Juros convergentes

A desaceleração das taxas de crescimento dos agregados monetários é mais efeito do que causa da redução do ritmo de expansão da economia brasileira neste primeiro semestre.



A execução da política monetária não apresenta alterações significativas desde maio. O Banco Central manteve a orientação cautelosa em relação às taxas de juros, tendo em vista os objetivos de controle da demanda interna de bens e serviços e do financiamento do balanço de pagamentos.

A TBC (taxa básica do BC), que estabelece um limite de baixa das taxas de juros no mercado monetário, foi mantida em 1,58% ao mês em julho e a taxa de juros em operações *overnight* com lastro em títulos públicos federais estacionou em 1,6%. Tal estratégia cautelosa vem sendo favorecida pela estabilidade das taxas de juros no exterior, particularmente nos EUA, onde a chamada *Fed Funds*, controlada pelo BC norte-americano, foi mantida em 5,4% ao ano.

Um aspecto interessante da fase atual é a convergência das taxas reais de juros nas aplicações de curto prazo (utilizando como deflator uma média do IGP, INPC e IPC-SP). Isso pode ser visto no gráfico, onde se observa a existência de uma tendência declinante nas taxas reais de juros em aplicações *overnight*, para um nível provável de 1% ao mês, e de alta das taxas de juros nas cadernetas de poupança, provavelmente para 0,7% ao mês. Trata-se de uma evolução saudável: mesmo levando em conta os volumes típicos de cada uma dessas aplicações (a poupança para o pequeno investimento e o *overnight* para o grande), não faz muito sentido um diferencial elevado, de mais de 1% ao mês, para maior, entre investimentos de um dia e de um mês, ambos com garantia governamental.

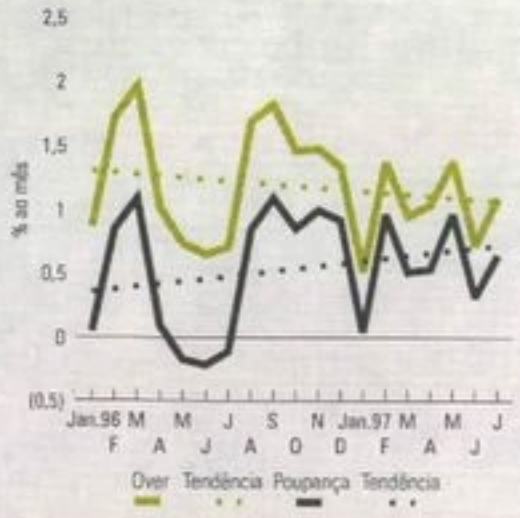
Do lado dos agregados monetários, os últimos dados (de maio) indicam a continuação da desaceleração dos saldos verificados nos meses anteriores. A base monetária decresceu 0,9% e as aplicações monetárias com liquidez diária do público (M1 — meios de pagamentos — mais os FAFs), 0,98%. Nos últimos 12 meses, as taxas de crescimento dessas variáveis foram de 39,1% e 12,4%, respectivamente. Os saldos dos agregados monetários mais amplos, M3 e M4, que incluem títulos e aplicações remuneradas de até um mês, cresceram 0,76% e 1%, respectivamente, em maio. Em 12 meses, os incrementos correspondentes foram de 36,7% e 24,3%.

Observa-se, portanto, que a desaceleração recente ainda não foi suficiente para baixar as taxas de emissão de haveres monetários para percentuais compatíveis com um ambiente de estabilidade de preços e uma inflação anual projetada para os próximos anos de menos de 6%. Mais: a citada desaceleração das taxas de acréscimo dos agregados monetários não caracteriza uma mudança na política monetária, no sentido de mais restrição. De fato, as taxas nominais de juros de captação dos bancos, *grosso modo*, se mantiveram constantes ou caíram recentemente, o que indica a manutenção das condições de liquidez desses mercados.

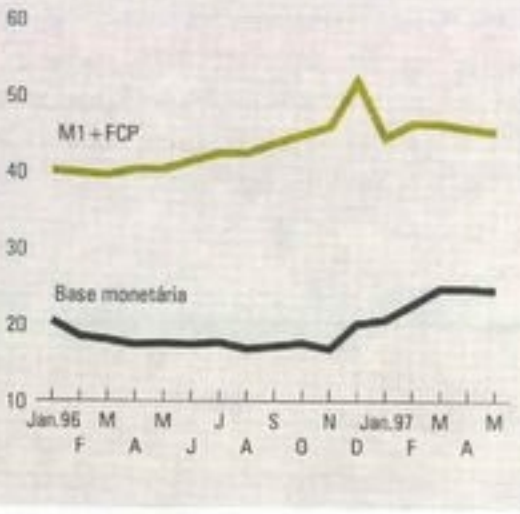
No entanto, como houve a imposição de restrições à cessão de crédito e de outras restrições no lado do setor externo, bem como o aumento dos níveis de inadimplência, esses fatores, ao provoca-

Taxas de juros reais do over-Selic e caderneta de poupança

Deflator: Média do IGP/INPC/IPC-Fipe



Base monetária e M1+fundos de curto prazo (R$ bilhões)



rem o acréscimo das taxas de juros dos empréstimos e certa desaceleração da economia — notemos os indicadores de aumento do desemprego e redução do ritmo de expansão do PIB —, podem ter reduzido a demanda de encaixes monetários, residindo aí a causa mais provável da desaceleração aludida.

No geral, a impressão é de que as políticas monetária e creditícia continuam pouco amigáveis para o objetivo de retorno a uma trajetória de crescimento rápido da economia brasileira. Não são apenas as taxas de juros e os prazos de empréstimos que influenciam as condições de liquidez. As expectativas de rentabilidade futura dos investimentos (a "eficiência marginal do capital", no dizer de Keynes) e a taxa de câmbio também são importantes. As expectativas com referência ao futuro são positivas, particularmente em face da estabilização do valor da moeda. Mas a taxa real de câmbio continua a se apreciar — nos seis últimos meses, para uma inflação interna de 5,5% (IGP) e uma valorização do dólar contra o marco de 12%, a desvalorização do real contra o dólar foi de apenas 3,5% — e, portanto, a desestimular a produção e os investimentos em bens exportáveis e substitutos de importações. Estas, porém, são essenciais, se quisermos continuar absorvendo poupança externa no ritmo de 4% a 4,5% do PIB, por ano.

L.V.F.

Base monetária e meios de pagamentos

Período		Base monetária*			M1+FCP**		
		Saldo médio	Var. mês (%)	Var. acum. em 12 meses (%)	Saldo médio	Var. mês (%)	Var. acum. em 12 meses (%)
1996 –	Jan.	20,50	-0,97	21,30	40,13	0,83	25,41
	Fev.	18,48	-9,85	16,96	39,82	-0,77	23,66
	Mar.	18,03	-2,44	14,84	39,54	-0,69	25,14
	Abr.	17,40	-3,49	19,43	40,30	1,91	29,31
	Maio	17,60	1,15	21,65	40,30	0,00	30,25
	Jun.	17,40	-1,14	18,37	41,40	2,73	29,78
	Jul.	17,70	1,72	14,94	42,41	2,44	26,22
	Ago.	16,85	-4,80	12,18	42,43	0,05	23,49
	Set.	17,20	2,08	14,67	43,70	2,99	37,42
	Out.	17,60	2,33	8,64	44,80	2,52	50,84
	Nov.	16,82	-4,43	0,72	45,90	2,46	40,80
	Dez.	20,10	19,50	-2,90	51,80	12,85	30,15
1997 –	Jan.	20,60	2,49	0,49	44,44	-14,21	10,74
	Fev.	22,60	9,71	22,29	46,26	4,10	16,17
	Mar.	24,70	9,29	36,99	46,20	-0,13	16,83
	Abr.	24,70	0,00	41,95	45,60	-1,30	13,15
	Maio	24,48	-0,90	39,08	45,15	-0,98	12,04

Fonte: BCB. Saldos em R$ bilhões.

*Papel-moeda emitido + reservas bancárias.

**Depósitos à vista + papel-moeda com o público + saldos em fundos de curto prazo.

Agregados monetários amplos

Período		M3*			M4**		
		Saldo em final de período	Var. mês (%)	Var. acum. em 12 meses (%)	Saldo em final de período	Var. mês (%)	Var. acum. em 12 meses (%)
1996 –	Jan.	172,30	0,64	50,61	254,20	1,27	39,59
	Fev.	179,53	4,20	51,76	260,50	2,48	38,49
	Mar.	182,99	1,93	58,29	265,30	1,84	40,67
	Abr.	187,40	2,41	57,08	268,60	1,24	40,33
	Maio	194,60	3,84	58,34	276,20	2,83	42,89
	Jun.	198,80	2,16	55,31	280,80	1,67	41,60
	Jul.	204,48	2,86	46,37	286,14	1,90	34,72
	Ago.	208,25	1,84	41,26	290,41	1,49	29,82
	Set.	213,35	2,45	41,20	297,64	2,49	29,07
	Out.	216,14	1,31	40,81	303,83	2,08	28,31
	Nov.	224,83	4,02	39,99	313,00	3,02	29,45
	Dez.	239,50	6,52	39,89	323,00	3,19	28,69
1997 –	Jan.	250,37	4,54	45,31	326,50	1,08	28,44
	Fev.	256,15	2,31	42,68	331,25	1,45	27,16
	Mar.	260,00	1,50	42,09	336,00	1,43	26,65
	Abr.	264,00	1,54	40,88	340,00	1,19	26,58
	Maio	266,00	0,76	36,69	343,40	1,00	24,33

Fonte: BCB. Saldos em R$ bilhões.

*M1 + FCP + títulos públicos fora do BC e dos bancos + depósitos de poupança.

**M3 + títulos privados + depósitos a prazo.