

Política monetária: no primeiro semestre de 2005, Copom mantém o ciclo de aumento da taxa básica de juros*

Edison Marques Moreira**

Economista da FEE e Professor da PUCRS.

Resumo

Neste artigo, analisa-se o comportamento da política monetária no primeiro semestre de 2005, período em que o Comitê de Política Monetária (Copom) se preocupou em promover a convergência da inflação para a meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Para isso, deu prosseguimento ao ciclo de alta da taxa de juros Selic iniciado em setembro de 2004. Também se acompanham o aumento do volume de crédito na economia e o desempenho dos agregados monetários. Por último, apresentam-se breves considerações sobre o possível rumo da política monetária no segundo semestre do ano.

Palavras-chave

Política monetária; taxa de juros; volume de crédito.

Abstract

This article analyzes the behavior of the monetary politics in the first semester of 2005, period that Copom tried to adjust the inflation into the value establish by Conselho Monetário Nacional (CMN). To achieve that, it was kept the cycle of high of the basics tax of interest, which began in september of 2004. The article

* Este texto foi elaborado com informações obtidas até 26.06.05.

** O autor agradece a colaboração dos estagiários Fábio Magalhães Nunes e Nathan Sassi Meneguzzi na pesquisa dos dados e na elaboração das tabelas.

also analyses the raise of credit volume and the performance of monetary aggregates in the economy. At last, will be presented shorts considerations about the future of the monetary politics in the second semester of the year.

Artigo recebido em 07 jul. 2005.

Introdução

A política monetária, nos primeiros seis meses 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.

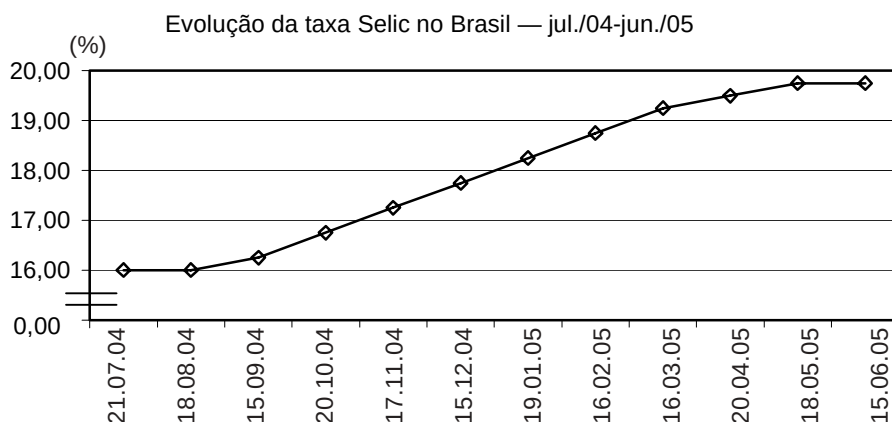
As iniciativas da autoridade monetária, entretanto, não atingiram rapidamente o objetivo visado, exigindo, portanto, um período mais longo de manutenção do aumento da taxa básica de juros da economia. Em março, por exemplo, ainda que com pequenas oscilações, a mediana das expectativas de variação do 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% em 2005 fica clara, quando se considera que ela implicava uma inflação mensal média de apenas 0,41%, quando a média dos indicadores de núcleo do IPCA se mantinha sistematicamente acima de 0,6% ao mês.

Neste texto, procura-se analisar o comportamento da política monetária no primeiro semestre do corrente ano, onde o Copom perseguiu a meta de inflação estabelecida pelo CMN fundamentalmente através da elevação da taxa básica de juros da economia. Além disso, avaliam-se o aumento do volume de crédito na economia e o desempenho dos agregados monetários. Por último, apresentam-se breves considerações sobre o possível rumo da política monetária no segundo semestre do ano.

1 - Copom interrompe o ciclo de aumento da taxa básica de juros

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.

Gráfico 1



FONTE: Bacen.

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 deste ano deveria ser alterado para 5,1%, com o teto sendo mantido em 7%. Desde setembro, quando começaram a subir os juros, a autoridade monetária passou 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, as incertezas no cenário externo com as oscilações do preço do petróleo e as dúvidas em relação ao rumo dos juros nos Estados Unidos da América (EUA). Este último fator foi amenizado 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 juro preferencial. Ela aumentou em 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 atual resistência dos preços livres aos efeitos da atual política monetária não tem precedente 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 dos preços 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 de juros pelo Copom trouxeram sempre muito nervosismo, e isso pode ser constatado, por exemplo, nos 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.

A decisão do Copom de manter, em junho, a mesma taxa de juros de maio foi tomada com base nas perspectivas para a trajetória de inflação. IPCA do IBGE deu fortes sinais de desaceleração em maio, quando ficou em 0,49%, ante 0,87% em abril (Tabela 1), e as expectativas de inflação por parte do mercado caíram para 6,21% no ano; portanto, menores que projeções anteriores, embora ainda acima da meta determinada para 2005.

Tabela 1

Evolução das taxas de inflação, mês a mês, segundo vários índices de preços, no Brasil — jan.-maio/05

(%)

ÍNDICES	JAN	FEV	MAR	ABR	MAIO	ACUMULADAS NO ANO
IPCA-IBGE	0,58	0,59	0,61	0,87	0,49	3,18
IPC-IEPE	1,14	-0,09	1,15	1,31	0,17	3,73
IPC-FIPE	0,56	0,36	0,79	0,83	0,35	2,92
IGP-M	0,39	0,30	0,85	0,86	-0,22	2,20
IGP-DI	0,85	0,43	0,70	0,88	-0,25	1,99
INPC-IBGE	0,57	0,44	0,73	0,91	0,70	3,39

FONTE: IBGE.

IEPE.

FIPE.

FGV.

GAZETA MERCANTIL. São Paulo: Investnews Online, 2005 (vários números).

O *stop* na escalada dos juros não significou, contudo, nenhuma mudança no *ranking* daqueles países com juros mais altos. O Brasil ainda mantém a liderança, com uma taxa real de 13,9% ao ano, mais do que o dobro do segundo colocado, a Turquia, com 5,9%.

Mesmo com a interrupção do ciclo de altas, o Bacen, que já vinha sofrendo críticas ao longo do semestre, por um provável desaceleramento 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 cresceu, no primeiro trimestre de 2005, apenas 0,3% em comparação com o quarto trimestre de 2004.

Os juros elevados tiveram impacto principalmente sobre os investimentos e o consumo das famílias, responsáveis pela desaceleração da economia. Os investimentos caíram 3% no primeiro trimestre de 2005, ante os últimos três meses de 2004, quando já haviam recuado 3,9%. Já a demanda das famílias, que havia segurado o PIB no último trimestre do ano passado, teve queda de 0,6% nos três primeiros meses deste ano, a primeira desde o segundo trimestre de 2003, e, quanto ao consumo do Governo, este recuou 0,1% no mesmo período. Pelo lado da demanda, só as exportações tiveram crescimento (3,5%), evitando uma maior contração do PIB no trimestre. Entretanto o ritmo das exportações deve diminuir gradativamente ao longo de 2005 (devido, dentre outros motivos, ao atual ciclo de valorização cambial), embora o setor externo deva continuar a ser, por mais um ano, a base do crescimento do PIB brasileiro.

Os resultados alcançados pela política de juros altos têm preocupado todos os agentes econômicos, pois, na medida em que ela consegue o objetivo de controlar a inflação, também impõe um custo elevado à sociedade, em termos de queda no nível de atividade da economia e de aumento da taxa de desemprego. Entretanto o Bacen, que implementou essa política monetária recessiva de combate à inflação, precisará insistir nela por mais alguns meses, aguardando resultados melhores nos índices de preços. Isso significa manter os juros no patamar atual, ou próximo, até o fim do ano.

2 - O aumento do volume de crédito

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 tem afirmado 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, nos quatro primeiros meses de 2005 (últimos dados disponíveis), as operações de crédito do sistema financeiro, com um volume total de R\$ 515,4 bilhões em abril (alta de 1,7% no mês e de 20,5% em 12 meses), alcançaram 27% do PIB, ante 26,7% em março do mesmo ano e 25,3% registrado em abril do ano anterior. Essa evolução refletiu o desempenho, em 2005, dos financiamentos contratados com recursos livres, evidenciado pelo aumento das operações com pessoas físicas, em particular os empréstimos consignados em folha de pagamento, assim como o crescimento das carteiras de pessoas jurídicas lastreadas em recursos internos.

Nesse contexto, o estoque de crédito concedido com recursos livres alcançou R\$ 299,6 bilhões em abril, com acréscimos de 2,9% no mês e de 24,9% em 12 meses (Tabela 2), atingindo 58,1% do total de crédito do sistema financeiro. A parcela relativa aos recursos direcionados mostrou redução mensal de 0,3% e crescimento de 12,4% em 12 meses, totalizando R\$ 180 bilhões. Os desembolsos efetuados pelo BNDES somaram R\$ 12 bilhões no acumulado de janeiro a abril, revelando contração de 0,6% comparativamente a igual período de 2004. As consultas realizadas ao BNDES, que representam futuros investimentos de médio e longo prazos, alcançaram R\$ 26,5 bilhões nos primeiros quatro meses de 2005, com redução de 5,9% em relação às registradas no mesmo período do ano anterior.

Com relação à distribuição setorial do crédito, o volume de empréstimo destinado ao setor privado alcançou R\$ 495,9 bilhões em abril de 2005, registrando expansão de 1,8% no mês. O destaque é o crescimento de 2,7% nos empréstimos para pessoas físicas, volume de R\$ 141,5 bilhões, bem como o de 1,5% nos financiamentos direcionados à indústria, saldo de R\$ 128,7 bilhões. No tocante

aos demais setores da atividade econômica, observou-se aumento de 1,6% nas operações com o segmento outros serviços, estoque de R\$ 84,9 bilhões, ressaltando-se o setor de transportes. Os créditos contratados pelo comércio mostraram incremento mensal de 1,2%, ao atingirem R\$ 57,7 bilhões.

Tabela 2

Evolução mensal e em 12 meses do crédito com recursos livres, direcionados e do crédito total no Brasil — jan.-abr./05

(%)

MESES	RECURSOS LIVRES (1)	RECURSOS DIRECIONADOS	CRÉDITO TOTAL (2)
Janeiro	2,2	0,2	1,4
Fevereiro	2,6	-0,8	1,2
Março	2,1	0,6	1,7
Abril	2,9	-0,2	1,7
Em 12 meses	24,9	12,4	20,5

FONTE: Bacen.

(1) Os recursos livres são definidos de acordo com a Circular nº 2.957, de 30.12.99, do Bacen; não incluem companhias hipotecárias e agências de fomento e desenvolvimento. (2) Refere-se a créditos a taxas de juros administradas.

Assinale-se, ainda, o desempenho das operações de crédito rural, que cresceram 1,6% no mês, somando R\$ 56,7 bilhões, com ênfase na liberação de recursos para investimento agrícola. As operações de crédito para o setor habitacional, que contemplam os recursos livres e os direcionados, totalizaram R\$ 26,4 bilhões, com incremento de 0,8% no mês. Essa variação refletiu o aumento de crédito concedido pelos bancos públicos, com prevalência de recursos oriundos do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS). Por último, têm-se as operações com o setor público, que atingiram R\$ 19,5 bilhões, apresentando retração de 0,3% no mês. O resultado foi determinado pelo recuo de 1,4% nas operações com o Governo Federal, saldo de R\$ 5 bilhões, que refletiu a apreciação cambial nos contratos vinculados à moeda estrangeira.

Quanto às operações de crédito com recursos livres, o volume de crédito destinado às pessoas jurídicas alcançou R\$ 169,7 bilhões em abril, com acréscimo mensal de 2,5%. A evolução foi determinada pelo crescimento das modalidades com recursos domésticos, que aumentaram 3,5% no mês, somando

R\$ 120,1 bilhões. No mesmo sentido, a média diária das concessões para pessoas jurídicas com recursos internos elevou-se 6,1%, totalizando R\$ 2,9 bilhões. O estoque das modalidades referenciadas em moeda estrangeira situou-se praticamente no mesmo patamar do mês anterior, R\$ 49,6 bilhões, influenciado pela apreciação cambial. As concessões médias lastreadas em recursos externos, R\$ 547 milhões, registraram, entretanto, incremento de 12,4%, devido às contratações de repasses externos e aos financiamentos à importação.

As operações com pessoas físicas alcançaram R\$ 129,9 bilhões, com expansão de 3,5% em abril (Tabela 3). A evolução mostrou-se mais significativa em crédito pessoal, com variação de 4,8% no mês e de 51,9% em 12 meses. Esse crescimento foi influenciado pela expansão dos empréstimos consignados, que atingiram R\$ 16,5 bilhões em abril (crescimento, no mês, de 6,7%), de acordo com os dados de amostra de instituições financeiras representativas. Em 12 meses (abr./04-abr./05), esse tipo de crédito aumentou 110,9%. O sucesso do crédito com desconto em folha de pagamento decorre do fato de que ele apresenta um risco muito menor para os bancos, porque a prestação devida é descontada diretamente do rendimento mensal do tomador de crédito. O risco remanescente de desemprego dos tomadores desse tipo de crédito é ainda mais minimizado pela preferência absoluta que os bancos têm dado aos assalariados do setor público e aos aposentados e pensionistas do INSS. O crédito em consignação dá ao consumidor uma alternativa de financiamento, com taxas inferiores às taxas normais de financiamento, já que os baixos riscos levam os bancos a demandar taxas de juros menores para essa modalidade do que para os demais créditos para as pessoas físicas.

A taxa média de juros das operações de crédito com recursos livres aumentou 0,6 ponto percentual em abril, alcançando 48,4% ao ano. A elevação no custo médio do crédito refletiu o comportamento das taxas dos empréstimos com pessoas físicas e com pessoas jurídicas, assim como o crescimento da participação da carteira de pessoas físicas no saldo total das operações. No mesmo sentido, o *spread* bancário mostrou acréscimo de 0,2 ponto percentual, situando-se em 29 pontos percentuais.

Em relação aos juros médios para empréstimos a pessoas físicas, estes atingiram 64,5% ao ano, com alta de 0,5 ponto percentual no mês. Destacou-se, nesse tipo de crédito, o incremento de 1,5 ponto percentual no custo das operações de cheque especial, modalidade que representa 8,9% do crédito total a pessoas físicas. Em sentido oposto, observou-se decréscimo de 4,7 pontos percentuais no custo dos financiamentos de bens, exceto veículos, em virtude de operações associadas a convênios firmados por instituições financeiras com grandes lojas de departamento.

Tabela 3

Evolução mensal e em 12 meses das operações de crédito com recursos livres, por modalidade pessoa física, no Brasil — jan.-abr./05

(%)

MESES	CHEQUE ESPECIAL	CRÉDITO PESSOAL (1)	FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO
Janeiro	7,8	3,1	-0,3
Fevereiro	4,7	5,4	-0,3
Março	3,8	5,8	-1,3
Abril	0,4	4,8	-0,3
Em 12 meses	11,1	51,9	-1,0

MESES	AQUISIÇÃO DE BENS	CARTÃO DE CRÉDITO	OUTROS	TOTAL
Janeiro	2,0	6,1	2,7	3,2
Fevereiro	0,9	8,3	3,7	3,6
Março	2,0	-2,2	5,8	3,5
Abril	2,1	6,7	4,3	3,5
Em 12 meses	28,2	45,1	21,5	35,4

FONTE: Bacen.

NOTA: Saldo em final de período.

(1) Inclui operações consignadas em folha de pagamento.

No segmento de pessoas jurídicas, a taxa média atingiu 33,3% ao ano, com incremento de 0,4 ponto percentual ao mês. Esse resultado foi determinado pelo acréscimo de 1 ponto percentual nos contratos pactuados com juros pós-fixados, conjugado ao aumento de 0,5 ponto percentual nas operações com taxas pré-fixadas, ressaltando-se as elevações nas modalidades conta garantida e capital de giro.

A inadimplência da carteira de crédito com recursos livres, considerados os atrasos superiores a 15 dias, situou-se em 7,6% em abril, apresentando recuo de 0,1 ponto percentual. Os atrasos relativos às operações com pessoas físicas revelaram queda de 0,4 ponto percentual, atingindo 12,3%, enquanto, no segmento de pessoas jurídicas, a inadimplência se elevou 0,2 ponto percentual, correspondendo a 4% da carteira de crédito.

3 - Evolução dos agregados monetários

Desde meados da década de 80, o controle dos agregados monetários, que predominava como instrumento de política monetária, foi substituído nesta função pelo manejo das taxas de juros, em função da elevada volatilidade introduzida em tais agregados pela evolução da finança contemporânea. 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 nos casos de uma inflação de demanda. As interpretações sobre os mecanismos de transmissão da política monetária divergem a partir desse ponto.

Em abril (último dado disponível), a média dos saldos diários da base monetária (BM) atingiu R\$ 80,5 bilhões, apresentando queda de 1,2% no mês e acréscimo de 18,2% no período de 12 meses (Tabela 4). O comportamento registrado no mês decorreu das reduções de 1% em papel-moeda emitido e de 1,6% em reservas bancárias.

Em relação às fontes de emissão monetária, tendo como referência os fluxos mensais, o movimento na conta única do Tesouro Nacional constituiu o principal fator de contração da base monetária, com impacto de R\$ 10,9 bilhões (Tabela 5). No mesmo sentido, o conjunto de operações com o sistema financeiro foi contracionista em R\$ 219 milhões, decorrente, basicamente, dos ajustes nas operações com derivativos, no montante de R\$ 187 milhões.

As operações com títulos públicos federais no mês, incluindo a atuação do Banco Central com o objetivo de ajustar a liquidez do mercado monetário, foram expansionistas em R\$ 10,7 bilhões, em função, principalmente, das operações realizadas no mercado primário, onde os resgates líquidos de títulos do Tesouro Nacional geraram expansão de R\$ 9 bilhões. No mercado secundário, as compras líquidas resultaram em expansão de R\$ 1,7 bilhão.

Os meios de pagamento (M1), considerada a média dos saldos diários, alcançaram R\$ 117,7 bilhões em abril, redução de 1,7% no mês e elevação de 17,5% em 12 meses. Os saldos do papel-moeda em poder do público e dos depósitos à vista registraram quedas de 1,6% e 1,8%, respectivamente, no mês. Considerando-se o período dos últimos 12 meses, ambos os componentes cresceram 17,5%.

O conceito M2 dos meios de pagamento ampliados, que adiciona ao M1 os depósitos de poupança e os títulos emitidos pelas instituições financeiras, apresentou elevação de 0,3% em abril. Destaque-se a redução de 2,2% observada no estoque de M1, em contraposição à elevação de 1,6% no saldo

de títulos privados. Os depósitos de poupança apresentaram resgates líquidos de R\$ 700 milhões, enquanto, nos depósitos a prazo, se observou captação líquida de R\$ 1,1 bilhão.

Tabela 4

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

(%)

MESES	BM (1)		M1 (2)		M2 (3)	
	No Ano	Em 12 Meses	No Ano	Em 12 Meses	No Ano	Em 12 Meses
Janeiro	-1,6	21,4	-2,2	21,1	-0,9	20,7
Fevereiro	-3,6	20,6	-3,0	20,3	0,7	20,7
Março	-1,8	22,0	-0,7	21,1	2,0	22,7
Abril	-1,2	18,2	-1,7	17,5	0,3	22,6

MESES	M3 (4)		M4 (5)	
	No Ano	Em 12 Meses	No Ano	Em 12 Meses
Janeiro	0,8	17,6	1,0	15,1
Fevereiro	1,0	17,5	1,2	14,9
Março	1,8	18,2	1,9	16,1
Abril	0,5	18,1	0,5	16,1

FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL. Informações econômicas. Política monetária. **Nota para a imprensa.** [Brasília, DF]: Bacen, 25 de maio de 2005. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?ECOIMPOM> Acesso em: 25 maio 2005.

(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 o M3 mais títulos públicos em poder do setor não financeiro; saldo no final do período.

Tabela 5

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

MESES	TESOURO NACIONAL (1)	OPERAÇÕES COM TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS	OPERAÇÕES DO SETOR EXTERNO	(R\$ milhões)
				OPERAÇÕES COM O SISTEMA FINANCEIRO (2)
Janeiro	2 988	14 841	6 876	-285
Fevereiro	-6 815	-7 080	9 576	-36
Março	-7 317	-4 458	10 569	367
Abril	-10 969	10 712	-7	-219

FONTE: Bacen.

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.

O conceito M3, que agrega ao M2 as quotas de fundos de renda fixa e os títulos públicos federais que dão lastro à posição líquida de financiamento em operações compromissadas, realizadas entre o sistema financeiro e o setor não financeiro, expandiu-se 0,5%, com crescimento de 0,4% nas quotas dos fundos, resultante da rentabilidade e da captação líquida negativa de R\$ 2,2 bilhões em abril. O conceito M4, incluindo o M3 e os títulos públicos de detentores não financeiros, elevou-se 0,5% no mês, totalizando R\$ 1,2 trilhão.

4 - Considerações finais

Os efeitos do ciclo de aumento da taxa básica de juros iniciado em setembro de 2004 já se fazem sentir tanto nos resultados da inflação como nas projeções de inflação realizadas pelo Bacen. A atividade econômica deverá continuar em expansão, mas a um ritmo menor e mais condizente com as condições de oferta, de modo a não resultar em pressões significativas sobre a inflação. Além disso, houve uma redução na persistência de focos localizados de pressão na inflação corrente e uma melhora do cenário externo, não obstante a elevação recente dos preços internacionais do petróleo. Dessa forma, reduziram-se os

riscos a que está submetido o processo de convergência da inflação para a trajetória de metas.

Diante dessa conjuntura, acredita-se na perspectiva de manutenção da taxa básica de juros em 19,75% ao ano, principalmente nos primeiros meses do segundo semestre de 2005. Contudo, à medida que se aproximar o final do ano, período em que normalmente o consumo se aquece, é possível que o Copom promova novamente a sua alta, a fim de prevenir-se de uma possível pressão inflacionária de demanda. Diante dessa possibilidade, o Bacen, ao divulgar, no final do mês de junho, o relatório trimestral de inflação, precavendo-se, elevou a projeção de inflação para 2005 de 5,5% para 5,8% e reduziu a estimativa de crescimento do PIB de 4% para 3,4%. Para 2006, a autoridade monetária projetou uma inflação de 3,7%, abaixo, portanto, da meta de 4,5%, o que pode significar a manutenção da política de juros elevados para o ano que vem, embora, por ser um ano eleitoral, o Governo faça todo o possível para modificá-la, provocando uma redução dos juros básicos para permitir um maior crescimento da economia.

Referências

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

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Comitê de Política Monetária. **Ata da reunião 104 do COPOM**. Brasília, DF: Bacen, 18/19 jan. 2005. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?COPOM> Acesso em: 19 jan. 2005.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Comitê de Política Monetária. **Ata da reunião 105 do COPOM**. Brasília, DF: Bacen, 15/16 fev. 2005. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?COPOM> Acesso em: 16 fev. 2005.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Comitê de Política Monetária. **Ata da reunião 106 do COPOM**. Brasília, DF: Bacen, 15/16 mar. 2005. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?COPOM> Acesso em: 16 mar. 2005.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Comitê de Política Monetária. **Ata da reunião 107 do COPOM**. Brasília, DF: Bacen, 19/20 abr. 2005. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?COPOM> Acesso em: 20 abr. 2005.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Comitê de Política Monetária. **Ata da reunião 108 do COPOM**. Brasília, DF: Bacen, 17/18 maio 2005. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?COPOM> Acesso em: 18 maio 2005.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Comitê de Política Monetária. **Ata da reunião 108 do COPOM**. Brasília, DF: Bacen, 14/15 jun.2005. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?COPOM> Acesso em: 16 jun. 2005.

BOLETIM DE CONJUNTURA. Brasília, DF: IPEA, 28 de março de 2005. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br> Acesso em: 4 abr. 2005.

GAZETA MERCANTIL. São Paulo: Investnews Online, 2005. (vários números).