

Política monetária: as dificuldades de flexibilizá-la no primeiro semestre*

*Edison Marques Moreira***

Uma análise da conjuntura brasileira nos primeiros seis meses do ano mostra uma preocupação das autoridades monetárias, sobretudo com o comportamento da economia norte-americana. A instabilidade nas suas Bolsas de Valores e o seu prolongado ciclo de crescimento econômico pressionam a sua inflação, levando o Federal Reserve (Fed) a manter uma tendência de elevação lenta e gradual dos juros na busca de uma aterrissagem suave da economia, isto é, sem recessão. Esse posicionamento conduziu o Comitê de Política Monetária (Copom) a ter cuidado ao reduzir a taxa referencial de juros da economia brasileira (taxa *over* Selic), mesmo que os seus principais fundamentos macroeconômicos apresentassem uma evolução satisfatória ao longo do período.

O presente texto procura analisar como se transmitiu essa cautela do Governo, em termos de política monetária, na primeira metade do ano, e a evolução dos agregados monetários no período.

1 - A política monetária nos primeiros seis meses do ano

Segundo dados divulgados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), o Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro cresceu 3,08% nos três primeiros meses de 2000 em comparação com o último trimestre do ano passado. A principal causa foi o desempenho da indústria, cuja produção aumentou 5,69% no primeiro trimestre contra um resultado negativo de 1,69% nos três últimos meses do ano passado.

* O texto foi elaborado com informações obtidas até 16.06.00.

** Economista, Técnico da FEE.

O autor agradece a colaboração das colegas Isabel Noemia Rückert, Maria Luiza Blanco Borsatto e Enio Roberto de Andrade e, também, das estagiárias Aline Maria da Silva Mota, Manuela Alborno Gonçalves e Rita Lodeiro Müller.

A expectativa para o segundo trimestre é que a economia mantenha esse crescimento, pois, de acordo com os dados disponíveis até maio, verifica-se que a indústria de transformação continua aquecida. Alguns setores, como o químico-petroquímico e o de embalagens e têxtil, inclusive já apresentam uma utilização da capacidade instalada em torno de 90%¹.

Esse desempenho da economia pode ser atribuído, dentre outros fatores, não só à queda das taxas de juros, mas também à redução do depósito compulsório sobre os depósitos à vista, que, no início do semestre, era de 65%, passando para 55% em março e 45% em junho, permitindo uma elevação da disponibilidade do crédito no sistema financeiro.

No caso da taxa de juros referencial da economia (Selic), ela passou de 19% em janeiro para 17,5% em junho, representando uma queda de 1,5 ponto percentual no período (Tabela 1). O viés na última reunião do Copom, em 19 de junho, deixou de ser neutro e passou a apontar uma situação de baixa.

A trajetória de redução da taxa de juros Selic estava atrelada, fundamentalmente, ao cenário internacional. Além do comportamento da economia norte-americana, do desempenho do mercado de ações naquele país, a evolução do preço do petróleo no mercado externo também gerava um fator de incerteza que preocupava o Bacen.

No cenário interno, apesar do bom desempenho das contas públicas, a discussão sobre a possibilidade da correção do saldo do FGTS poderá constituir-se num dado fiscal ruim no longo prazo, mas que também foi considerado pelo Copom.

Com relação à taxa de juros de mercado, esta apresentou uma pequena queda nos primeiros meses do ano, mantendo-se praticamente estável em abril e maio. A taxa de juros média para empréstimo pessoal em abril ficou em 4,54% e 4,55% em maio, segundo levantamento feito pela Fundação Procon-SP junto às 14 maiores instituições financeiras. Já a taxa média mensal para o cheque especial, que era de 9,24% em abril, passou para 9,20% em maio.

¹ A média de ocupação do parque industrial foi de 83,1% em abril, a melhor marca desse mês nos últimos cinco anos, segundo pesquisa IBRE-FGV.

Tabela 1

Evolução percentual ao ano da taxa referencial Selic — jan.-jun./00

DATAS	TAXA SELIC
19.01.00	19,00
16.02.00	19,00
22.03.00	19,00
19.04.00	18,50
24.05.00	18,50
20.06.00	17,50

FONTE: Bacen.

Os juros de mercado devem voltar a cair ao longo do segundo semestre, abrindo caminho para a redução de toda a curva de juros. Antes disso, a expectativa é de que a curva que serve como base para as taxas de crédito sofra apenas ajustes.

O contrato de *swap* (troca de taxa) de um ano fechou em 21,17% em 27 de maio, ante 21,33% no dia anterior. Ainda assim, está muito distante do patamar de 17,4%, alcançado em março. As taxas para um prazo maior avançaram bem mais. O custo de captação para 24 meses saltou de 18,25% no dia 31 de março para 23,30% em 26 de maio, uma diferença em torno de 5 pontos percentuais.

A avaliação que os analistas desse mercado fazem é de que os juros futuros de curto prazo devem começar a reduzir os prêmios embutidos na taxa, refletindo a tendência da taxa Selic.

Mas a previsão de redução nos prêmios só será mantida e repassada aos contratos de longo prazo se houver estabilidade nas Bolsas norte-americanas, as quais estão influenciadas pela manutenção do crescimento econômico daquele país nos últimos anos. Na realidade, os agentes econômicos aguardarão a divulgação de indicadores econômicos que possam mostrar como a economia norte-americana responderá à mudança na política monetária adotada pelo Federal Reserve (Banco Central dos Estados Unidos), que vem aumentando, gradativamente, as taxas de juros. Atualmente, a taxa de juros nos Estados Unidos é de 6,5% ao ano, a maior desde janeiro de 1991.

Mesmo com a possibilidade de redução nos contratos de juros futuros, parece ainda ser cedo para o Tesouro Nacional voltar a ofertar títulos pré-fixados

ao mercado. Essa afirmação pode ser deduzida a partir de várias situações vividas pelo Tesouro, como a ocorrida no início de maio, em que ele teve que interromper os leilões de Letras do Tesouro Nacional (LTNs) por considerar altas as taxas de juros pedidas pelo mercado. Na ocasião, o mercado havia exigido taxas entre 21,70% e 21,80% ao ano para adquirir os papéis.

Com relação à taxa de juros de longo prazo (TJLP), o Conselho Monetário Nacional (CMN) decidiu, em reunião do dia 30 de março, baixá-la de 12% para 11% ao ano, no período de 1º de abril a 30 de junho.

A TJLP, que serve como referência para grande parte dos empréstimos concedidos pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDES), segue a tendência de redução gradual dos juros da taxa Selic. A melhora do cenário econômico interno (superávit fiscal, crescimento da economia e melhor comportamento das contas externas) motivou a diminuição de 6% para 5,5% do chamado prêmio de risco, um dos dois componentes dessa taxa de juros.

O outro componente da TJLP é a expectativa de inflação para os próximos 12 meses, que também caiu de 6% para 5,5%. A previsão oficial de inflação é de 6% para este ano e de 4% para 2001, com base no Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). Até maio do corrente ano, a inflação acumulada por esse índice era de 1,41% (Tabela 2).

Tabela 2

Evolução das taxas de inflação, mês a mês, segundo vários índices de preços — jan.-maio/00

ÍNDICES	JAN	FEV	MAR	ABR	MAIO	ACUMULADO JAN-MAIO/00
IPCA-IBGE	0,62	0,13	0,22	0,42	0,01	1,41
IPC-IEPE	0,86	1,26	1,63	1,81	2,01	2,01
IPC-FIPE	0,57	-0,23	0,23	0,09	0,03	0,69
IGP-m	1,24	0,35	0,15	0,23	0,31	2,30
IGP-DI	1,02	0,19	0,18	0,13	0,67	2,21
INPC-IBGE	0,61	0,05	0,13	0,09	-0,05	0,83

FONTE: IBGE.
IEPE.
FIPE.
FGV.

As dúvidas quanto ao rumo da economia dos Estados Unidos, se continuaria aquecida ou não, apesar da política de elevação das taxas de juros praticadas pelo Fed, provocaram, sobretudo no segundo trimestre do ano, uma tendência de desvalorização do real, devido a uma maior procura por *hedge*. No início de maio (03/05), por exemplo, o dólar atingiu a cotação de R\$ 1,819 para a venda, alta de 0,83% em relação à posição anterior. Em 22 de maio, o dólar já estava fechando em R\$ 1,8510 para a venda, a maior cotação desde 04 de janeiro deste ano.

Os contratos negociados na Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) também subiram. Para junho, a moeda estaria valendo R\$ 1,856.

Um indicador da maior procura por *hedge* é o expressivo aumento dos números de contratos negociados com dólar na BM&F, que saltou de 64.652 em 08 de maio para 93.298 registrados no dia 20.05.

Essa situação também preocupa o Governo brasileiro, porque o câmbio é uma das variáveis que influencia a trajetória da inflação no curto prazo. Por esse motivo, nos últimos meses deste primeiro semestre, a autoridade monetária tem procurado dar liquidez ao mercado por meio de leilões de papéis cambiais (NBC-E e NTN-D).

Com relação às operações de crédito do sistema financeiro, a Resolução nº 1.748, de 30.08.90, vigente até 29.02.00, estabelecia procedimentos para a classificação das operações de crédito, baseados apenas no prazo de inadimplência, desconsiderando o risco potencial do tomador de recursos. Os créditos eram classificados: (a) normal, quando vencidos até 60 dias; (b) atraso, quando vencidos há mais de 60 dias e com garantias; e (c) liquidação, quando vencidos há mais de 60 dias sem garantias e há mais de 180 dias com garantias suficientes.

Tendo em vista o longo tempo decorrido desde a sua implementação, associado à evolução e à sofisticação do mercado financeiro e à mudança no perfil de crédito das operações contratadas, aquela norma se tornou inadequada.

Assim, o CMN promoveu a revisão dos procedimentos estabelecidos na Resolução nº 1.748, tornando-os mais objetivos e abrangentes para a classificação da carteira de operações de crédito, bem como instituiu a constituição de provisão para perdas em bases tecnicamente mais adequadas. Dessa forma, a partir de 1º de março do corrente ano, os créditos estão sendo classificados em nove níveis, em ordem crescente de risco: AA, A, B, C, D, E, F, G e H, obedecendo a um enquadramento, de acordo com um cronograma de atrasos de pagamento.

As metodologias de classificação são de responsabilidade da instituição financeira, porém deverão levar em consideração, dentre outros, os fatores apresentados a seguir.

Em relação ao devedor e a seus garantidores:

- a) situação econômico-financeira;
- b) grau de endividamento;
- c) capacidade de geração de resultados;
- d) fluxo de caixa;
- e) administração e qualidade de controles;
- f) pontualidade e atrasos de pagamentos;
- g) contingências;
- h) setor de atividade econômica;
- i) limite de crédito.

Em relação à operação:

- a) natureza e finalidade da transação;
- b) características das garantias, particularmente quanto à suficiência e à liquidez;
- c) valor.

Essa nova classificação implicará uma provisão por parte das instituições financeiras, de acordo com o nível de risco de cada operação. A divulgação sistemática dessas informações possibilitará uma análise mais qualitativa das operações de crédito realizadas no mercado financeiro brasileiro.

Segundo dados do Bacen, para o primeiro quadrimestre do ano o volume das operações de crédito registrou evolução positiva no período, com mais intensidade nos empréstimos às pessoas físicas relativamente às pessoas jurídicas, ao mesmo tempo em que foi mantida a trajetória declinante das taxas de juros ativas.

O volume global de operações de crédito e de arrendamento mercantil do sistema financeiro, considerando-se o conjunto dos nove níveis de risco, teve uma expansão de 1,7% no mês de abril em relação a março, sendo que 62,6% do total dos créditos estiveram concentrados nos dois melhores níveis: AA e A.

Com relação ao sistema financeiro privado, o total de crédito concedido registrou, em abril, uma expansão de 2% em relação ao mês anterior, enquanto o sistema financeiro público revelou um crescimento de 1,3% comparativamente a março.

Cabe mencionar a evolução das operações contratadas nas modalidades de crédito pessoal e de aquisição de bens, que tiveram sua participação elevada de 60,5% em outubro de 1999 para 67,6% em abril de 2000, no total de crédito concedido às pessoas físicas, em detrimento das operações com cheque especial, cuja participação foi reduzida de 26,5% para 21,9% no mesmo período. A maior demanda por empréstimos nas modalidades de crédito pessoal e aquisição de bens está relacionada, basicamente, com o declínio das taxas de juros, enquanto as operações com cheque especial têm-se revelado menos sensíveis às variações dos juros e às medidas de redução do *spread* bancário.

O saldo total de provisões constituídas pelo sistema financeiro teve, em abril, uma redução de 0,1% no mês, correspondendo a 12,4% dos créditos totais. Isso excede a exigência mínima prevista na Resolução nº 2.682, evidenciando postura conservadora das instituições financeiras frente aos seus ativos de crédito.

2 - Agregados monetários

De acordo com os dados divulgados pelo Bacen em meados de junho, a base monetária (BM), considerando-se o critério de média dos saldos diários, praticamente apresentou uma redução nos cinco primeiros meses do ano. A exceção foi o mês de janeiro, onde ocorreu uma expansão (Tabela 3).

Contudo, no acumulado dos últimos 12 meses até maio, houve um aumento de 8,3% desse agregado.

Relativamente às fontes de emissão monetária, tendo como referência os fluxos mensais acumulados em cada um dos meses até maio, verifica-se, pela Tabela 4, que os principais fatores condicionantes, ao longo do período, foram: pelo lado contracionista, predominantemente o Tesouro Nacional; e, pelo lado expansionista, as operações com títulos públicos federais e as operações do setor externo. Especificamente com relação às operações com títulos públicos federais em maio (último dado disponível), elas foram contracionistas em R\$ 50 milhões e incluem a atuação do Banco Central, com o objetivo de ajustar a liquidez do mercado monetário. Nesse mês, no mercado primário, ocorreram resgates líquidos de R\$ 5,9 bilhões de títulos do Banco Central e de R\$ 4,9 bilhões de títulos do Tesouro Nacional. No mercado secundário, as operações apresentaram impacto contracionista de R\$ 10,8 bilhões.

O conjunto das operações com o sistema financeiro, embora não tenha sido destaque nos primeiros seis meses do ano, merece registro em maio, devido ao fato de ter tido a maior expansão no período (R\$ 220 milhões). Tal fato deveu-se, principalmente, às liberações de compulsórios sobre os depósitos do

Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo e sobre operações de adiamento de contratos de câmbio vencidos.

Os meios de pagamento (M1) com base no saldo médio diário nos três primeiros meses do ano registraram uma contração, sendo que, em fevereiro, ela foi mais forte. Em abril e maio, verificou-se uma expansão. Em 12 meses, o M1 acumulou um crescimento de 22,1%, sendo que os seus componentes, papel-moeda em poder do público e depósitos à vista, cresceram, no mesmo período, 16,4% e 25,9% respectivamente.

O saldo dos meios de pagamento no conceito ampliado (M4) cresceu mais nos dois primeiros meses do ano do que nos três meses seguintes, até maio. Em relação ao PIB, esse agregado manteve uma participação em torno de 51% no período analisado.

Tabela 3

Evolução mensal da taxa de crescimento dos agregados monetários — jan.-maio/00

						(%)
MESES	BM (1)	M1 (1)	M2 (2)	M3 (2)	M4 (2)	
Jan.	0,8	-1,6	2,74	2,36	1,95	
Fev.	-7,8	-6,3	3,12	2,22	2,00	
Mar.	-3,1	-1,8	1,03	0,67	0,43	
Abr.	-5,8	0,6	2,10	1,56	1,02	
Maio	-0,2	0,5	2,24	1,63	0,97	

FONTE: MINISTÉRIO DA FAZENDA. BACEN. Informações Econômicas (2000). Nota para a imprensa (política monetária); [on-line] Disponível na Internet via WWW.URL: <http://www.bcb.gov.br/htms/notecon2-p.shtm> Arquivo capturado em 16 jun.

NOTA: 1. Base Monetária (BM) = saldo do papel-moeda emitido mais reservas bancárias.

2. M₁ = papel-moeda em poder do público mais depósito à vista.

3. M₂ = M₁ mais títulos públicos federais, estaduais e municipais.

4. M₃ = M₂ mais depósitos de poupança.

5. M₄ = M₃ mais títulos privados.

(1) Média dos saldos diários. (2) Saldos em final de período.

Tabela 4

Fluxos acumulados no mês dos fatores condicionantes da base monetária — jan.-maio/00
(R\$ milhões)

MESES	TESOURO NACIONAL (1)	OPERAÇÕES EM TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS	OPERAÇÕES DO SETOR EXTERNO	CONJUNTO DAS OPERAÇÕES COM O SISTEMA FINANCEIRO (2)
Jan.	2 243	-11 253	2 387	85
Fev.	-1 383	1 378	69	-38
Mar.	-3 288	483	38	-61
Abr.	-3 704	2 159	-13	186
Maio	-2 014	-50	-1	220

FONTE: MINISTÉRIO DA FAZENDA. BACEN. Informações Econômicas. (2000) Nota para a imprensa: política monetária; [on-line] Disponível na Internet via [WWW.URL: http://www.bcb.gov.br/htms/notecon2-p.shtm](http://www.bcb.gov.br/htms/notecon2-p.shtm) Arquivo capturado em 16 jun.

(1) Não inclui operações com títulos. (2) Soma dos depósitos em instituições financeiras, outras contas e assistência financeira de liquidez.

3 - Perspectivas

Para o segundo semestre do ano, principalmente os fatores externos, como a elevação dos preços internacionais do petróleo e a manutenção, no curto prazo, do quadro de extrema volatilidade do mercado financeiro internacional, associados, dentre outros, à trajetória de aperto da política monetária nos Estados Unidos, poderão condicionar a postura das autoridades monetárias brasileiras quanto a uma maior flexibilização da política monetária, já que esses fatores têm contribuído para um relevante aumento do prêmio de Risco Brasil.

No nível interno, a elevação dos preços administrados, prevista para os últimos seis meses de 2000, e a questão relacionada à incerteza sobre a correção do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), que, a despeito de não exercer pressões sobre os gastos correntes do setor público, afeta, entretanto, negativamente a percepção de risco do País, poderão, também, exercer alguma pressão, embora em menor grau, sobre o controle da oferta de moeda na economia.

A redução da taxa de juros Selic e do compulsório sobre recursos à vista, ocorrida em junho, deverá aumentar a disponibilidade de crédito, ajudar a promover uma redução do custo do dinheiro ao tomador final e, conseqüentemente, repercutir sobre as decisões de consumo na segunda metade do ano.

Bibliografia

BOLETIM CONJUNTURAL (2000). Rio de Janeiro : IPEA, n.49, abr.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. Banco Central do Brasil (2000). Informações Econômicas. Nota para a imprensa (Política Monetária) 16.06.2000 (on-line)
Disponível na Internet via WWW.URL:
<http://www.bcb.gov.br/htms/notecon2-p.shtm> Arquivo capturado em 16 jun.