ante 0,87% em abril, significando uma desaceleração dos preços.

Com a taxa Selic estacionada em 19,75% a.a. até agosto, a autoridade monetária iniciou, em setembro, o processo de sua redução.

A convergência ininterrupta da inflação para a trajetória de metas e a resultante consolidação de um cenário macroeconômico duradouro, segundo o Bacen, passaram a contribuir para a manutenção do processo de redução progressiva da taxa de juros Selic a partir de setembro. Em outubro, novembro e dezembro, ela caiu para 19%, 18,50% e 18,00% a.a. respectivamente.

1 - Copom eleva os juros no primeiro semestre e reduz no segundo

Na reunião de junho de 2005, o Comitê de Política Monetária do Banco Central decidiu manter a taxa de juros Selic em 19,75% pelo segundo mês consecutivo, interrompendo um período de aumento de nove meses, iniciado em setembro de 2004, quando ela foi de 16,25% (Gráfico 1). As justificativas para as constantes elevações basearam-se na dificuldade encontrada pelo Governo para controlar a inflação dentro das metas previstas para o ano.

Originalmente, a meta central para a inflação de 2005 foi fixada em 4,5% pelo Conselho Monetário Nacional. Também foi estabelecida uma margem de tolerância de até 2,5 pontos percentuais para cima ou para baixo desse número.

O próprio Bacen, porém, decidiu que, diante da alta da inflação ocorrida em 2004, o centro da meta desse ano deveria ser alterado para 5,1%, com o teto sendo mantido em 7%. Desde setembro de 2004, quando começaram a subir os juros, a autoridade monetária pas-

* Este texto foi elaborado com informações obtidas até 26.12.05.

** O autor agradece a colaboração da estagiária Marla Chachamovich na pesquisa dos dados e na elaboração das tabelas.

sou a relacionar uma série de ameaças ao cumprimento do objetivo. Uma delas era o forte ritmo de expansão da economia a outra era o pessimismo do mercado em relação à inflação, pois as pesquisas feitas semanalmente pelo Bacen sempre apontavam uma expectativa de elevação do nível geral de preços na economia e, nos últimos meses do primeiro semestre, as incertezas no cenário externo, com as oscilações do preço do petróleo e as dúvidas em relação ao rumo dos juros nos Estados Unidos. Este último fator foi amenizado, na ocasião, com a divulgação da Ata do Federal Reserve (FED) — o banco central norte-americano —, no dia 22 de abril, o qual promoveu a sétima alta consecutiva da taxa de juros preferencial. Ela aumentou 0,25 ponto percentual, passando para 2,75% ao ano. A Ata informava também que o FED poderia elevar novamente os juros norte-americanos, mas sem acelerar o ritmo desse aumento da taxa. A alta moderada dos juros acalmou o mercado financeiro brasileiro, uma vez que essa situação não afetaria o fluxo de capital estrangeiro para o Brasil. Aliás, uma queda na entrada de dólares, nesse momento, não seria interessante para o País, pois levaria a uma desvalorização do real, que, por sua vez, pressionaria os preços de mercadorias importadas e de produtos agrícolas, que acompanham as cotações do mercado internacional, fazendo a inflação elevar-se.

A política de juros altos do Bacen, que freqüentemente era criticada por ser ineficaz no controle dos preços administrados, como as tarifas públicas, também teve dificuldades em deter a elevação dos chamados preços livres. Em setembro do ano passado, quando foi iniciada a estratégia, por parte do Banco Central, de elevação da taxa de juros, a inflação acumulada em 12 meses dos preços livres era de 6,48%; em abril de 2005, ela era de 6,44%. A resistência dos preços livres aos efeitos da atual política monetária não tinha precedentes na história recente. Em 2003, por exemplo, o aperto dos juros foi capaz de levar os preços livres de uma variação acumulada no ano até junho de 15,36% para 7,79% até dezembro. Na realidade, a elevação dos juros por parte do Bacen sempre teve como alvo principal os preços livres, uma vez que os administrados — combustíveis, energia elétrica, telefonia, plano de saúde — variam a partir de contratos e regras que nada têm a ver com os movimentos do mercado. A explicação para a resistência dos preços livres pode ser buscada desde na alta de alguns alimentos, decorrente da quebra da safra agrícola, devido à seca no início do ano, nos estados sulinos, até na expansão do crédito ao consumidor, impulsionada pela introdução dos empréstimos consignados em folha de pagamento.

Em relação ao comportamento imediato do mercado financeiro, as constantes altas dos juros pelo Copom trouxeram sempre muito nervosismo, e isso pode ser visto, por exemplo, através dos acontecimentos do dia 19 de maio, após o Bacen divulgar o resultado da reunião do Copom. Na oportunidade, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), a taxa de câmbio e a Bolsa de Mercadorias e Futuro (BM&F) reagiram à elevação da taxa Selic, que atingiu 19,75%. Enquanto o índice Bovespa perdeu 0,28%, o dólar caiu ao seu menor valor em três anos, fechando o dia a R\$ 2,448 (somente em maio, até o dia 28, o dólar havia perdido 5,73% de seu valor diante do real, sendo que, no ano, a moeda norte-americana se tinha desvalorizado em 10,17%), e o mercado de juros futuros da BM&F teve alta generalizada.

O *stop* na escalada dos juros veio com a decisão do Copom de manter, em junho, a mesma taxa de juros de maio. A medida foi tomada com base nas perspectivas para a trajetória de inflação. O IPCA do IBGE deu fortes sinais de desaceleração em maio, quando ficou em 0,49%, ante 0,87% em abril (Tabela 1), e a expectativa de inflação por parte do mercado caiu para 6,21% no ano, portanto, menor que projeções anteriores, embora ainda acima da meta determinada para 2005.

Mesmo com a interrupção do ciclo de altas, o Bacen, que já vinha sofrendo críticas ao longo do semestre por um provável desaquecimento da economia, viu essa situação se confirmar, com a divulgação, pelo IBGE, em final de maio, de que o Produto Interno Bruto (PIB) do País crescera, no primeiro trimestre de 2005, apenas 0,3% em comparação com o quarto trimestre de 2004. No segundo trimestre, entretanto, os dados divulgados revelaram uma recuperação da economia, centrada, principalmente, no mercado interno e não na demanda externa. O nível de atividade da economia aumentou 1,4% em relação aos primeiros três meses. Essa retomada do crescimento da atividade econômica foi puxada, em especial, pelo investimento e pela indústria. Na comparação com o mesmo período de 2004, o produto cresceu 3,9%, e, no primeiro semestre, a alta ficou em 3,4%, segundo dados divulgados pelo IBGE.

Depois de a taxa Selic ter ficado estacionada em 19,75% a.a. em maio, junho, julho e agosto, a partir do mês setembro, o Bacen iniciou o seu processo de redução. Tal decisão do Copom fez com que ela caísse, num primeiro momento, de 19,75% a.a. em agosto para 19,50% a.a. em setembro, sem viés. A possibilidade de o IPCA ficar abaixo dos 5,1% pretendidos para 2005 foi o fator que levou o Comitê de Política Monetária a reto-

mar o processo da sua diminuição. Aliás, a aposta do mercado de que o início da queda se daria em setembro quase foi frustrada pelo discurso do Presidente do FED, Alan Greenspan — considerado o mais duro desde a advertência sobre a “exuberância irracional” do mercado acionário, formulada em 1996 —, alertando para a natureza finita da hoje abundante liquidez internacional e para a possibilidade de perda de poder aquisitivo dos norte-americanos, caso ocorressem problemas que levassem ao desaquecimento do *boom* no mercado habitacional. Esse *boom* no mercado imobiliário é causado pelos juros baixos praticados pelo FED, o que dá margem a que grandes volumes de dinheiro possam ser tomados para pagar financiamentos de imóveis ao custo de reduzidos pagamentos mensais na quitação dos empréstimos, o que resulta num aquecimento da demanda, e, diante de uma oferta estável, pelo menos no curto prazo, os preços tendem a elevar-se. Esse cenário era composto, ao lado da crise política e da escalada do preço do petróleo — o furacão Katrina desarticulou o suprimento de petróleo e de gás natural doméstico do Golfo do México, correspondente a 30% e 20%, respectivamente, da produção norte-americana —, por um conjunto de variáveis que poderia aguçar o conservadorismo do Banco Central na hora de decidir pela redução da taxa Selic.

A melhora das projeções inflacionárias, que permitiu a primeira flexibilização da política monetária em 17 meses, deveu-se, fundamentalmente, a três fatores, segundo a Ata do Copom de setembro. O primeiro foi a surpresa positiva do IPCA de agosto. A variação do índice no mês ficou em 0,17%, confirmando a continuidade do processo de acomodação da inflação em níveis inferiores aos verificados nos meses iniciais de 2005.

O segundo foi o alargamento do hiato do produto, afirma a Ata, referindo-se a um maior distanciamento entre o PIB efetivo e o potencial que o País teria condições de gerar sem pressionar a inflação. Ao dessazonalizar dados da Confederação Nacional da Indústria, o Banco Central concluiu que a utilização da capacidade instalada da indústria de transformação manteve a sua trajetória de queda em julho, atingindo 81,8%, ante 82,7% em junho.

O terceiro fator de melhora das projeções de inflação, segundo a Ata, foi a reavaliação, em relação à reunião de agosto do Copom, das estimativas de alguns preços administrados e monitorados para o restante do ano. Devido ao aumento anunciado no início de setembro pela Petrobrás, a projeção do reajuste acumulado da gasolina em 2005 passou de 0% para 7,5%. O reajuste projetado para as tarifas de telefonia fixa também se

elevou, de 6,1% para 6,7%. Por outro lado, a projeção relativa ao aumento acumulado das tarifas de energia elétrica residencial caiu de 8,2% para 7,6%, e a do gás de botijão teve uma redução de 0% para -1,7%. Ainda assim, o aumento esperado para os preços administrados por contratos e monitorados, como um todo, em 2005, passou de 7% para 7,8%. Mas, para 2006, a projeção para o mesmo conjunto de preços caiu de 5,7% para 5,3%.

Entretanto a onda de euforia que atingiu os mercados financeiros no dia seguinte ao da decisão do Copom de iniciar o afrouxamento monetário teve pouco a ver com ela. O viés positivo veio de fora. Após o anúncio ao consumidor norte-americano da inflação registrada em agosto, de 0,5%, dentro do previsto, e de dados sobre o aquecimento da atividade econômica na região da Filadélfia, o mercado externo chegou à conclusão de que o Federal Reserve iria persistir na elevação dos juros norte-americano. Ou seja, os juros dos EUA subiriam, porque a economia continuava crescendo solidamente, e não porque a inflação preocupava. Isso provocou uma sensível diminuição na aversão internacional ao risco, numa reviravolta imprevista à tendência desenhada desde a passagem devastadora do furacão Katrina, o que melhorou o acesso dos países emergentes à abundante liquidez internacional. O Risco-Brasil caiu 13 pontos — de 383 para 370 pontos-base —, o que fez com que a taxa cambial baixasse, provocando uma valorização do real.

A convergência ininterrupta da inflação para a trajetória de metas e a resultante consolidação de um cenário de estabilidade macroeconômica duradoura, segundo o Bacen, passaram a contribuir para a manutenção do processo de redução progressiva da taxa de juros Selic a partir de setembro. Em outubro, novembro e dezembro, a taxa Selic caiu para 19,00%, 18,50% e 18,00% ao ano, respectivamente.

Essa tomada de decisão do Bacen foi oportuna, pois o longo período de prática de juros altos se refletiu num razoável desaquecimento da economia, conforme mostraram os dados do IBGE divulgados no início de dezembro de 2005. O PIB do terceiro trimestre do ano caiu 1,2% em comparação com o do trimestre anterior. Isso fez com que os agentes econômicos revisassem para baixo as suas estimativas de crescimento da economia brasileira para o ano.

O Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), órgão do Ministério do Planejamento, reduziu a previsão de crescimento da economia, para 2005, de 3,5%, estimado em setembro, para 2,3%. A taxa de juros elevada desde o final de 2004 teve papel importante nesse

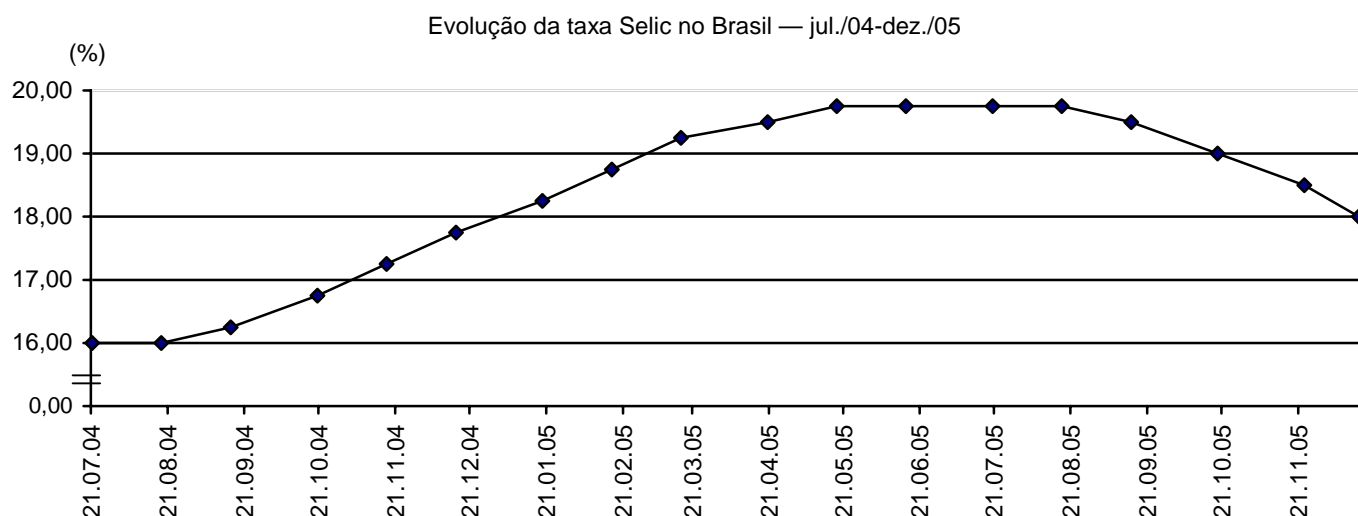
desempenho da economia, entretanto não foi o único fator responsável. A quebra da safra agrícola, a crise política, com efeito negativo sobre as decisões de investimento por parte dos agentes econômicos, a forte variação dos estoques, que o órgão estima em 80,4%, e a fraca expansão do crédito, após forte expansão no segundo trimestre, foram também variáveis importantes a contribuir. É necessário, porém, apontar que a taxa de juros básica da economia brasileira, um recorde mundial em termos tanto nominais quanto reais, engendrou forte valorização da taxa de câmbio do real, que atenuou o impacto da elevação dos preços internacionais (principalmente *commodities*) nos preços internos dos bens comercializáveis. Aliás, a respeito da valorização da taxa de câmbio, deve-se registrar que, com o fim do acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI), em meados de março de 2005, o Bacen deixou rédea livre a esse movimento de apreciação cambial, embora ele afetasse as decisões de investimentos para exportação e tivesse impacto na balança comercial brasileira, buscando criar uma âncora cambial para os preços.

O distanciamento do Bacen do mercado de câmbio explica-se, essencialmente, pelo fato de que a apreciação da taxa de câmbio do real passou a ser um importante, senão o principal, instrumento contra a inflação, diante da pouca eficiência da taxa de juros para esse fim. Mas a utilização desse instrumento tem altos

custos, além de seu impacto na balança comercial e nas decisões de investimentos. Num regime de câmbio flutuante, a utilização de uma taxa de câmbio valorizada em função de uma elevadíssima taxa de juros real como instrumento de luta contra a inflação recria a mesma armadilha que estava presente no regime de bandas de flutuação do câmbio, ao tornar muito mais difícil uma redução dos juros básicos por temor de uma brusca desvalorização cambial que volte a pressionar os preços.

Seis meses e meio depois de sua última operação efetiva de compra de dólares, o Banco Central voltou a comprar divisas no início de outubro, mas não evitou novas baixas. A partir daí, a autoridade monetária passou a intervir no mercado cambial com bastante frequência, no intuito de segurar a queda da taxa de câmbio através do enxugamento de divisas no mercado. A dificuldade encontrada pelo Bacen para concretizar seu objetivo pode ser constatada por meio de duas operações que ele realizou em 05 de dezembro, quando comprou cerca de US\$ 1 bilhão no mercado. Mesmo assim, o dólar fechou em baixa de 0,58% (cotado a R\$ 2,196) em relação à posição anterior. Com suas intervenções cambiais, o Bacen só conseguia reduzir a velocidade de queda da moeda norte-americana, deixando antever que o real só voltaria a se depreciar se o Copom intensificasse o corte das taxas de juros ou se surgissem novas turbulências no mercado internacional.

Gráfico 1



FONTE: Banco Central do Brasil.

Tabela 1

Evolução das taxas de inflação, mês a mês, segundo vários índices de preços — jan.-nov./05

(%)

ÍNDICES	JAN	FEV	MAR	ABR	MAIO	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	ACUMULADAS NO ANO
IPCA-IBGE	0,58	0,59	0,61	0,87	0,49	-0,02	0,25	0,17	0,35	0,75	0,55	5,31
IPC-IEPE	1,14	-0,09	1,15	1,31	0,17	-0,21	0,10	-0,61	-0,10	0,57	0,35	3,82
IPC-FIPE	0,56	0,36	0,79	0,83	0,35	-0,20	0,30	-0,20	0,44	0,63	0,29	4,22
IGP-M	0,39	0,30	0,85	0,86	-0,22	-0,44	-0,34	-0,65	-0,53	0,60	0,40	1,22
IGP-DI	0,33	0,40	0,99	0,51	-0,25	-0,45	-0,40	-0,79	-0,13	0,63	0,33	1,16
INPC-IBGE	0,57	0,44	0,73	0,91	0,70	-0,11	0,03	0,00	0,15	0,58	0,54	4,63

FONTE: IBGE.

IEPE.

FIPE.

FGV.

2 - Evolução dos agregados monetários

Desde meados da década de 80, o controle dos agregados monetários, que predominava como instrumento de política monetária, foi substituído nessa função pelo manejo das taxas de juros, em virtude da elevada volatilidade introduzida em tais agregados pela evolução das finanças contemporâneas. A partir de então, a taxa de juros de curtíssimo prazo (denominada taxa básica da economia) passou a ser considerada como o principal instrumento de política monetária, tanto por bancos centrais que adotaram o regime de metas de inflação, quanto pelos que não o utilizam. Esse seria um instrumento particularmente eficaz no caso de uma inflação de demanda. As interpretações sobre os mecanismos de transmissão da política monetária divergem a partir desse ponto.

As últimas estatísticas do Banco Central a respeito dos agregados monetários mostram que, em outubro de 2005, a base monetária (BM), segundo o critério de média dos saldos diários, alcançou R\$ 83,9 bilhões, registrando acréscimos de 1,4% no mês e de 10,5% no período de 12 meses (Tabela 2). A variação no mês decorreu, basicamente, da elevação de 2,1% no saldo do papel-moeda emitido, uma vez que as reservas bancárias se reduziram em 0,2%.

Em relação às fontes de emissão monetária (Tabela 3), tendo com referência os fluxos mensais, as operações do setor externo foram expansionistas em R\$ 7,6 bilhões, em outubro. Isso foi resultado das compras líquidas de divisas no mercado interbancário de câmbio.

Da mesma forma, o conjunto de operações com o sistema financeiro gerou expansão de R\$ 833 milhões, em função, basicamente, das liberações de recursos referentes à exigibilidade adicional sobre depósitos, R\$ 401 milhões, e do compulsório sobre os depósitos do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo, no valor de R\$ 297 milhões. Registre-se ainda a extinção, a partir de 6 de outubro, da exigibilidade de recolhimento compulsório sobre adiantamentos relativos a operações de câmbio, que motivou a devolução de R\$ 143 milhões. Em sentido oposto, o movimento na conta única do Tesouro Nacional resultou em contração de R\$ 5,6 bilhões. As operações com títulos públicos federais no mês, incluindo a atuação do Banco Central, com o objetivo de ajustar a liquidez do mercado monetário, apresentaram contração de R\$ 3,1 bilhões. No mercado secundário, o resultado das operações gerou contração de R\$ 9,8 bilhões, enquanto, no mercado primário, houve expansão de R\$ 6,7 bilhões, decorrente de resgates líquidos de R\$ 4,8 bilhões de títulos do Tesouro Nacional e de R\$ 1,9 bilhão de títulos do Banco Central.

Com relação ao saldo médio diário dos meios de pagamento (M1), o mesmo atingiu R\$ 122,2 bilhões em outubro, significando um crescimento de 1,8% no mês e de 7,9% em 12 meses. Os saldos do papel-moeda em poder do público e dos depósitos à vista cresceram 1,2% e 2,3% no mês. Considerado o período dos últimos 12 meses, esses componentes elevaram-se 10,7% e 6,2% respectivamente.

O conceito M2 dos meios de pagamento ampliado, que agrega ao M1 os depósitos para investimentos, os depósitos de poupança e os títulos emitidos por instituições financeiras, registrou elevações de 1,2% em

outubro e de 16,4% em 12 meses. No mês, o crescimento deu-se em função, basicamente, dos aumentos de 1,5% no saldo de títulos privados e de 2,1% no estoque de M1. Nos depósitos a prazo, observou-se captação líquida de R\$ 618 milhões, enquanto, nos depósitos de poupança, os resgates líquidos somaram R\$ 527 milhões.

O conceito M3, que acrescenta ao M2 as quotas de fundos de investimentos e os títulos públicos federais que dão lastro à posição líquida de financiamento em operações compromissadas realizadas entre o sis-

tema financeiro e o setor não financeiro, expandiu-se 1,5% no mês e 17,7% em 12 meses, somando R\$ 1,3 trilhão, com crescimento de 2,1% no saldo dos títulos federais. O conceito M4, incluindo o M3 e os títulos públicos de detentores não financeiros, elevou-se 1,5% no mês, enquanto, em 12 meses, cresceu 17,6%, totalizando, no mês, R\$ 1,2 trilhão. Como participação do Produto Interno Bruto, o M4 apresentou uma trajetória crescente ao longo do ano, sendo que, em outubro, representava 65,7% do PIB.

Tabela 2

Variação mensal e em 12 meses da base monetária (BM) e dos meios de pagamento no Brasil — jan.-out./05

MESES	BM (1)		M1 (2)		M2 (3)		M3 (4)		M4 (5)	
	No Mês	Em 12 Meses	No Mês	Em 12 Meses	No Mês	Em 12 Meses	No Mês	Em 12 Meses	No mês	Em 12 Meses
	Jan.	-1,6	21,4	-2,2	21,1	-0,9	20,7	0,4	17,2	0,5
Fev.	-3,6	20,6	-3,0	20,3	0,7	20,7	1,3	17,4	1,5	14,8
Mar.	-1,8	22,0	-0,7	21,1	2,0	22,6	1,8	18,1	1,8	15,9
Abr.	-1,2	18,2	-1,7	17,4	0,1	22,4	0,7	18,2	0,8	16,3
Mai	-0,1	17,2	-1,1	13,4	0,2	17,9	0,5	16,8	0,7	15,4
Jun.	-0,2	13,4	1,6	13,7	1,6	17,4	1,0	16,4	1,2	15,5
Jul.	2,8	14,6	2,0	13,1	1,1	17,2	2,0	17,2	1,7	16,2
Ago.	-0,5	13,2	-0,3	13,1	1,7	17,0	1,5	17,2	1,6	16,8
Set.	0,8	13,0	-0,2	9,6	1,1	16,5	1,6	17,2	1,4	16,8
Out.	1,4	10,5	1,8	7,9	1,2	16,4	1,5	17,7	1,5	17,6

FONTE: Banco Central do Brasil.

(1) Base monetária é o saldo do papel-moeda emitido mais reservas bancárias; média dos saldos diários. (2) M1 é o papel-moeda em poder do público mais depósitos à vista; média dos saldos diários. (3) M2 é o M1 mais depósitos de poupança e títulos emitidos pelas instituições financeiras; saldo no final do período. (4) M3 é o M2 mais parcela da carteira dos fundos de renda fixa não incluída nos conceitos mais restritos e operações compromissadas com títulos federais; saldo no final do período. (5) M4 é M3 mais títulos públicos em poder do setor financeiro; saldo no final do período.

Tabela 3

Fluxos acumulados dos principais fatores condicionantes da base monetária no Brasil — jan.-out./05

(R\$ milhões)

MESES	TESOURO NACIONAL (1)	OPERAÇÕES COM TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS	OPERAÇÕES DO SETOR EXTERNO	OPERAÇÕES COM O SISTEMA FINANCEIRO (2)
Jan.	2 988	-14 841	6 876	-307
Fev.	-6 815	-7 080	9 576	-12
Mar.	-7 317	-4 458	10 569	367
Abr.	-10 969	10 712	-7	-219
Mai	-4 914	4 852	-1	2 003
Jun.	-916	-298	-3	-20
Jul.	1 696	879	-18	-767
Ago.	-2 145	336	12	1 334
Set.	238	573	-12	-513
Out.	-5 559	-3 085	7 593	833

FONTE: Banco Central do Brasil.

NOTA: Os valores negativos são referentes à retração; os valores positivos são referentes à expansão.

(1) Não inclui operações com títulos. (2) Inclui redesconto do Banco Central, depósitos de instituições financeiras, operações com derivativos, ajustes e outras contas.

3 - A evolução do crédito em 2005

Através do crédito, os agentes econômicos antecipam renda futura para realizar gastos de consumo e/ou de investimento no presente. Ele é considerado um dos importantes mecanismos de transmissão da política monetária, por meio do qual a elevação da taxa básica de juros repercutirá no custo dos empréstimos bancários, reduzindo o volume demandado. No Brasil, os que defendem o impacto do crédito no aumento da demanda agregada e na inflação apontam a elevação de seu volume em 2004 e no início de 2005 para justificar seu argumento. Muitos atribuem ao aumento de crédito a responsabilidade pela baixa eficácia da política monetária. Essas análises não têm recebido o aval do Bacen, que vem afirmando que uma elevação do volume de crédito reforçará, a médio prazo, os canais de transmissão da política monetária. Apesar disso, tem deixado de tomar medidas para incentivar esse aumento, como a redução do nível do compulsório dos bancos.

Os dados do Banco Central mostram que houve efetivamente um aumento do volume de crédito na economia brasileira, mas que tal crescimento se deu sobre uma base muito deprimida. A relação do crédito

sobre o PIB é muito reduzida no Brasil, se comparada à de países desenvolvidos (G-7), onde ela ultrapassa 120%. Nos países emergentes do Sudeste Asiático, com taxa de crescimento mais elevada, essa razão é superior a 100% (Coreia do Sul, Malásia). A relação crédito/PIB, no Brasil, sofreu uma queda constante entre 1994 — logo após o Plano Real, quando os empréstimos ao setor privado correspondiam a cerca de 35% do PIB — e abril de 2003, com uma relação de 23,5% do PIB, para chegar, em dezembro de 2003, a 25,3%. Em dezembro de 2004, essa relação equivalia a 26,2% do PIB.

Estatísticas do Banco Central indicam que o volume total das operações de crédito do sistema financeiro nacional atingiu, em outubro, R\$ 575,6 bilhões (último dado disponível), representando crescimento de 2% no mês e de 17,7% no período de 12 meses. Em consequência, a participação dos saldos dos empréstimos no PIB (Tabela 4) situou-se em 30%, ante 29,8% em setembro último e 26,9% em outubro de 2004. Aliás, a expansão do volume de crédito em relação ao PIB foi a tônica de 2005, e ela sempre esteve condicionada ao desempenho das operações contratadas com recursos livres, notadamente pessoas físicas, com ênfase para as modalidades de crédito pessoal e de aquisição de bens.

Tabela 4

Evolução da participação das operações de crédito no sistema financeiro, segundo a origem dos recursos, no PIB do Brasil — jan.-out./05

MESES	CRÉDITOS SEGUNDO A ORIGEM DOS RECURSOS		TOTAL
	Livres (1)	Direcionados (2)	
Jan.	17,5	9,7	27,2
Fev.	17,7	9,7	27,4
Mar.	18,0	9,7	27,7
Abr.	18,3	9,7	28,1
Mai	18,6	9,7	28,3
Jun.	18,9	9,8	28,8
Jul.	19,4	9,9	29,2
Ago. (3)	19,7	10,0	29,7
Set. (3)	19,9	9,9	29,8
Out. (3)	20,1	9,9	30,0

FONTE: Banco Central do Brasil.

NOTA: Estimativa do Banco Central para o PIB dos 12 últimos meses a preços do mês assinalado, a partir de dados anuais do IBGE com base no IGP-D centrado.

(1) Inclui os dados da Circular nº 2.957, de 30.12.99, e das sociedades de arrendamento mercantil e cooperativas de crédito, dentre outras. (2) Refere-se a créditos a taxas de juros administradas. (3) Dados preliminares.

No que se refere à oferta de crédito segundo o controle de capital das instituições financeiras, constata-se que os empréstimos concedidos pelas instituições privadas nacionais participaram com 40,8% do volume do sistema financeiro, somando R\$ 235 bilhões em outubro. Esse resultado corresponde a elevações de 2,4% no mês e de 19,7% em 12 meses, destacando-se as operações contratadas com pessoas físicas, indústria e setor rural.

Os empréstimos das instituições estrangeiras totalizaram R\$ 129,6 bilhões, com evoluções de 2,3% no mês e de 20% em 12 meses. A participação desses bancos atingiu, em outubro, 22,5% do volume total de crédito do sistema financeiro, destacando-se os destinados às pessoas físicas, à indústria e a outros serviços.

A carteira das instituições financeiras públicas, que representa 36,7% do estoque total de crédito, alcançou R\$ 211,1 bilhões, com acréscimos de 1,3% no mês e de 14,2% em 12 meses, sobressaindo-se as operações destinadas ao setor rural.

Na segmentação do crédito em estoques com recursos livres e direcionados, enquanto, no primeiro caso, o mesmo representava 66,9% do total do sistema fi-

nanceiro e havia atingido R\$ 385,3 bilhões em outubro, significando expansão de 2,3% ao mês e de 23,5% em 12 meses, no segundo, o crédito com recursos direcionados alcançou R\$ 190,3 bilhões em outubro, com elevações de 1,3% no mês e de 7,5% em 12 meses. O desempenho no mês foi determinado pelo crescimento de 4,8% na carteira rural, R\$ 42 bilhões, evidenciando o aumento de recursos liberados para o custeio da safra 2005/2006. Os financiamentos do BNDES representam uma participação de 60,5% no volume total do crédito com recursos direcionados.

3.1 - Distribuição setorial do crédito

Com relação à distribuição setorial do crédito, o volume de empréstimos destinados ao setor privado alcançou R\$ 555,7 bilhões em outubro (Tabela 5), representando aumento mensal de 2,1% e de 18,4% em 12 meses. Esse desempenho no mês resultou, além do crescimento do crédito a pessoas físicas, de um maior dinamismo do setor agropecuário e dos negócios típicos do período próximo ao final de ano, relacionados, basicamente, a alguns setores da indústria e do comércio. Dessa forma, os empréstimos concedidos para pessoas físicas alcançaram R\$ 180,6 bilhões, revelando variação mensal de 2,5% e de 39,2% em 12 meses. Ao mesmo tempo, a carteira de crédito rural expandiu-se 3,7% no mês e 12,5% em 12 meses. Em outubro, o saldo da carteira de crédito rural de R\$ 61,9 bilhões refletiu, basicamente, as liberações de recursos para o custeio da safra 2005/2006.

No tocante aos demais ramos da atividade econômica, observou-se crescimento mensal de 1,9% e de 7,7% em 12 meses, nos créditos para a indústria, que atingiram R\$ 133,7 bilhões em outubro. Os financiamentos contratados pelo comércio apresentaram a mesma variação no mês, totalizando R\$ 62,3 bilhões, e, em 12 meses, o acumulado ficou em 16,1%. As operações para o segmento outros serviços aumentaram 1% no mês, totalizando um volume de R\$ 89 bilhões, e, no período de 12 meses, registraram um acumulado de 9,4%. A carteira de crédito habitacional, composta por operações com recursos livres e direcionados, revelou acréscimo mensal de 1,3%, com saldo de R\$ 28,2 bilhões. Em 12 meses, o crescimento foi de 10,5%.

Quanto à dívida bancária do setor público, a mesma totalizou R\$ 19,9 bilhões, registrando contração de 1,1% no mês e de 1,4% em 12 meses. Os financiamentos

tos concedidos a estados e municípios somaram R\$ 15,3 bilhões, com declínio de 0,7% no mês, refletindo as liquidações de contratos com empresas da área de energia. Considerando-se 12 meses até outubro, a expansão foi de 6,7%. Os empréstimos destinados ao Governo Federal diminuíram 2,3% no mês, com saldo de R\$ 4,5 bilhões em outubro. Em 12 meses, houve crescimento de 13,0%.

Tabela 5

Evolução mensal das operações de crédito destinadas aos setores público e privado — jan.-out./05

(R\$ milhões)			
MESES	SETOR PÚBLICO (1)	SETOR PRIVADO	TOTAL
Jan.	19 141	487 437	506 578
Fev.	19 152	493 830	512 982
Mar.	19 568	502 054	521 622
Abr.	19 533	510 467	530 000
Mai	19 452	514 482	533 934
Jun.	19 600	521 719	541 320
Jul.	19 980	528 839	548 819
Ago. (2)	20 143	537 704	557 847
Set. (2)	20 094	544 264	564 358
Out. (2)	19 879	555 741	575 620

FONTE: Banco Central do Brasil.

(1) Inclui a Administração Direta e a Indireta e atividades empresariais em que os Governos Federal, Estadual ou Municipal detêm participação superior a 50% no capital volante, de acordo com a Carta Circular nº 2.345, de 25.01.93. (2) Dados preliminares.

3.2 - Operações com recursos livres — crédito referencial para taxas de juros

As operações de crédito para pessoas jurídicas alcançaram R\$ 178,5 bilhões em outubro, com crescimento mensal de 2,1%, e, em 12 meses, de 11,5%. O resultado mensal foi determinado, basicamente, pela expansão das modalidades referenciadas em moeda estrangeira, que totalizaram R\$ 48,2 bilhões no mês, destacando-se as evoluções mensais de 4,3% e de 4,1%, respectivamente, em repasses externos e Adiantamento de Contrato de Crédito (ACC). Entretanto, em 12 meses até outubro, essas modalidades tiveram um desempenho negativo de 7,3% e de 6,4%. Nas operações com recursos domésticos, os créditos somaram, em outubro,

R\$ 130,2 bilhões, devido, principalmente, aos desempenhos das contas garantida e de capital de giro, cujos aumentos mensais foram de 3,5% e de 0,7% respectivamente. Em 12 meses, a conta capital de giro destacou-se, com um crescimento de 25,2%, enquanto o desempenho da conta garantida foi 0,0%.

Em relação ao crédito para pessoas físicas, o mesmo registrou crescimento de 2% em outubro e de 37,7% em 12 meses, atingindo R\$ 151,5 bilhões no mês. Esse desempenho em outubro continuou sendo impulsionado especialmente pelas operações de crédito pessoal e de financiamentos para aquisição de veículos, com elevações de 2% e de 1,9% no mês e de 49,6% e 32,8%, respectivamente, em 12 meses. Em relação às operações de créditos consignados em folha de pagamento, em que pese a expansão de 2,5% no volume total dos empréstimos em outubro, foi observada desaceleração nas concessões referentes à amostra de 13 instituições, que registraram queda de 14% no mês. Em 12 meses até outubro, o crédito consignado cresceu 91,9%.

Quanto à taxa média de juros das operações de crédito com recursos livres, a mesma alcançou 48,2% ao ano em outubro, com aumento de 0,1 ponto percentual em relação ao mês anterior e de 2,3 pontos percentuais em 12 meses. A explicação para a elevação em outubro deve-se ao aumento no custo dos contratos com pessoas jurídicas. No tocante ao *spread* bancário, verificou-se acréscimo de 0,4 ponto percentual em outubro, tendo em vista o movimento conjugado de aumento das taxas ativas e de redução do custo de captação. Em 12 meses, o aumento foi de 2,1 pontos percentuais.

Com respeito à inadimplência da carteira de crédito com recursos livres, especificamente a parcela utilizada como referencial para taxas de juros, ressalta-se a reformulação desse conceito, que passa a considerar os atrasos superiores a 90 dias, adequando-o aos padrões internacionais. Nesse contexto, a inadimplência dos empréstimos mostrou estabilidade em outubro, situando-se em 4%. Enquanto a inadimplência nas operações com pessoas físicas foi de 6,5% no mês de outubro, em 12 meses ela ficou em 0,0%. No caso das operações com pessoas jurídicas, no mês de outubro, não houve crescimento em relação ao anterior, entretanto, em 12 meses, a evolução foi de 0,5 ponto percentual.

4 - Considerações finais

Os efeitos do ciclo de aumento da taxa básica de juros, iniciado em setembro de 2004 e encerrado no final do primeiro semestre de 2005, fizeram-se sentir no nível de atividade da economia, principalmente no terceiro trimestre do ano, quando o PIB foi negativo. Entretanto, no que diz respeito à inflação, essa política monetária restritiva apresentou resultado positivo, pois conduziu o IPCA para níveis muito próximos do centro da meta, o que permitiu ao Copom retomar, em setembro desse ano, o processo de redução da taxa Selic.

A postura da política monetária adotada, segundo o Copom, vem contribuindo de maneira importante para a consolidação de um ambiente macroeconômico cada vez mais favorável em horizontes mais longos. Para a autoridade monetária, a atividade econômica deverá recuperar-se em 2006 e continuar em expansão, em ritmo condizente com as condições de oferta, de modo a não resultar em pressões significativas sobre a inflação. Além disso, a despeito da volatilidade que continua sendo observada nos mercados financeiros internacionais e do fato de os preços do petróleo ainda continuarem em níveis elevados, o cenário externo permanece favorável para o próximo ano, particularmente no que diz respeito às perspectivas de financiamento para a economia brasileira. Dessa forma, o espaço para que se observem juros reais menores no futuro continuará consolidando-se de forma natural, como consequência dessa melhora de percepção.

Referências

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Comitê de Política Monetária. **Ata da reunião 112 do COPOM**. Brasília, DF: Bacen, 13/14 set. 2005. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?COPOM> Acesso em: 12 dez. 2005.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Comitê de Política Monetária. **Ata da reunião 114 do COPOM**. Brasília, DF: Bacen, 22/23 nov. 2005. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?COPOM> Acesso em: 12 dez. 2005.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Comitê de Política Monetária. **Ata da reunião 115 do COPOM**. Brasília, DF: Bacen, 13/14 dez. 2005. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?COPOM> Acesso em: 26 dez. 2005.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Informações econômicas. Política monetária. **Nota para a imprensa**. Brasília, DF: BACEN, 25 novembro 2005. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?COPOM>. Acesso em: 16 dez. 2005.