

Política monetária: os juros continuam altos no primeiro semestre de 2003*

Edison Marques Moreira**

Economista da FEE e Professor da PUCRS.

Resumo

Neste artigo, analisa-se o comportamento da política monetária no primeiro semestre de 2003, período em que o Copom perseguiu a redução da inflação principalmente através da elevação da taxa de juros básica da economia. Também se acompanha o desempenho dos agregados monetários e das operações de crédito do sistema financeiro. Por último, apresentam-se breves considerações sobre a possível trajetória da taxa Selic no segundo semestre do ano.

Palavras-chave

Política monetária; taxa de juros; agregados monetários.

Abstract

This article, analyzes the behavior of the monetary politics in the first semester of 2003. In this period, Copom pursued the inflation reduction, mainly, through the rise of the prime rate. Also the performance of monetary aggregates and credit operations of the financial system are watched. Finally, are made brief comments about the possible trajectory of the Selic rate in the second semester of the year.

**Os originais deste artigo foram recebidos
por esta Editoria em 18.06.03.**

* O texto foi elaborado com informações obtidas até 10.06.03.

** O autor agradece a colaboração da estagiária Dóris Nogueira Rocha na pesquisa dos dados e na elaboração das tabelas.

Em 2002, o desempenho da economia brasileira foi influenciado pela crise de confiança interna derivada, em parte, das incertezas com a transição política e das turbulências no mercado financeiro doméstico, dificultando a administração da dívida pública. Nesse contexto, assinala-se a retração nos fluxos de financiamento externo associada à crescente aversão ao risco pelos investidores internacionais, determinando expressiva depreciação da taxa de câmbio, com efeitos desfavoráveis sobre a inflação, principalmente no trimestre final do ano. Destaca-se, por outro lado, o ajuste no setor externo da economia, com o déficit em transações correntes do balanço de pagamentos declinando de 4,55% do Produto Interno Bruto (PIB) em 2001 para 1,67% em 2002.

A alta da inflação, motivada pela depreciação cambial, promoveu mudança nos preços relativos na economia, levando ao aumento da produção de bens exportáveis e de bens substitutos dos importados, o que contribuiu decisivamente para o incremento de 2,4% da produção industrial em 2002. Os aumentos da renda do setor agropecuário, também estimulado pelas exportações, e da produção de petróleo e gás foram outros fatores que impulsionaram a atividade produtiva em 2002.

Após as eleições, as inquietações relacionadas à transição governamental diminuíram, particularmente com a confirmação da continuidade das linhas gerais da política econômica baseada no respeito aos contratos, na responsabilidade fiscal e na busca da estabilidade como precondições indispensáveis para o crescimento sustentado. Com isso, a taxa de Risco-País no mercado internacional voltou a recuar em dezembro, movimento acompanhado pela taxa de câmbio que se apreciou 2,8% no mês. A decisão do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central (Bacen) de elevar em três pontos percentuais a meta para a taxa básica de juros, em reunião de dezembro, também favoreceu a melhora nas expectativas dos agentes econômicos, que se preocupavam com as elevadas taxas de inflação registradas no último trimestre do ano.

No entanto, essa melhora nas condições interna e externa para o futuro da economia brasileira ocorreu em um cenário internacional ainda adverso para as economias emergentes, reflexo das perspectivas de fraco crescimento econômico das economias líderes, da continuidade da aversão ao risco nos mercados — alimentada pelos resultados corporativos insatisfatórios e pelo receio de novos escândalos contábeis — e do aumento da tensão entre os Estados Unidos e o Iraque.

Neste texto, procura-se analisar o comportamento da política monetária no primeiro semestre do corrente ano, onde o Copom perseguiu a redução da inflação principalmente através da elevação da taxa de juros básica da economia. Além disso, avalia-se o desempenho dos agregados monetários e das operações de

crédito do sistema financeiro. Por último, apresentam-se breves considerações sobre a possível trajetória da taxa Selic no segundo semestre do ano.

1 - Governo mantém política monetária restritiva

Nos primeiros meses de 2003, a inflação continuou elevada, embora declinante, e a atividade econômica apresentou sinais de desaceleração como resposta à manutenção da política monetária de juros altos por parte do Governo. O PIB do País, no primeiro trimestre do ano, segundo dados da Fundação Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), caiu 0,1% em relação aos últimos três meses de 2002.

O novo governo, demonstrando na prática seu compromisso com a estabilidade de preços, com a austeridade fiscal e com o regime de câmbio flutuante, utilizou medidas amargas para conter as pressões inflacionárias e reverter o quadro de deterioração das expectativas. As principais medidas nesse sentido foram aumentar a meta de superávit primário de 3,75% para 4,25% do PIB, subir a taxa de juros, em fevereiro, de 25% para 26,5% ao ano (Tabela 1) e elevar de 45% para 60% o depósito compulsório sobre os depósitos à vista.

Tabela 1

Evolução da taxa referencial Selic no Brasil — jun./02-maio/03

		(%a.a.)
DATA	TAXA SELIC	
2002		
19 de junho	18,50	
17 de julho	18,00	
21 de agosto	18,00	
18 de setembro	18,00	
14 de outubro	21,00	
23 de outubro	21,00	
20 de novembro	22,00	
18 de dezembro	25,00	
2003		
22 de janeiro	25,50	
19 de fevereiro	26,50	
19 de março	26,50	
23 de abril	26,50	
21 de maio	26,50	

FONTE: Bacen.

Além das políticas monetária e fiscal contracionistas, o Governo retomou a iniciativa dos processos de reformas previdenciária e tributária, reafirmando, assim, seus compromissos com a sustentabilidade fiscal, a eficiência produtiva e o crescimento da economia no longo prazo.

A reversão das expectativas, contudo, veio de forma gradual, devido, em parte, às incertezas crescentes no cenário externo. O Risco-Brasil declinou sistematicamente de 2.400 pontos no final de setembro para 1.155 pontos na primeira semana de março, mas a cotação do dólar, depois de recuar de R\$ 3,90 em fins de outubro para R\$ 3,20 no começo de janeiro, voltou a subir para níveis acima de R\$ 3,50 no final do primeiro trimestre do ano. A iminência da guerra no Iraque, causando nervosismo nos mercados financeiros e aumentos da ordem de 25% no preço internacional do petróleo, continuou impedindo quedas mais acentuadas do Risco-Brasil e da taxa de câmbio. Constatou-se, não obstante, melhoria consistente nas condições para a colocação de títulos públicos nos mercados financeiros domésticos. O Tesouro nacional voltou a colocar no mercado títulos pré-fixados e títulos pós-fixados de prazo mais longo, ao mesmo tempo em que se observou redução dos deságios dos títulos mais curtos.

A resistência da inflação em cair, sobretudo nos dois primeiros meses do ano (Tabela 2), apesar das constantes elevações das taxas de juros, colocou em xeque a eficiência da política monetária no Brasil. Essa questão, na época, ocupou o centro do debate econômico. A lógica por trás de uma política monetária restritiva, de alta de juros, é o combate ao descontrole inflacionário provocado por uma pressão de demanda na economia, o que eleva os preços. Quando a taxa Selic sobe, provoca elevação de todas as outras taxas de juros da economia. Assim, o crédito fica mais caro, e os agentes econômicos evitam contrair financiamentos, o que reduz a procura agregada, fazendo com que os preços caiam. O problema no Brasil é que desequilíbrios macroeconômicos fazem com que a eficácia da política monetária seja normalmente menor do que em outros países.

Em primeiro lugar, cerca de 60% da dívida interna brasileira é corrigida por taxas de juros pós-fixadas e de curto prazo. A renda dos detentores dos títulos dessa parcela da dívida, portanto, aumenta cada vez que os juros sobem. Os investidores acabam tendo dinheiro extra para consumir, o que não acontece quando a dívida é remunerada por taxas pré-fixadas.

Outro empecilho à inibição do consumo por conta da alta de juros é a pequena demanda por crédito no Brasil em comparação a outros países. Segundo levantamento feito pelo Banco Central a partir de dados coletados pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), para o ano 2000, numa relação de 21 países, o Brasil ocupava a 15ª colocação, com 29,4% do volume total de crédito disponível no País em relação ao PIB. No Japão, o primeiro da lista, o crédito representava

191,4% do PIB, enquanto, em Portugal, que detinha o segundo lugar, essa proporção era de 144,1%.

Tabela 2

Evolução das taxas de inflação, mês a mês, segundo
vários índices de preços, no Brasil — jan.-maio/03

(%)

ÍNDICES	JAN	FEV	MAR	ABR	MAIO	ACUMULADA JAN-MAIO/03
IPCA-IBGE.....	2,25	1,57	1,23	0,97	0,61	6,80
IPC-IEPE.....	2,41	0,91	1,68	1,75	0,15	7,08
IPC-FIPE.....	2,19	1,61	0,67	0,57	0,31	5,45
IGP-M.....	2,33	2,28	1,53	0,92	-0,26	6,96
IGP-DI.....	2,17	1,59	1,66	0,41	-0,67	5,24
INPC-IBGE.....	2,47	1,46	1,37	1,38	0,99	7,90

FONTE: IBGE.

IEPE.

FIPE.

FGV.

GAZETA MERCANTIL. São Paulo, [2003]. [vários números].

Esses problemas, somados a deslizes recentes por parte do Governo, corroeram a credibilidade da autoridade monetária. Dois fatores principais contribuíram para isso: o não-cumprimento das metas de inflação em 2001 e 2002 e a decisão do Bacen de passar a utilizar, a partir do ano passado, o conceito de meta ajustada, que muda ao sabor dos choques sofridos pela economia.

Em início de março, com a inflação em queda, mas ainda num patamar elevado, e com a possibilidade cada vez maior de uma guerra entre EUA e Iraque, o que poderia levar a uma instabilidade externa e afetar o fluxo de dólares para o Brasil, o Governo brasileiro decidiu buscar proteção junto ao FMI, sacando mais US\$ 4,1 bilhões do empréstimo negociado em 2002, bem como rever pela segunda vez esse acordo. A nova versão definiu mudanças na meta de inflação e incorporou um cronograma para o envio ao Congresso das principais propostas do Governo Lula: as reformas previdenciária e tributária. Previu, também, avançar nas negociações para mudanças na lei de falências e para a manutenção do esforço fiscal até 2006, último ano do mandato do atual Presidente.

No que se refere à inflação, ficou decidido que, nos 12 meses até setembro próximo, a inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) ficaria, no máximo, em 17,5%. Na revisão anterior do acordo, feita em dezembro, o objetivo era manter a alta dos preços do período em até 9,5%. Oficialmente, isto é, dentro da meta ajustada para a inflação fixada pelo Banco Central, a autoridade monetária continuaria perseguindo o objetivo de manter a inflação de 2003 em 8,5%. Em março, abril e maio, nas suas reuniões mensais (em torno do dia 20 de cada mês), o Copom optou por manter a mesma taxa de juros básica de fevereiro para a economia, só que, enquanto, no primeiro mês, introduziu o viés de alta, justificando-o devido às incertezas quanto à velocidade da queda da inflação e ao cenário externo tumultuado pelo início da guerra entre Estados Unidos e Iraque, no segundo, retirou o viés e, no terceiro, não o incluiu.

Diante das decisões acima referidas, os juros no mercado financeiro, que vinham subindo a cada aumento da taxa Selic, mantiveram-se elevados. Segundo pesquisa realizada pela Fundação Procon-SP, em março, com 13 instituições financeiras, a taxa média mensal para o cheque especial subiu de 9,13% em fevereiro para 9,44% em março. No ano, os juros do cheque especial equivaliam a 195,17%.

Para os empréstimos pessoais, a taxa média também manteve a tendência de alta e subiu de 5,98% ao mês em fevereiro para 6,1% em março, equivalendo a 103,51% ao ano.

A partir de abril, a conjuntura econômica passou a exibir uma melhora substantiva em alguns indicadores, por exemplo, o índice de Risco-País medido pelas várias agências diminuiu. Segundo a JP Morgan, ele passou de 1.002 pontos em 1º de abril para 877 pontos em 14 de abril, chegando a menos de 700 pontos no final de junho. A taxa de câmbio, no mesmo período, caiu de R\$ 3,313 por dólar para R\$ 3,163 e, em 10 de maio, fechou cotada abaixo de R\$ 3,00, mais precisamente em R\$ 2,875 por dólar, aliviando a pressão do câmbio sobre os preços nos próximos meses. Em junho, o dólar manteve-se cotado por volta de R\$ 3,00. O preço internacional do petróleo caiu, e o fim da Guerra do Iraque reduziu as incertezas externas. No entanto, o mercado pareceu não acreditar, em abril e maio, que a inflação deste ano ficaria dentro da meta de 8,5%. Ao contrário, a projeção do mercado subiu para 12,44% no final de abril e pouco caiu em maio. A decisão do Copom de manter a taxa Selic em 26,5% nesses dois meses acabou reforçando a suspeita cada vez mais forte no mercado de que o Bacen está olhando, de fato, para um prazo mais longo. Espera cumprir a meta de 5,5% para 2004 e acha razoável diluir em dois anos o choque recente do ajuste externo.

A decisão da autoridade monetária, em maio, de manter a taxa Selic no mesmo patamar dos dois meses anteriores provocou muitas manifestações por

parte daqueles (alguns políticos ligados ao Governo, empresários da iniciativa privada e economistas de fora do Governo) que entendiam que havia condições para baixá-la. Entretanto o Presidente do Bacen, Henrique Meirelles, defendeu a idéia de que os principais temores da instituição para não reduzir os juros, no momento, se deviam à inércia inflacionária. Essa situação, conforme **Notas da 84ª Reunião do Copom**, realizada em 20 e 21 de maio, era decorrente dos reajustes de preços e salários ocorridos desde o início deste ano, os quais se basearam na elevada taxa de inflação acumulada nos últimos 12 meses e não na sua projeção futura. Houve, também, esforço de recomposição de margens de lucro num cenário de arrefecimento da demanda agregada. Esse comportamento levou o Copom a entender que a política monetária não deveria sancionar reajustes de preços e salários baseados na inflação passada, dado o risco de se perpetuar a inflação em patamares elevados. Isto é, mesmo considerando que o descontrole inflacionário dos primeiros meses do ano foi debelado, o Bacen acreditava que havia risco de os aumentos de preços do passado ainda contaminarem a inflação naquele momento. Alguns economistas, dentre eles Bresser Pereira (Pereira, 2003, p. B-3), criticaram tal postura do Bacen, pois acreditavam que, como naquele momento o desafio era evitar a indexação informal, sobretudo dos salários na economia, a adoção de uma política recessiva de juros altos era ineficiente senão totalmente ineficaz.

Se a inflação é inercial, os agentes econômicos, por definição, não deixam de indexar seus preços à inflação passada diante da diminuição da demanda, que ocorre devido aos juros altos.

Como a inércia inflacionária não é um fenômeno monetário, mas um fenômeno real (o processo defasado de desequilíbrio e reequilíbrio dos preços relativos), a única alternativa racional, segundo Bresser Pereira, para combatê-la está fora do controle direto do Banco Central. Trata-se de desindexar a economia ou de neutralizar a inércia, anulando os desequilíbrios e reequilíbrios defasados dos preços relativos. Foi o que foi feito através da URV em 1994. Entretanto, com o nível de inflação vigente, um recurso dessa natureza não se justifica.

Mas existem outras formas de neutralização da inércia. É possível negociar os contratos com as empresas e eliminar deles toda e qualquer indexação. Além disso, é viável desencadear uma série de iniciativas visando convencer ou pressionar os trabalhadores e as empresas a não concederem aumentos de salários de acordo com a inflação passada.

2 - Evolução dos agregados monetários

A base monetária (BM), no período de janeiro a abril de 2003, pelo critério de média dos saldos diários, apresentou expansão somente no mês de março (8,1%), conforme mostra a Tabela 4. Tal fato deveu-se, principalmente, ao crescimento do seu componente reservas bancárias, influenciadas, em especial, pela elevação do depósito compulsório sobre os depósitos à vista em fevereiro desse ano.

Com relação aos fatores condicionantes da base monetária, verifica-se, na Tabela 3, que, em três dos quatro primeiros meses do ano, o Tesouro nacional registrou um impacto contracionista, destacando-se os meses de fevereiro e abril com, respectivamente, R\$ 5,3 bilhões e R\$ 6,9 bilhões. Já o conjunto de operações com o sistema financeiro foi destaque em abril como o principal fator condicionante contracionista da base monetária, com impacto de R\$ R\$ 10,6 bilhões. Esse resultado decorreu, basicamente, dos ajustes nas operações com derivativos, R\$ 11,1 bilhões, atenuados pela liberação de R\$ 413 milhões referentes à exigibilidade adicional compulsória sobre depósitos.

Tabela 3

Fluxos acumulados dos fatores condicionantes da base monetária no Brasil — jan.-abr./03

MESES	(R\$ milhões)			
	TESOURO NACIONAL (1)	OPERAÇÕES EM TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS	OPERAÇÕES DO SETOR EXTERNO	CONJUNTO DAS OPERAÇÕES COM O SISTEMA FINANCEIRO (2)
Janeiro	1 056	-17 800	3 342	4 470
Fevereiro ...	-5 371	10 755	-2 918	656
Março	-2 491	2 662	-1 009	-621
Abril	-6 998	20 048	-256	-10 597

FONTE: INFORMAÇÕES econômicas. Política monetária. **Nota para a Imprensa**, [Brasília, DF.]: BACEN, 27 maio 2003. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/notecon2-p.shtml>
Acesso em: 28 maio 2003.

NOTA: Fluxos acumulados no mês.

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

Tabela 4

Evolução mensal da taxa de crescimento dos agregados monetários no Brasil — jan.-abr./03

MESES	BM (1)	M1 (2)	M2 (3)	M3 (4)	M4 (5)
Janeiro.....	-1,5	-3,5	-2,3	0,5	1,3
Fevereiro.....	-7,0	-6,9	0,7	1,6	0,7
Março.....	8,1	-2,7	-1,5	0,7	0,5
Abril.....	-2,8	-2,2	-0,7	0,5	-0,1

(%)

FONTE: INFORMAÇÕES econômicas. Política monetária. **Nota para a Imprensa**, [Brasília, DF]: BACEN, 27 maio 2003. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/notecon2-p.shtm> Acesso em: 28 maio 2003.

(1) Base Monetária (BM) 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 depósito à vista; média dos saldos diários. (3) M2 é o M1 mais depósitos de poupança e títulos emitidos pelas instituições financeiras; saldos em final de 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; saldos em final de período. (5) M4 é o M3 mais títulos públicos em poder do setor não financeiro; saldos em final de período.

As operações com títulos públicos federais, incluindo a atuação do Banco Central com o objetivo de ajustar a liquidez do mercado monetário, foram o principal condicionante expansionista da base monetária de fevereiro a abril, sendo que, neste último mês, a sua expansão foi de R\$ 20 bilhões, em função, fundamentalmente, das operações realizadas no mercado secundário, onde ocorreram compras líquidas de R\$ 27 bilhões. No mercado primário, ocorreram colocações líquidas de R\$ 11 bilhões de títulos do Tesouro nacional e resgates líquidos de R\$ 4 bilhões de títulos do Banco Central.

Na evolução dos agregados monetários mais amplos, observa-se, na Tabela 4, que a média dos saldos diários dos meios de pagamento (M1) apresentou retração nos quatro primeiros meses do ano, sendo que os seus componentes, papel-moeda em poder do público e depósitos à vista, também tiveram o mesmo desempenho.

Quanto aos meios de pagamento ampliados, o conceito M2, que equivale ao M1 mais os depósitos de poupança e os títulos emitidos pelas instituições financeiras, apresentou retração nos meses de janeiro, março e abril, sendo que, em fevereiro, a sua evolução foi expansionista. Especificamente, a queda no mês de abril foi devida às reduções no M1 e nos depósitos de poupança. O M3, que inclui o M2 mais a parcela da carteira dos fundos de renda fixa não incluída nos conceitos mais restritos e as operações compromissadas com títulos federais, apresentou crescimento no período considerado, sendo que, em abril, teve uma elevação de 0,5%, com destaque para o aumento de 2,2% nas cotas dos fundos, refletindo a expressiva captação líquida dos fundos de investimento. O conceito M4, integrado pelo M3 e pelos títulos públicos em poder do setor não financeiro, registrou, de janeiro a março, um crescimento e, em abril, uma queda de 0,1%. Os dois últimos agregados foram considerados segundo os saldos em final de período.

3 - Operações de crédito do sistema financeiro

No primeiro quadrimestre de 2003, o estoque das operações de crédito do sistema financeiro apresentou uma retração de 0,5% (Tabela 5). Esse desempenho é explicado, basicamente, pela apreciação cambial nos contratos referenciados em moeda estrangeira. Também influenciaram a estagnação do nível da atividade econômica, o patamar elevado das taxas de juros e a contração da massa real de salários, que limitaram a demanda por recursos bancários por parte dos agentes econômicos. Nesse contexto, o risco de crédito condicionou o comportamento das instituições financeiras na concessão de novos empréstimos, prevalecendo operações de curto prazo e renovações de contrato com empresas de grande porte. Em decorrência, a relação dos empréstimos totais do sistema financeiro com o PIB mostrou-se relativamente estável no período, situando-se no patamar de 23,7% em média. Se compararmos com igual período do ano passado, que registrou 26,65% em média, constatamos que houve queda nessa relação.

No que se refere à distribuição setorial do crédito, o volume das operações de crédito com o setor privado retraiu-se 0,4% de janeiro a abril (Tabela 5). A retração pode ser explicada, principalmente, pelo efeito da variação cambial sobre os empréstimos concedidos a empresas dos setores industrial e de outros serviços.

Tabela 5

Variação percentual do total das operações de crédito do sistema financeiro para os setores público e privado no Brasil — 2003

PERÍODOS	SETOR PÚBLICO (1)	SETOR PRIVADO	TOTAL GERAL
Jan.-abr.	-3,4	-0,4	-0,5
Em 12 meses (2).....	12,1	10,5	11,1

FONTE: Bacen.

NOTA: 1. Inclui operações de arrendamento mercantil.

2. Saldos em final de período.

(1) Inclui Administrações Direta e Indireta e atividades empresariais. (2) Maio/02-abr./03.

Nesse sentido, o saldo da carteira de crédito direcionado à indústria decresceu, nos quatro primeiros meses do ano, 3,4%. As reduções mais significativas foram constatadas nos financiamentos com empresas de energia e siderurgia. As operações destinadas ao segmento outros serviços apresentaram uma queda de 4,1%, explicada também por amortizações de contratos com o setor de comunicações.

Os financiamentos ao setor rural, por sua vez, revelaram um crescimento de 4,7% no mesmo período. Essa variação foi determinada, basicamente, pela liberação de recursos para investimento e custeio agrícola, que respondem por 53,5% e 38,8%, respectivamente, do total de crédito para o segmento. A parcela restante, 7,7%, corresponde à comercialização.

A exemplo do observado em relação ao setor privado, a contração de 3,4% no estoque de crédito ao setor público refletiu a apreciação cambial em contratos com empresas estatais de energia. O endividamento da esfera federal diminuiu 5,3% de janeiro a abril, enquanto as operações direcionadas a estados e municípios, caíram 1,1%.

Com relação às operações de crédito com recursos livres (Tabela 6), o volume de crédito direcionado às pessoas jurídicas registrou um declínio de 2,2% no ano. Alguns dos fatores que determinaram essa performance foram as operações referenciadas em moeda estrangeira, que decresceram, em março e abril, em consequência da apreciação cambial e do movimento de liquidações de contratos.

Tabela 6

Varição percentual das operações de crédito do sistema financeiro,
por modalidade, com recursos livres, no Brasil — 2003

PERÍODOS	PESSOA JURÍDICA				Total
	Desconto de Promissórias	Export Notes	Repasses Externos	Financiamento de Importações e Outros	
Jan.-abr.	-45,6	-24,0	-21,0	-20,7	-2,2
Em 12 meses	-41,8	101,0	-24,6	-28,7	5,6

PERÍODOS	PESSOA FÍSICA		
	Cheque Especial	Cartão de Crédito	Total
Jan.-abr.	17,3	34,3	6,7
Em 12 meses	7,4	59,4	8,0

FONTE: Bacen.

NOTA: Saldos em final de período.

O volume das operações com pessoas físicas, por sua vez, apresentou expansão de 6,7% de janeiro a abril. Os aumentos mais expressivos foram verificados nas modalidades de cheque especial e cartão de crédito — 17,3% e 34,3% respectivamente — denotando, no primeiro caso, a necessidade de recursos para a complementação da renda das famílias. A taxa de juros média das operações de crédito com recursos livres atingiu 56,7% nos quatro primeiros meses do ano. O resultado é explicado, principalmente, pelo aumento nos juros pós-fixados e flutuantes, tendo em vista que as taxas pré-fixadas registraram queda em abril, interrompendo a trajetória ascendente observada desde o último trimestre do ano passado. Concorreu, ainda, para o acréscimo no custo médio do crédito a retração no estoque da carteira de repasses externos, com reflexos na composição ponderada da taxa global, considerando-se que suas taxas são inferiores às das demais modalidades.

Dessa maneira, nas operações pós-fixadas referenciadas em câmbio, a taxa média projetada alcançou 24,7% ao ano, em média, nos quatro primeiros meses de 2003. Esse crescimento pode ser atribuído, basicamente, à variação cambial estimada para o período desses contratos. Nesse sentido, cabe esclarecer que a variação cambial utilizada no cálculo da taxa média projetada é

definida pela relação entre as cotações do dólar nos mercados futuro e à vista. Adicionalmente, nos contratos com juros flutuantes, referenciados na taxa dos Certificados de Depósitos Interfinanceiros (CDI), a taxa média, no mesmo período, atingiu 34,9%.

Nas operações pactuadas a juros pré-fixados, a taxa média ficou em 72,6% ao ano entre janeiro e abril, destacando-se no segmento de pessoas físicas as taxas médias dos juros do cheque especial e do crédito pessoal como as mais elevadas — 175,2% e 99,2% ao ano respectivamente. Nos empréstimos direcionados às pessoas jurídicas, os custos médios mais elevados das operações de crédito foram o desconto de promissórias, com 63,6% ao ano, e a conta garantida, com 78,5%.

No tocante à evolução do *spread* bancário, definido pela diferença entre as taxas ativas e o custo de captação, registrou-se uma taxa média quadrimestral de 32,7% ao ano, sendo que ocorreu em todos os meses do período elevação do mesmo, refletindo, preponderantemente, a redução dos custos de captação das instituições financeiras, determinada pelo comportamento dos juros no mercado futuro. O *spread* nas operações com pessoas físicas foi o mais elevado, com uma taxa de 58,5%, enquanto no segmento de pessoas jurídicas ficou em 15,0% ao ano, no período considerado.

O prazo médio das operações de crédito com recursos livres direcionados a pessoas jurídicas, no período considerado, foi de 172 dias, enquanto para as pessoas físicas ficou em 300 dias.

A taxa de inadimplência das operações de crédito direcionadas a pessoas jurídicas com atraso de 15 a 90 dias atingiu, em média, nos quatro primeiros meses do ano, 2,07% do saldo total e, acima de 90 dias, 2,15%. No segmento de pessoas físicas, a inadimplência ficou, em média, por volta de 7,55% no primeiro caso e de 7,70% no segundo.

4 - Considerações finais

Ainda que a inflação projetada para 2003 esteja acima da meta ajustada de 8,5%, as possibilidades para a sua queda a partir do segundo semestre do ano são positivas. Em primeiro lugar, o Copom avalia que a política monetária está sendo capaz de trazer a inflação para uma trajetória compatível com aquela delineada pelo Governo. O foco na inflação à frente é importante, pois acentua a percepção de trajetória declinante para a mesma. A política monetária preocupa-se com a trajetória futura da inflação.

Por outro lado, há um bom desempenho de alguns fundamentos macroeconômicos da economia brasileira, tais como a queda da inflação e a elevação do

saldo da balança comercial, os quais acabaram influenciando positivamente para que, em abril, o Governo voltasse a captar recursos no mercado externo, no montante de US\$ 1 bilhão, para pagar, em 2007, uma taxa de juros de 10,7% ao ano ou 7,83% ao ano acima dos juros dos papéis do Tesouro norte-americano — a última emissão de papéis, no mercado externo, pelo Governo brasileiro foi em abril de 2002. Quanto ao Risco-País, que no final de junho se encontrava abaixo dos 700 pontos, existe quase um consenso em relação a uma maior queda, sobretudo nos primeiros meses do último semestre do ano, sendo que os principais motivos que sustentam tal visão são:

- a alteração dada como certa do artigo 192 da Constituição, que trata do grau de autonomia do Banco Central;
- a manutenção da popularidade do Presidente Lula em níveis elevados e o comportamento de seu governo até esse momento;
- um amplo movimento global, em andamento, de fuga de capitais das Bolsas internacionais em busca da rentabilidade de títulos de mercado emergentes;
- as perspectivas ruins dos títulos norte-americanos;
- a aprovação das reformas da previdência e tributária pelo Congresso.

O conjunto dos fatores acima deverá justificar a queda da taxa Selic nos últimos seis meses do ano, embora, no início, o Governo se mantenha cauteloso em relação à sua redução.

Referências

INDICADORES nacionais. Índices de preços. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, p. A-4, 11 jun. 2003.

INFORMAÇÕES econômicas. Política monetária. **Nota para a Imprensa**, [Brasília, DF]: BACEN, 27 maio 2003. Disponível em <http://www.bcb.gov.br/htms/notecon2-p.shtm> Acesso em: 28 maio 2003.

PEREIRA, Luiz Carlos Bresser. Inflação, juros e o Banco Central. **Folha de São Paulo**, São Paulo, p. B-3, 2 jun. 2003.

PUBLICAÇÕES econômico-financeiras: metas para inflação. **Relatório da inflação**: políticas creditícia, monetária e fiscal. Brasília, DF.: BACEN, 2003. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2003/03/ri200303c3p.pdf> Acesso em: 02 maio 2003.

REUNIÃO DO COMITÊ DE POLÍTICA MONETÁRIA, 80., Brasília, DF. **Notas...** Brasília, DF.: BACEN, 21/22 jan. 2003. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/copom/not2003012280.shtm> Acesso em: 29 jan. 2003.

REUNIÃO DO COMITÊ DE POLÍTICA MONETÁRIA, 81, Brasília, DF. **Notas...** Brasília, DF.: BACEN, 18/19 fev. 2003. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/copom/not2003021981.shtm> Acesso em: 26 fev. 2003.

REUNIÃO DO COMITÊ DE POLÍTICA MONETÁRIA, 82, Brasília, DF. **Notas...** Brasília, DF.: BACEN, 18/19 mar. 2003. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/copom/not2003031982.shtm> Acesso em: 27 mar. 2003.

REUNIÃO DO COMITÊ DE POLÍTICA MONETÁRIA, 83, Brasília, DF. **Notas...** Brasília, DF.: BACEN, 22/23 abr. 2003. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/copom/not2003042383.shtm> Acesso em: 02 maio 2003.

REUNIÃO DO COMITÊ DE POLÍTICA MONETÁRIA, 84, Brasília, DF. **Notas...** Brasília, DF.: BACEN, 20/21 maio 2003. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/copom/not2003052184.shtm> Acesso em: 20 maio 2003.