

# Política monetária: a flexibilização no segundo semestre de 2003\*

Edison Marques Moreira\*\*

Economista da FEE e Professor da PUCRS.

## Resumo

*Neste artigo, analisa-se o comportamento da política monetária no segundo semestre de 2003, além de se acompanhar o desempenho dos agregados monetários e das operações de crédito do sistema financeiro. A política monetária, no primeiro semestre de 2003, foi orientada pela necessidade de reverter o surto inflacionário decorrente da acentuada desvalorização cambial de 2002 e, posteriormente, pela necessidade de garantir que o nível de inflação fosse compatível com as metas de inflação, estratégia que provocou uma forte desaceleração da atividade econômica no período. Essa situação fez com que o Governo passasse a se preocupar com a retomada do crescimento econômico nos últimos seis meses do ano, flexibilizando, para isso, a política monetária.*

## Palavras-chave

**Política monetária; agregados monetários; operações de crédito.**

## Abstract

*The aim of this article analyze the behavior of monetary politics in the second semester of 2003, and the performance of monetary aggregates and credit operations of the financial system. The monetary politics in the first semester of 2003, was guide by the necessity of revert the inflationary outbreak decurrent of high desvalorization of the exchange rate of 2002, lately, by the necessity to garante the inflation level was compatible with the inflation goal, strategy that*

---

\* O texto foi elaborado com informações obtidas até 23.12.03.

\*\* O autor agradece a colaboração do estagiário Fábio Bonini Azeredo na pesquisa dos dados e na elaboração das tabelas.

*made a strong desaceleration in the economic activity on this period. This situation do that the government starts to worried with a resume of the economic growth in the second semester of 2003, turning flexible the monetary politics.*

**Os originais deste artigo foram recebidos  
por esta Editoria em 29.12.03**

A 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, determinou o desempenho da economia brasileira em 2002. Nessa conjuntura, verificou-se, naquele ano, a retração nos fluxos de financiamento externo associada à crescente aversão ao risco pelos investidores internacionais, provocando expressiva depreciação da taxa de câmbio, com efeitos desfavoráveis sobre a inflação, principalmente no trimestre final do ano.

Após as eleições, no final do segundo semestre de 2002, 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.

Dentro desse cenário, a economia do País conviveu, nos primeiros meses de 2003, com uma inflação relativamente 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 0,80% 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 para reverter o quadro de deterioração das expectativas. As principais medidas nesse sentido foram aumentar a meta de superávit primário de 3,88% para 4,25% do PIB, subir a taxa de juros, em fevereiro, de 25,00% para 26,50% ao ano e elevar de 45,00% para 60,00% o depósito compulsório sobre os depósitos à vista.

Além das políticas monetária e fiscal contractionistas, 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 básicos (pb) no final de setembro de 2002 para 1.155pb na primeira semana de março de 2003, mas a cotação do dólar, depois de recuar de R\$ 3,90 em fins de outubro de 2002 para R\$ 3,20 no começo de janeiro, voltou a subir para níveis acima de R\$ 3,50 no final do primeiro trimestre de 2003. A iminência da guerra no Iraque causou nervosismo nos mercados financeiros e aumentos da ordem de 25,00% no preço internacional do petróleo, o que impediu quedas mais acentuadas do Risco-Brasil e da taxa de câmbio.

No 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.

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 1.002pb 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, na primeira quinzena de abril, caiu de R\$ 3,313 por dólar para R\$ 3,163 por dólar e, em 10 de maio, fechou cotada em R\$ 2,875 por dólar, aliviando a pressão do câmbio sobre os preços. Em junho, o dólar manteve-se 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 não acreditava que a inflação de 2003 ficaria dentro da meta de 8,50%. Ao contrário, a projeção do mercado era acima desse patamar. A decisão do Comitê de Política Monetária (Copom) de manter a taxa Selic em 26,50% nos meses finais do primeiro semestre, na realidade, reforçava a suspeita, cada vez mais forte no mercado, de que o Bacen estava olhando, de fato, para um prazo mais longo. Esperava cumprir a meta de 5,50% para 2004 e achava razoável diluir em dois anos o choque recente do ajuste externo.

A austeridade na condução das políticas fiscal e monetária mostrou-se eficaz no controle inflacionário, permitindo que se dissipassem, em grande par-

te, as dúvidas quanto à velocidade de queda da inflação e ao grau de inércia na dinâmica da inflação. A queda da inflação, em conjunto com uma certa estabilidade da taxa de câmbio e com a convergência das expectativas de inflação para a trajetória de metas, mostrou o esgotamento do ciclo de ajuste dos preços relativos por que passou a economia brasileira desde o fim do ano passado e abriu espaço, no segundo semestre, para a flexibilização da política monetária.

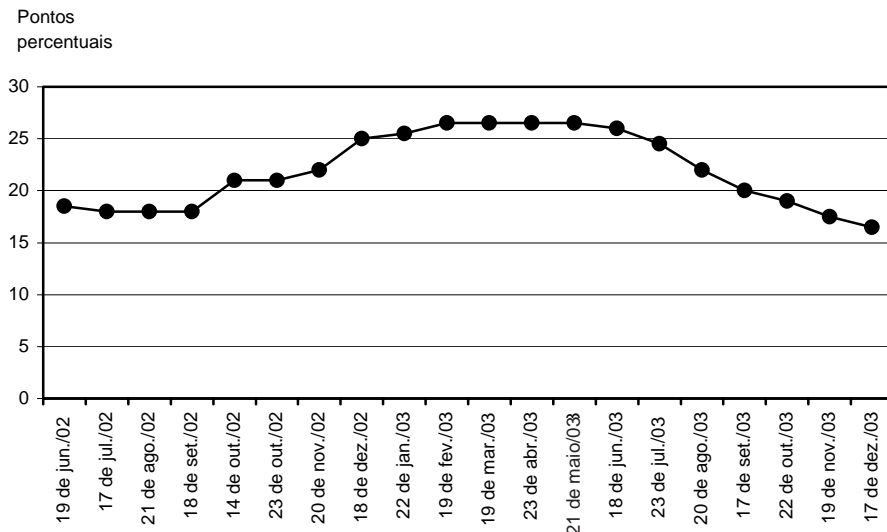
## 1 - A queda dos juros básicos da economia

Conforme exposto, a política monetária, desde o final do ano passado, foi orientada, inicialmente, pela necessidade de reverter o surto inflacionário decorrente da acentuada desvalorização cambial de 2002 e, posteriormente, pela necessidade de garantir que o nível de inflação fosse compatível com as metas de inflação.

Para atingir esses objetivos, a taxa de juros básica foi fixada em 26,50% na reunião de fevereiro (alta de um ponto percentual em relação a janeiro) e mantida nesse patamar em março, abril e maio (Gráfico 1). Essa decisão acabou provocando uma forte desaceleração da atividade econômica no primeiro semestre — o PIB cresceu apenas 0,30% segundo o IPEA —, situação que colocou em destaque a preocupação com a retomada do crescimento nos últimos seis meses do ano. Ainda que os sinais concretos fossem tênues, esse movimento parece ter começado ainda no terceiro trimestre do ano, quando o PIB cresceu 0,40% no período em relação ao trimestre anterior. Esse resultado refletiu a mudança significativa na política monetária, pois, a partir de junho, o Copom deu início ao processo de redução da taxa básica de juros, que, naquele mês, foi fixada em 26,00% ao ano e, nos meses seguintes, continuou em queda, chegando, em dezembro, a uma taxa de 16,50% ao ano, registrando uma queda de 10 pontos percentuais desde que começou a cair (junho). Além disso, no início de agosto, o Banco Central reduziu de 60,00% para 45,00% a alíquota do recolhimento não remunerado sobre depósitos à vista, que havia sido aumentada no início do ano. Soma-se a esses fatos o de que o aumento da confiança na economia após as primeiras aprovações das Reformas da Previdência e Tributária possibilitou a recomposição dos fluxos de financiamento externo, permitindo, assim, a consolidação de uma trajetória de estabilidade da taxa de câmbio que também foi beneficiada pelos elevados saldos comerciais no período, constituindo-se, portanto, em mais um fator importante para a melhoria do nível de atividade da economia.

Gráfico 1

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



FONTE: Bacen.

A mudança de sinal da política econômica refletiu a superação da crise de confiança do final de 2002 e a redução da inflação, o que representou também a recuperação da credibilidade pelo Banco Central, com efeitos importantes sobre a formação de expectativas, que, em termos da inflação futura, hoje se aproxima rapidamente da meta de 2004.

Aliás, as metas de inflação para 2003 e 2004 eram, respectivamente, de 4,00% e de 3,75%, com margem de tolerância de 2,5 pontos percentuais nos dois casos. Diante da forte pressão inflacionária herdada de 2002, em janeiro de 2003, o Conselho Monetário Nacional (CMN) resolveu adotar o conceito de meta ajustada, elevando-as para 8,50% em 2003 e 5,50% em 2004, mas sem intervalo de tolerância. Em 24 de junho, o mesmo CMN tornou definitiva a meta ajustada para 2004, mas reintroduziu a margem de tolerância de 2,5 pontos percentuais, o que significa que a inflação deste ano poderá chegar a 8,00% sem que a meta seja descumprida. Também nessa ocasião, foi fixada em 4,50% a meta de inflação para 2005, com o mesmo intervalo de tolerância fixado para 2004.

No que tange à evolução da inflação no segundo semestre de 2003, verifica-se, pela Tabela 1, que a variação do Índice Nacional de Preços ao Consumi-

dor Amplo (IPCA) atingiu 0,34% em agosto, ante 0,20% no mês anterior e 8,73% no acumulado do ano. A variação acumulada em 12 meses recuou pelo terceiro mês consecutivo, ficando em 15,70%. Já em setembro, a inflação medida pelo mesmo índice atingiu 0,78%, isto é, 0,44 ponto percentual acima da inflação de agosto. Esse repique da inflação foi avaliado pelo Copom como sendo temporário, pois estava associado a problemas de entressafra, ao aumento do preço internacional de algumas *commodities*, como a soja, e a reajustes de preços administrados. Em outubro, a inflação foi de 0,29%, quase 0,5 ponto percentual abaixo daquela registrada em setembro. Essa redução foi generalizada, tendo sido verificada nos preços administrados e nos preços livres, nos itens comercializáveis e nos itens não comercializáveis. Para novembro, o IPCA foi de 0,34%, o que mostra um aumento pouco significativo de 0,05 ponto percentual em relação ao mês anterior. Restando somente o resultado de dezembro, torna-se cada vez mais provável a materialização de uma inflação de apenas um dígito para o IPCA em 2003, o que já vem sendo antecipado pelos agentes econômicos desde agosto desse ano.

Tabela 1

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

(%)

ÍNDICES	JAN	FEV	MAR	ABR	MAIO	JUN
IPCA-IBGE .....	2,25	1,57	1,23	0,97	0,61	-0,15
IPC-IEPE .....	2,41	0,91	1,68	1,75	0,15	-0,61
IPC-FIPE .....	2,19	1,61	0,67	0,57	0,31	-0,16
IGP-M .....	2,33	2,28	1,53	0,92	-0,26	-1,00
IGP-DI .....	2,17	1,59	1,66	0,41	-0,67	-0,70
INPC-IBGE .....	2,47	1,46	1,37	1,38	0,99	-0,06

ÍNDICES	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	ACUMULADAS JAN-NOV/03
IPCA-IBGE .....	0,20	0,34	0,78	0,29	0,34	8,73
IPC-IEPE .....	-0,24	0,15	0,35	0,47	0,02	7,22
IPC-FIPE .....	-0,08	0,63	0,84	0,63	0,27	7,72
IGP-M .....	-0,42	0,38	1,18	0,38	0,49	8,03
IGP-DI .....	-0,20	0,62	1,05	0,44	0,48	7,02
INPC-IBGE .....	0,04	0,18	0,82	0,39	0,37	9,79

FONTE: IBGE.

IEPE.

FIPE.

FGV.

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

Quanto aos indicadores referentes ao nível de atividade, estes confirmam um tênue cenário de recuperação econômica a partir do terceiro trimestre do ano, quando o PIB, depois de cair 0,80% e 1,20% no primeiro e no segundo trimestre do ano, em relação ao trimestre anterior, respectivamente, voltou a crescer no terceiro trimestre, sendo positivo em 0,40% (Tabela 2). Segundo a série dessazonalizada do IBGE, a produção industrial apresentou um crescimento acumulado de 7,00% a partir de junho até setembro, mantendo-se, portanto, em recuperação. Esse quadro da atividade industrial, segundo **Notas da 90ª Reunião do Copom**, realizada nos dias 18 e 19 de novembro desse ano, é corroborado pelos indicadores dessazonalizados divulgados pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), que mostram aumento das horas trabalhadas e da utilização da capacidade instalada das empresas entre agosto e setembro.

Tabela 2

Principais resultados do PIB a preços de mercado no Brasil — 3º trim./02-3º trim./03

TAXAS	(%)				
	3º TRIMESTRE 2002	4º TRIMESTRE 2002	1º TRIMESTRE 2003	2º TRIMESTRE 2003	3º TRIMESTRE 2003
Acumulado ao longo do ano/mesmo período do ano anterior .....	1,3	1,9	1,9	0,4	-0,3
Últimos quatro trimestres/quatro trimestres imediatamente anteriores	0,8	1,9	2,5	1,9	0,7
Trimestre/mesmo trimestre do ano anterior .....	2,9	3,9	1,9	-1,1	-1,5
Trimestre/trimestre imediatamente anterior (com ajuste sazonal) ....	0,9	0,2	-0,8	-1,2	0,4

FONTE: IBGE. Diretoria de Pesquisas. Coordenação de Contas.

Fixando-se na questão do consumo, conclui-se que também começa a se delinear um quadro de recuperação, embora de forma mais lenta do que o nível de produção. Segundo o IBGE, a comparação em relação ao mesmo mês do ano anterior evidencia que o volume de vendas reais do comércio ainda se encontra abaixo do nível verificado em 2002, embora as quedas observadas venham se reduzindo progressivamente, tendo diminuído de 5,90% em agosto

para 2,70% em setembro. A série dessazonalizada pelo Bacen mostra que as vendas reais cresceram 0,80% em setembro, comparativamente ao mês anterior. Em relação a junho, os dados dessazonalizados, mostram crescimento acumulado de cerca de 0,90% também até setembro.

Diante desse cenário, é possível prever uma consolidação da trajetória de recuperação do consumo até dezembro, não só devido à queda da taxa de juros, o que melhora as condições de crédito, mas também pela recuperação progressiva da renda real em função dos dissídios salariais registrados no segundo semestre do ano. A possibilidade de desconto de empréstimos na folha de pagamentos é outro fator que deverá contribuir para esse objetivo, permitindo a expansão do volume de crédito a custos significativamente mais baixos.

Outro resultado importante para consolidação do cenário de melhora progressiva da atividade é a evidência de que o investimento também começa a apresentar sinais de recuperação. Em setembro, comparativamente a agosto, segundo dados dessazonalizados estimados pelo Bacen, houve aumento de 11,40% da absorção de bens de capital, que correspondeu à soma da produção e das exportações líquidas de bens de capital e constitui um bom indicador de investimento da economia. Dessa forma, o aumento do investimento reforçou a avaliação do Copom, apresentada em sucessivas **Notas** de reuniões ao longo do segundo semestre, de que o crescimento da economia se dará de forma balanceada, sem pressões inflacionárias, com aproveitamento do excesso de capacidade ociosa no período inicial e, posteriormente, com aumento da capacidade instalada.

O real, depois de se ter apreciado moderadamente, com a cotação do dólar norte-americano passando de patamares próximos a R\$ 2,90 para valores próximos a R\$ 2,85 entre a reunião do Copom de 16 de setembro e a de 21 de outubro, depreciou-se no período compreendido entre a reunião de 21 de outubro e a de 18 de novembro, partindo de valores próximos de R\$ 2,85 para cerca de R\$ 2,95. O Risco-País medido pelo Embi + do J. P. Morgan Chase, no primeiro período citado, caiu de cerca de 650pb para 607pb e, no segundo, reduziu-se em cerca de 25pb, atingindo 582pb.

Todos esses aspectos positivos mencionados acabaram se refletindo na Bolsa de Valores de São Paulo, cujo índice — Ibovespa — passou da faixa dos 18.000pb em setembro para a dos 21.000pb em dezembro (em 09.12 ele atingiu 21.295pb). Considerando o ano todo, o Ibovespa acumula uma alta de 88,70% até novembro, ganhando, de longe, das aplicações de renda fixa: o Certificado de Depósito Interbancário (CDI), usado como referencial pelos fundos de renda fixa, apresentou, no ano, uma valorização de 17,20%. Essa boa performance da Bovespa também é resultado do ingresso de recursos externos, que encontraram uma situação propícia em termos de estabilidade econômica.



Nas duas próximas seções deste artigo, realiza-se uma análise do desempenho dos agregados monetários e das operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional (SFN) no segundo semestre de 2003. Essa análise baseia-se, fundamentalmente, nos dados contidos no documento **Informações Econômicas: Política Monetária**.

## 2 - Evolução dos agregados monetários

Pelo critério de média dos saldos diários, a base monetária (BM) registrou, de julho a outubro de 2003, uma forte queda, de, aproximadamente, 9,90% (Tabela 5). Nesse período, a contração maior desse agregado monetário, conforme pode ser constatado na Tabela 3, foi no mês de setembro, 8,70%. O documento **Informações Econômicas**, do Banco Central, enfatiza que a redução ocorrida no quadrimestre refletiu, basicamente, a forte contração das reservas bancárias, que caíram 29,35% no período. Esse mesmo documento registra que, em 12 meses, a variação, até outubro, da base monetária, ainda no conceito de média dos saldos diários, apresentou queda de 2,30% e que, no conceito de saldos em final de período, enquanto a variação no quadrimestre teve uma queda de 9,60%, em 12 meses ela foi de 4,80%.

Quanto aos fatores condicionantes da base monetária no período jul.-out./03, os dados da Tabela 4 sinalizam que as operações líquidas com títulos federais se constituíram na principal força contracionista, com impacto próximo de R\$ 9,1 bilhões (resultado obtido pelo somatório dos fluxos acumulados com sinal negativo deduzidos aqueles com sinal positivo), seguidas pelos ajustes das operações líquidas com derivativos, com impacto de, aproximadamente, R\$ 4,0 bilhões, e pelo resultado líquido do agregado “outras contas”, com impacto em torno de R\$ 1,6 bilhão — este último determinado, em grande parte, por amortizações de dívidas junto ao Proer por parte de instituições financeiras em processo de liquidação.

Pelo lado expansionista, as operações líquidas do Tesouro Nacional, depois de serem contracionistas no primeiro semestre, voltaram a ser positivas, de julho a outubro, em R\$ 6,2 bilhões (resultado obtido pelo somatório dos fluxos acumulados com sinal positivo menos aqueles com sinal negativo), em um movimento possivelmente associado à aquisição de divisas no mercado de câmbio (a valorização cambial também explica o impacto das operações com derivativos, só que, nesse caso, contracionista em, praticamente, R\$ 4,0 bilhões). Esses movimentos foram neutralizados por meio de uma postura firme por parte do Bacen. Em agosto, em particular, segundo o documento **Informações**

**Econômicas**, do Bacen, o movimento da autoridade monetária no mercado secundário resultou em contração de R\$ 7,8 bilhões, compensada com apenas R\$ 0,3 bilhão de resgates líquidos no mercado primário. Em que pese essa atuação do Banco Central nas operações de mercado aberto, essa mesma fonte ressalta que a liquidez diária apresentou, em outubro, uma média de R\$ 55,8 bilhões, o que representa um crescimento de 11,40% em relação à posição do mês de julho.

Tabela 3

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

(%)

MESES	BM (1)	M1 (2)	M2 (3)	M3 (4)	M4 (5)
Jan.	-1,5	-3,5	-2,3	0,7	1,3
Fev.	-7,0	-6,9	0,7	1,5	0,7
Mar.	8,1	-2,7	-1,5	0,6	0,5
Abr.	-2,8	-2,2	-0,8	0,3	0,2
Mai	-1,7	-2,7	0,8	1,2	1,2
Jun.	-0,8	0,4	-0,6	1,4	0,8
Jul.	1,0	0,8	0,6	2,4	1,9
Ago.	-2,8	-0,4	0,5	2,3	1,7
Set.	-8,7	0,5	0,4	1,8	2,0
Out.	0,6	1,3	-0,6	1,7	1,3

FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL. Política monetária e operações de crédito do sistema financeiro. **Informações Econômicas**: nota para a imprensa, [Brasília, DF]: Bacen, 27 maio 2003. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htmls/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 as 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.

Tabela 4

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

(R\$ milhões)

MESES	TESOURO NACIONAL (1)	OPERAÇÕES COM TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS	OPERAÇÕES DO SETOR EXTERNO	DEPÓSITOS DE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS (2)	OPERAÇÕES COM DERIVATIVOS — AJUSTES	OUTRAS CONTAS (3)
Jan.	1 056	-17 800	3 342	1 259	3 677	-466
Fev.	-5 371	10 755	-2 918	-274	937	-7
Mar.	-2 491	2 662	-1 009	1 858	-2 360	-119
Abr.	-6 998	20 048	-256	481	-11 076	-2
Mai	-7 569	873	1 467	1 548	392	174
Jun.	1 156	-990	13	964	-2 551	90
Jul.	4 059	-1 883	-26	885	924	88
Ago.	-1 734	-7 534	14	79	-270	5
Set .	1 636	-3 394	-6	1 171	-1 530	-165
Out.	2 283	3 669	-1	298	-3 125	-1 524

FONTE: Bacen.

NOTA: Valores negativos são referentes a contrações; valores positivos são referentes a e pansões.

(1) Não inclui operações com títulos. (2) Inclui compulsório sobre depósitos judiciais e sobre insuficiência de aplicação em crédito rural, recolhimento do Proagro, depósitos de instituições financeiras — Resolução nº 2.461, depósito a prazo, recolhimentos sobre Adiantamento de Contrato de Câmbio (ACC), exigibilidade adicional e depósito prévio para compensação. (3) Inclui créditos a receber do Departamento de Regimes Especiais, aplicações da reserva monetária, despesas do Mecir e material de expediente, folha de pagamento, depósitos para constituição e aumento de capital, penas e custos sobre deficiência em reserva bancária e outras.

Por sua vez, o meio de pagamento tipo 1 (M1), segundo dado constante na Tabela 5, cresceu 2,16% nos primeiros quatro meses do segundo semestre, considerando a média dos saldos diários. No acumulado em 12 meses até outubro, ele apresentou uma redução de 3,50% (Banco Central do Brasil, 2003). Esse movimento pode ser explicado pelo relaxamento das exigências de compulsório sobre depósitos à vista, ocorrido em 20 de agosto, e pela redução das taxas de juros, fatores que vêm gerando elevação da demanda por moeda.

A análise dos agregados mais amplos (M2, M3 e M4) no quadrimestre mostra que houve variação positiva de 0,65% e de 1,75% nos depósitos de poupança e nos estoques de títulos privados (Banco Central do Brasil, 2003)

respectivamente, o que fez com que o M2 tivesse um pequeno crescimento de 0,98% no período (Tabela 5). Segundo o documento **Informações Econômicas**, do Banco Central, em 12 meses, esse agregado variou positivamente em 1,30%. Como proporção do PIB, ocorreu uma pequena redução do mesmo, pois atingiu 25,00% em outubro ante 25,50% em julho último. Com relação ao M3, a Tabela 5 registra que ele se expandiu em 8,43% nos quatro primeiros meses do segundo semestre do ano, devido à recuperação das aplicações em fundos de renda fixa, com aumento de 15,26% de julho a outubro, bem como das operações compromissadas com títulos públicos federais, que cresceram 53,50% no período (Banco Central do Brasil, 2003). O saldo das aplicações em fundos de renda fixa já acumula 40,60% de crescimento no ano, após a perda superior a 10,00% observada entre abril e setembro de 2002. Por fim, registra-se a continuidade da queda dos títulos públicos federais junto ao público não financeiro, que caiu 1,68% no quadrimestre, o que influenciou o moderado crescimento do M4 em 7,00%. Em 12 meses até outubro, esse agregado cresceu 15,20%. Como percentual do PIB, ele atingiu 58,50% no final de outubro, ante 57,00% em julho passado (Banco Central do Brasil, 2003).

Tabela 5

Evolução mensal dos saldos agregados monetários  
no Brasil — jun.-out./03

MESES	BM (1)	M1 (2)	M2 (3)	M3 (4)	M4 (5)
Jun.	65 703	85 398	383 248	728 440	846 263
Jul.	66 357	86 081	385 674	745 965	862 711
Ago.	64 493	85 746	387 611	762 890	877 020
Set.	58 851	86 159	389 177	776 978	894 158
Out.	59 216	87 250	387 035	789 919	905 869

(R\$ milhões)

FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL. Política monetária e operações de crédito do sistema financeiro. **Informações Econômicas**: nota para a imprensa, [Brasília, DF]: Bacen, 27 maio 2003. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/notecon2-p.shtm>>.

NOTA: As taxas de crescimento acumuladas no período de jul.-out. para os agregados monetários com base nos dados acima são: BM, -9,9%; M1, 2,16%; M2, 0,98%; M3, 8,43%; e M4, 7,0%.

(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 as 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.

### 3 - Operações de crédito do sistema financeiro

O estoque total de crédito da economia, de julho a outubro, apresentou uma certa estabilidade, correspondendo a uma participação de mais ou menos 25,50% do PIB (Tabela 6). No quadrimestre (jul.-out./03), tanto o estoque de operações com recursos livres quanto o relativo a operações com o setor público mantiveram-se inalterados, com uma participação de, respectivamente, 14,10% e 1,00% do PIB. Por outro lado, o estoque de recursos direcionados e o de operações de *leasing* apresentaram acréscimos de 0,10% do PIB, atingindo, em outubro, uma participação de 9,80% e 0,60% do PIB, respectivamente, ante 9,70% e 0,50% em julho. Quanto aos créditos direcionados, merece destaque o crescimento nominal de 11,54% observado no saldo de operações de crédito rural, no período jul.-out./03, e que é resultado do aumento da demanda por crédito para custeio e comercialização do Setor Primário, basicamente destinado à aquisição de insumos como sementes, fertilizantes e defensivos agrícolas. Por outro lado, em termos nominais, o estoque de operações de crédito com o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) aumentou apenas 2,50% ao longo desse mesmo período.

Os saldos de operações de crédito com recursos livres iniciaram, no quadrimestre jul.-out., trajetória de recuperação, sendo que o volume se elevou em cerca de 1,7% em termos nominais (Banco Central do Brasil, 2003).

O saldo de empréstimos para pessoas físicas, por sua vez, apresentou um crescimento de 5,01% no período e de 13,50% no ano até outubro (Tabela 7). A modalidade que teve o melhor desempenho nesse quadrimestre foi a do crédito pessoal, com um crescimento nominal de, praticamente, 8,80%, seguida pelas modalidades aquisição de veículos e cheque especial, com elevação nominal de 5,70% (Tabela 7). A melhora do crédito para pessoas físicas está associada ao relaxamento da política monetária no período (redução da taxa de juros) e ao início de funcionamento dos programas de crédito pessoal com desconto em folha — que devem garantir a continuidade da expansão do crédito pessoal nos próximos meses.

Aliás, a esse respeito, em 25 de junho de 2003, o Governo anunciou algumas medidas para estimular o microempréstimo e o microcrédito, as quais podem ser resumidas nos seguintes itens:

- autorização para os bancos abrirem contas para a população de baixa renda apenas com identificação e CPF. Nesse caso, o saldo mensal não pode ser superior a R\$ 1.000,00, e a sua movimentação só poderá ser feita por meio de cartão eletrônico;

- os bancos direcionarão 2,00% dos depósitos à vista para pequenos empréstimos, os quais não poderão ser superiores a R\$ 1.000,00, e os juros poderão ter uma taxa máxima de 2,00% ao ano. Caso isso não ocorra, o dinheiro precisa ser compulsoriamente depositado no Bacen;
- os recursos do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) para financiar capital de giro para as empresas foram ampliados em R\$ 1,1 bilhão. O faturamento anual das empresas que poderão ter acesso a essa linha de crédito se elevou de R\$ 3 milhões para R\$ 5 milhões;
- o Governo deverá repassar R\$ 200 milhões de recursos do FAT para financiar compras de material de construção;
- permissão para a abertura de cooperativas de crédito que não sejam delimitadas por categorias profissionais ou por grupo empresariais. Até então, apenas segmentos específicos da população, como produtores rurais ou microempresários, podiam abrir cooperativas de crédito;
- o Tesouro Nacional passará a subsidiar a criação de fundos de investimento vinculados a projetos específicos nas áreas de saneamento urbano, energia elétrica, gás, telecomunicações e habitação, dentre outros.

Tabela 6

Total das operações de crédito do sistema financeiro  
em relação ao PIB do Brasil — jan.-out./03

(% do PIB)

MESES	RECURSOS LIVRES (1)	RECURSOS DIRECIONADOS (2)	OPERAÇÕES DE LEASING	SETOR PÚBLICO (3)	TOTAL GERAL
Jan.	13,5	9,0	0,6	0,9	24,0
Fev.	13,5	9,1	0,6	0,9	24,0
Mar.	13,6	9,0	0,5	0,9	24,0
Abr.	13,7	9,0	0,5	0,8	24,1
Mai	14,0	9,3	0,5	0,9	24,7
Jun.	14,2	9,6	0,5	0,9	25,2
Jul.	14,1	9,7	0,5	1,0	25,3
Ago. (4)	14,1	9,7	0,6	1,0	25,3
Set. (4)	14,1	9,8	0,6	1,0	25,4
Out. (4)	14,1	9,8	0,6	1,0	25,5

FONTE: Bacen.

NOTA: O PIB do Brasil é 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-DI centrado.

(1) Os recursos livres são definidos de acordo com a Circular nº 2.957, de 30.12.99; não inclui companhias hipotecárias e agências de fomento e desenvolvimento. (2) Referem-se a créditos a taxas de juros administradas. (3) Inclui Administração Direta e Indireta e atividades empresariais. (4) Dados preliminares.

Tabela 7

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

PERÍODOS	PESSOA JURÍDICA			PESSOA FÍSICA		
	<i>Hot Money</i>	Desconto de Duplicatas	Total	Crédito Pessoal	Aquisição de Veículos	Total
Jul.-out. ....	17,50	9,90	-0,23	8,80	5,70	5,01
No ano até out. ....	3,70	17,60	-3,20	20,50	6,60	13,50

FONTES: Bacen.

NOTA: Saldos em final de período.

O valor total de recursos previstos nas diferentes modalidades para estimular o microempréstimo e o microcrédito é de R\$ 2,95 bilhões (R\$ 0,15 bilhão de recursos do Tesouro mais R\$ 1,3 bilhão proveniente do FAT e R\$ 1,5 bilhão originário dos bancos públicos e privados).

Analisando as operações com recursos livres para empresas em termos nominais, verifica-se que houve uma pequena queda no quadrimestre, de julho a outubro, de 0,23%, e no ano até outubro, de 3,20%. A modalidade de crédito mais procurada pelas empresas no período foi a de *hot money* e a de desconto de duplicatas, com crescimento de 17,50% e 9,90% respectivamente (Tabela 7).

Em relação às taxas de juros praticadas em operações de crédito com recursos livres, houve uma queda de 54,90% a.a. em julho para 48,60% a.a. outubro, mas ainda se encontram em patamar elevado. Para empréstimos com recursos livres a pessoas físicas, o custo do crédito alcançou 69,40% a.a. em outubro ante os 77,90% a.a. em julho. Nas operações de crédito com recursos livres as empresas, as taxas de juros caíram de 37,70% a.a. em julho para 32,5% ao ano em outubro. Essas reduções refletem não apenas a queda da taxa de juros básica que baliza o custo de captação dos bancos, mas também dos *spreads*, que, em relação a julho, mostraram redução de 1,9 ponto percentual para o total de empréstimos e, respectivamente, reduções de 0,4 e 4,7 pontos percentuais para empréstimos para pessoas jurídica e física (Banco Central do Brasil, 2003).

Paralelamente à redução das taxas de juros e dos *spreads*, a inadimplência nas operações de empréstimos às empresas teve uma pequena queda em outubro, passando de 5,00% em julho para 4,70% em outubro, enquanto a relativa às pessoas físicas caiu de 15,10% para 14,50%. Com isso, observa-se uma leve

redução do nível geral de inadimplência em operações de crédito com recursos livres, que passou de 8,90% em julho para 8,50% em outubro (Banco Central do Brasil, 2003).

## 4 - Considerações finais

O recrudescimento inflacionário e as incertezas inerentes ao processo eleitoral no final de 2002 constituíram-se em fatores determinantes do desempenho da economia, no primeiro semestre de 2003, em patamar inferior ao esperado inicialmente. As vendas no varejo registraram forte retração, atingindo não apenas bens de consumo duráveis, sensíveis principalmente ao crédito, mas também bens não duráveis, que respondem, principalmente, à evolução da renda.

Levando-se em conta que esses fatores de inibição do crescimento da economia foram superados e considerando-se a prática de uma política monetária ainda mais branda no próximo ano — com a continuação da redução gradual da taxa básica de juros (embora o espaço para isso seja menor do que em 2002) e das exigibilidades de depósitos compulsórios, além da melhora de expectativas —, é viável prever que a economia continuará a sua recuperação, que, segundo estimativas do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), poderá chegar a um crescimento do PIB de até 3,60% em 2004. O investimento deverá aumentar 6,50%, conforme o Bacen, refletindo a consolidação da estabilidade macroeconômica, a continuidade da redução das taxas de juros, o aumento na utilização da capacidade instalada e o alívio da situação financeira das empresas decorrente da apreciação do câmbio em 2003. Adicionalmente, podem-se incluir, entre os estímulos ao investimento em 2004, a definição da nova política industrial e de comércio exterior, focada em inovação e exportações, e a implementação das Parcerias Público-Privadas (PPPs) enquanto mecanismo capaz de viabilizar os investimentos em setores de infra-estrutura.

A projeção para o consumo das famílias, conforme o Bacen, é de crescimento de quase 5,00% em 2004, recuperando-se da queda de 3,60% estimada em 2003. O estímulo ao consumo deve vir, inicialmente, da expansão do crédito e da queda dos juros, mas tende, gradualmente, a refletir a recomposição dos rendimentos médios reais do trabalho num contexto de inflação em queda.

A perspectiva de estabilidade do câmbio, combinada ao efeito favorável que a inflação em queda vai ter em 2004 sobre os preços, à expansão moderada da demanda interna e à existência de capacidade ociosa nos setores produtores de bens finais, garante a expectativa de crescimento sem maiores pressões inflacionárias para o próximo ano.



Do ponto de vista da consistência desse crescimento, é preciso destacar que ele se beneficiará do quadro externo favorável. De fato, a manutenção dos juros internacionais em patamar reduzido, a retomada do crescimento nos Estados Unidos da América e, em menor grau, na Europa, a recuperação do Japão e o crescimento dos países do Sudeste Asiático, em especial a China, e a desvalorização controlada do dólar e seus efeitos sobre os preços internacionais de *commodities* configuram um cenário extremamente propício para o País avançar na consolidação da política econômica e da agenda de reformas e, assim, reforçar os sinais de que estão dadas as condições para a retomada do crescimento.

## Referências

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Política monetária e operações de crédito do sistema financeiro. **Informações Econômicas**: nota para a imprensa, [Brasília, DF]: BACEN, 25 nov. 2003. Disponível em:

<<http://www.bcb.gov.br/htms/notecon2-p.shtm>>. Acesso em: 25 nov. 2003.

BANCO CENTRAL DO BRASIL **Programação monetária**. Brasília, DF: BACEN, 2003a. Disponível em:

<<http://www.bcb.gov.br/ftp/progmon/pm-042003p.pdf>>. Acesso em: 15 dez. 2003.

INDICADORES nacionais: índices de preços. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, p. A-4, 18 dez. 2003.

IPEA. Panorama conjuntural. **Boletim de Conjuntura**, Brasília, DF, IPEA, nº 62, p. 5-8, set. 2003. Disponível em:

<<http://www.ipea.gov.br>>. Acesso em: 23 set. 2003.

IPEA. Panorama conjuntural. **Boletim de Conjuntura**, Brasília, DF, IPEA, nº 63, p. 5-9, dez. 2003. Disponível em: <<http://www.ipea.gov.br>>. Acesso em: 17 dez. 2003.

IPEA. Política monetária. **Boletim de Conjuntura**, Brasília, DF, IPEA, nº 63, p. 43-49, dez. 2003. Disponível em: <<http://www.ipea.gov.br>>. Acesso em: 17 dez. 2003.

REUNIÃO DO COMITÊ DE POLÍTICA MONETÁRIA, 86., 2003, Brasília, DF. **Ata...** Brasília, DF: BACEN, 2003. Disponível em:

<<http://www.bcb.gov.br/?COPOM86>>. Acesso em: 31 jul. 2003.

REUNIÃO DO COMITÊ DE POLÍTICA MONETÁRIA, 87., 2003, Brasília, DF.

**Ata....** Brasília, DF: BACEN, 2003. Disponível em:

<<http://www.bcb.gov.br/?COPOM86>>. Acesso em: 29 ago. 2003.

REUNIÃO DO COMITÊ DE POLÍTICA MONETÁRIA, 88., 2003, Brasília, DF.

**Ata....** Brasília, DF: BACEN, 2003. Disponível em:

<<http://www.bcb.gov.br/?COPOM86>>. Acesso em: 25 set. 2003.

REUNIÃO DO COMITÊ DE POLÍTICA MONETÁRIA, 89., 2003, Brasília, DF.

**Ata....** Brasília, DF: BACEN, 2003. Disponível em:

<<http://www.bcb.gov.br/?COPOM86>>. Acesso em: 24 nov. 2003.

REUNIÃO DO COMITÊ DE POLÍTICA MONETÁRIA, 90., 2003, Brasília, DF.

**Ata....** Brasília, DF: BACEN, 2003. Disponível em:

<<http://www.bcb.gov.br/?COPOM86>>. Acesso em: 18 dez. 2003.

REUNIÃO DO COMITÊ DE POLÍTICA MONETÁRIA, 91., 2003, Brasília, DF.

**Ata....** Brasília, DF: BACEN, 2003. Disponível em:

<<http://www.bcb.gov.br/?COPOM86>>. Acesso em: 23 dez. 2003.