

Política monetária: taxa Selic manteve-se a 19% no segundo semestre de 2001*

Edison Marques Moreira**

O ataque terrorista de 11 de setembro nos Estados Unidos da América e as ações militares desenvolvidas posteriormente por esse país foram um forte componente da elevação do grau de incerteza no ambiente econômico internacional, no segundo semestre de 2001. Face a isso, a conjuntura externa, que já vinha mostrando um caráter recessivo, piorou, pois os países industrializados sinalizaram uma perda de fôlego nas suas atividades econômicas.

No terceiro trimestre do ano, os Estados Unidos registraram uma queda de 0,4% em relação ao trimestre anterior, e o FED, para tentar melhorar a situação, reduziu as taxas de juros em 1,5 ponto percentual desde 11 de setembro, trazendo-as para 2% a.a. — seu nível mais baixo em 40 anos. Na área do euro, os indicadores sinalizaram redução significativa na taxa de crescimento, projetando aumento do PIB de 1,6% em 2001. No Japão, a contração dos principais indicadores de demanda interna, o desaquecimento da demanda externa, a deflação e a não-reação da oferta à política monetária de juros zero compuseram um cenário de permanência da recessão. O Banco do Japão reviu suas expectativas de crescimento do PIB para o ano, do intervalo de 0,3% a 0,8% para uma contração de -0,6% a -1,6%.

Na Argentina, a permanência do cenário recessivo dificulta o alcance da meta de déficit zero no último trimestre do ano, principalmente pela redução da arrecadação. O governo, nesse período, iniciou o programa de *swap* das dívidas com credores locais, com o objetivo de reduzir os juros pagos, o que foi interpre-

* O texto foi elaborado com informações obtidas até 27.11.01.

** Economista, Técnico da FEE e Professor da PUCRS.

O autor agradece a colaboração da estagiária Daniela Hugentobler Costa na pesquisa dos dados e na elaboração das tabelas.

tado pelas agências de *rating* como *default* seletivo, provocando nova redução nas notas atribuídas ao país. As dificuldades da Argentina refletiram-se nos indicadores de risco soberano, com o *spread* de seus títulos em relação ao dos Estados Unidos, superando os 3.000 pontos.

Como reflexo desse cenário internacional, o nível de atividade da economia brasileira, que já vinha se deteriorando, piorou, fato que pode ser constatado pela queda do PIB, o qual, segundo o IPEA, foi de 4,5% no primeiro trimestre, baixou para 1,8% no segundo e, no terceiro, foi menor ainda, caiu para 0,4%.

O contágio argentino refletiu-se no comportamento da taxa de câmbio brasileira, que, ainda, sofreu pressões derivadas dos atentados terroristas de 11 de setembro. Em 21 de setembro, a taxa de câmbio atingiu R\$ 2,80/US\$, com desvalorização de 43% desde o início do ano. Isso, não obstante as sucessivas intervenções do Bacen no mercado — vendendo títulos públicos indexados ao câmbio num montante líquido de US\$ 10 bilhões —, para reduzir essa pressão.

Na última semana de outubro, contudo, iniciou-se um processo de reversão da exacerbação cambial. Na segunda semana de novembro, a taxa de câmbio retornou a R\$ 2,53/US\$ e, em 15 de dezembro, encontrava-se em R\$ 2,30/US\$ aproximadamente, seu nível mais baixo desde 23 de agosto. Essa apreciação não refletiu intervenções do Bacen no mercado, já que as colocações líquidas de papéis cambiais praticamente se esgotaram em 10 de outubro.

Embora ainda seja um pouco cedo para análises, parte da apreciação cambial recente poderia ser explicada pelo esgotamento da demanda por *hedge* cambial, e outra parte, pela percepção de melhoria que se observa na balança comercial desde julho.

Diante das condições externas e internas, o Governo brasileiro praticamente manteve a taxa de juros básica da economia em 19% no segundo semestre do ano.

Analisar se esse patamar da taxa Selic é o que reflete melhor a atual conjuntura econômica e verificar a evolução dos agregados econômicos e o desempenho das operações de crédito são os objetivos do presente texto.

1 - Juros básicos a 19% sinalizam um bom patamar?

Na reunião de 21 de março (57ª reunião), o Comitê de Política Monetária (Copom) interrompeu a queda da taxa de juros de referência da economia — a taxa Selic —, iniciada em 1999, após ela ter tido uma brusca elevação em março daquele ano, quando passou de 25% a.a. para 45% a.a. devido à desvalorização cambial ocorrida a partir do momento em que o Governo adotou o

regime de câmbio flutuante. Tal postura de intervenção decorreu de fatores internos, mas, sobretudo, de fatores externos. A crise da Argentina, por exemplo, foi uma das causas que se refletiu na pressão do câmbio e na forte alta das expectativas de juros futuros.

A partir da reunião de 18 de julho até a reunião de 21 de novembro, o Copom manteve a taxa Selic em 19% a.a. (Tabela 1), pois a deteriorização do cenário internacional (atentado terrorista nos Estados Unidos, crise da Argentina, etc.) se refletia sobre a taxa de câmbio, uma das variáveis básicas da estabilidade macroeconômica do País, a qual sofreu uma forte desvalorização em boa parte do segundo semestre do ano.

Se a manutenção da taxa de juros a 19% a.a. está num bom patamar para o atual momento da economia brasileira, é discutível.

Alguns economistas acreditam que ela está muito elevada, e, portanto, defendem a sua redução. Justificam as suas posições argumentando que esse patamar atual é responsável pela manutenção do estado recessivo da economia e por seu agravamento no segundo semestre. Serve de argumento o fato de o PIB ter tido uma retração de 0,99% no terceiro trimestre em relação ao primeiro trimestre do ano. Foi a primeira taxa de crescimento trimestral negativa desde a crise russa, em 1998. O crescimento acumulado dos últimos 12 meses passou de 4,5% para 3,6%.

Tabela 1

Evolução da taxa referencial Selic — jan.-out./01

(% a.a.)

DATAS	TAXA SELIC
17 de janeiro	15,25
14 de fevereiro	15,25
21 de março	15,75
18 de abril	16,25
23 de maio	16,75
20 de junho	18,25
18 de julho	19,00
22 de agosto	19,00
19 de setembro	19,00
17 de outubro	19,00
21 de novembro	19,00

FONTE: Bacen.

Manter a meta da taxa Selic em 19% a.a. com a economia em recessão ou muito próxima dela poderia não ter qualquer impacto sobre as expectativas de inflação e, sim, teria a possibilidade de agravar o quadro por duas razões. Primeiro, porque o desaquecimento da economia reduz a arrecadação tributária e piora o resultado primário do setor público consolidado. Segundo, porque a manutenção no nível atual ou a elevação da taxa Selic aumentaria a dívida pública interna (em outubro, ela representava 54,4% do PIB) e o déficit nominal, portanto, o resultado fiscal global.

Para outra corrente, que defende a elevação da taxa Selic, surpreende a manutenção da meta da taxa de juros, já que a inflação mostra sinais de aceleração (Tabela 2) independentemente do indicador utilizado, seja ele o IPCA, que serve de base para a meta de inflação, seja os índices elaborados pelo Centro de Estudos de Preços da Fundação Getúlio Vargas (FGV) e pela FIPE.

Além disso, a variação percentual anual do núcleo da inflação calculada pela FGV mostra contínua alta desde janeiro, quando acumulava 3,93%, passando a acumular 5,37% em junho e 6,05% em setembro. A questão é saber se se está diante de um aumento passageiro do nível de preços ou se, de fato, mudou o patamar inflacionário.

A persistirem o aumento da inflação e a manutenção da taxa nominal de juros, haverá uma redução da taxa real Selic, sendo que a sua manutenção em um nível aceitável pelos agentes econômicos é ingrediente importante no delicado financiamento do balanço de pagamentos, já afetado pela contração geral dos fluxos de recursos aos países emergentes.

Adicionalmente, a situação internacional permanece delicada e incerta. Considerando um horizonte mais longo, o Global Economic Outlook do Fundo Monetário Internacional (FMI) de 2001 assinala um "risco significativo" de uma recessão mundial, com um declínio global mais profundo e expressivo no próximo ano.

A curto prazo, os eventos continuarão a ser determinados pela situação da Argentina, que tem dificuldades em zerar seu déficit e terá problemas em administrar o limite de saques dos depósitos bancários (US\$ 250 por semana ou US\$ 1.000 por mês), os quais vinham caindo desde o primeiro trimestre e que se acentuaram nos dois primeiros meses do último trimestre do ano devido à fuga de divisas do país.

O ambiente externo, portanto, é de grande incerteza e recomenda prudência, principalmente porque essa incerteza se reflete diretamente no comportamento da taxa de câmbio brasileira, a qual tem influência direta sobre a dívida pública, já que a participação dos títulos indexados ao dólar vem crescendo no estoque total da dívida desde julho de 2000, quando correspondia a 20,75%, passando, em julho de 2001, para 27,76% do total.

Tabela 2

Evolução das taxas de inflação, mês a mês, segundo
vários índices de preços — jan.-out./01

(%)

ÍNDICES	JAN	FEV	MAR	ABR	MAIO	JUN
IPCA-IBGE	0,57	0,46	0,38	0,58	0,41	0,52
IPC-IEPE	1,56	-0,12	0,47	0,95	0,10	0,48
IPC-FIPE	0,38	0,11	0,51	0,61	0,17	0,85
IGP-m	0,62	0,23	0,56	1,00	0,86	0,98
IGP-DI	0,49	0,34	0,80	1,13	0,44	1,46
INPC-IBGE	0,77	0,49	0,48	0,84	0,57	0,60

ÍNDICES	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	ACUMULADO JAN-NOV/01
IPCA-IBGE	1,33	0,70	0,28	0,83	0,71	6,98
IPC-IEPE	0,48	0,41	-0,18	1,24	0,99	6,90
IPC-FIPE	1,21	1,15	0,32	0,74	0,61	6,86
IGP-m	1,48	1,38	0,31	1,18	1,10	10,13
IGP-DI	1,62	0,90	0,38	1,45	0,76	10,20
INPC-IBGE	1,11	0,79	0,44	0,94	1,29	8,64

FONTE: IBGE.
IEPE.
FIPE.
FGV.

Ponderado os prós e os contras de mexer na taxa Selic, acredita-se que o Bacen deverá mantê-la em 19% a.a., pelo menos até janeiro de 2002.

O Copom, a partir de fevereiro, estará com um olho nos indicadores da atividade interna para corroborar, ou não, a extensão da queda na atividade econômica. Com o outro olho, continuará a acompanhar o desenrolar dos acontecimentos no mercado externo, já que os sinais de uma generalizada recessão internacional se avolumam e o déficit em conta corrente brasileiro, como porcentagem do PIB, está por volta de 4% a 5% do PIB.

São esses fatores que condicionarão a decisão do Copom de mudar a taxa Selic a partir do início de 2002.

2 - Agregados monetários e operações de crédito

2.1 - Evolução dos agregados monetários

A base monetária restrita (BM), no segundo semestre do ano até outubro, considerando-se o critério da média dos saldos diários, registrou expansão em todos os meses, conforme pode ser constatado na Tabela 3.

A maior taxa de crescimento desse agregado verificou-se no mês de julho, quando registrou 2,7% de expansão em relação ao mês anterior. Essa posição foi influenciada principalmente pelo resultado do Tesouro Nacional, que exerceu uma pressão expansionista de R\$ 2.029 milhões. Nos demais meses do ano, exceto janeiro, esse fator foi sempre contracionista.

Em outubro, último dado disponível, a BM, pelo critério acima considerado, somou R\$ 45,4 bilhões. Dentre seus componentes, o saldo de papel-moeda emitido registrou incremento de 1,1% no mês, e o de reservas bancárias, retração de 0,29%.

Quanto aos fatores condicionantes da BM ou às fontes de emissão monetária, considerando-se como referência os fluxos mensais acumulados, a Tabela 4 mostra que, no segundo semestre do ano, nos meses de agosto e setembro principalmente, as operações com títulos públicos federais foram o principal fator expansionista desagregado, incluindo-se aí a atuação do Bacen com o objetivo de ajustar a liquidez do mercado monetário.

Já pelo lado contracionista, destacam-se, ao longo do período considerado, as operações do setor externo, como resultado das vendas líquidas efetuadas pelo Bacen no mercado interbancário de câmbio, sendo que, em agosto e setembro, essa posição foi reforçada pelo movimento primário líquido na conta única do Tesouro Nacional, que gerou contração.

Tabela 3

Evolução mensal da taxa de crescimento dos
agregados monetários — jan.-out./01

(%)

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

FONTE: MINISTÉRIO DA FAZENDA. BACEN. Informações Econômicas. (2001)

Nota para a imprensa (política monetária; 27 nov.). Disponível em:
<http://www.bcb.gov.br/htms/notecon2-p.shtm> Acesso em 28 nov.

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

2. M₁ = papel-moeda em poder do público mais depósitos 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.

A BM ampliada atingiu um saldo de R\$ 653,7 bilhões ao final de outubro, mostrando uma expansão acumulada em 12 meses de 22,8%, comportamento que se refletiu, ao longo dos meses do segundo semestre, principalmente na atualização da dívida mobiliária federal em poder do mercado. No mês de julho, quando esse agregado teve o maior crescimento do período (6,2%), influenciou, além do fator acima relacionado, também as emissões de títulos federais referentes à Programação de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais.

Os meios de pagamento (M1), com base no saldo diário, registraram uma expansão nos meses de julho e setembro e uma contração em agosto e outubro de 2001. No primeiro período considerado, mais especificamente em julho, tanto o papel-moeda em poder do público quanto os depósitos à vista tiveram a maior expansão do ano, 2,0% e 2,6% respectivamente. Já o único mês que teve contração tanto do papel-moeda em poder do público (-0,5%) quanto dos depósitos à vista (-1,7%) foi o de agosto.

Tabela 4

Fluxos acumulados, no mês, dos fatores condicionantes
da base monetária — jan.-maio/00

MESES	TESOURO NACIONAL (1)		OPERAÇÕES EM TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS	
	Valor (R\$ milhões)	%	Valor (R\$ milhões)	%
Jan.	4 587	-5 197	-11 417	-226
Fev.	-3 091	-167	8 639	-176
Mar.	-2 641	-15	-3 198	-137
Abr.	-5 374	103	6 282	-296
Maio	-4 920	-8	6 360	1
Jun.	-329	-93	4 305	-32
Jul.	2 029	-717	423	-90
Ago.	-6 008	-396	10 210	2 314
Set.	-2 085	-65	8 763	-14
Out.	461	-122	399	-95

MESES	OPERAÇÕES DO SETOR EXTERNO		CONJUNTO DAS OPERAÇÕES COM O SISTEMA FINANCEIRO (2)	
	Valor (R\$ milhões)	%	Valor (R\$ milhões)	%
Jan.	1 961	-201	-452	322
Fev.	2	-100	-23	-95
Mar.	-668	-33 500	-16	-30
Abr.	11	-102	-1 377	8 506
Maio	-554	-5 136	-345	-75
Jun.	-350	469	-305	-12
Jul.	-2 370	-25	-462	51
Ago.	-2 886	22	-282	-39
Set.	-3 130	8	-695	146
Out.	-2 999	-4	-269	-61

FONTE: MINISTÉRIO DA FAZENDA. BACEN. Informações Econômicas. (2001) **Nota para a imprensa** (política monetária; 27 nov.). Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/notecon2-p.shtml> Acesso em 28 nov.

(1) Não inclui operações com títulos. (2) Dados preliminares.

Com relação aos meios de pagamento ampliados, o M2, que corresponde ao M1 mais os depósitos de poupança e os títulos emitidos pelas instituições financeiras, desde agosto, quando apresentou a maior taxa de crescimento (1,8%) em relação ao mês anterior, declinou, chegando, em outubro, numa situação estável (sem crescimento). O M3, que abrange o M2, a parcela da carteira dos fundos de renda fixa não incluída nos conceitos anteriores e as operações compromissadas com títulos federais começaram a decrescer em julho (-1,7%), chegando, em outubro, a uma taxa de expansão de 5,5%.

O M4, que compreende o M3 e os títulos públicos em poder do setor não financeiro, observado em termos de taxa de crescimento mensal, também, apresentou uma tendência declinante. Em relação ao PIB, o M4 atingiu, em outubro, a maior participação do ano, 60,9% (em janeiro foi de 57,4%).

Considerando-se a programação monetária para o quarto trimestre do ano dos agregados base monetária restrita, base monetária ampliada M1 e M4, observa-se, na Tabela 5, que eles se mantiveram dentro do objetivo estipulado no terceiro trimestre.

Para 2001, a taxa de crescimento prevista para cada um deles é: M1, 9,5%, base monetária restrita, 10,2%; base monetária ampliada, 23,1%; e M4, 17,3% (Tabela 5).

Tabela 5

Programação monetária para o quarto trimestre de 2001

TERCEIRO TRIMESTRE				
DISCRIMINAÇÃO	Previsto		Ocorrido	
	Valor (R\$ bilhões)	Variação % em 12 meses (1)	Valor (R\$ bilhões)	Variação % em 12 meses
M1 (2)	63,0-74,0	17,9	68,4	17,7
Base restrita (2)	41,4-48,6	18,1	45,1	18,6
Base ampliada (3)	590,2-692,8	23,1	646,2	24,0
M4 (3)	650,1-763,1	15,3	746,8	20,7

ANO		
DISCRIMINAÇÃO	Previsto	
	Valor (R\$ bilhões)	Variação % em 12 meses (1)
M1 (2)	70,9-83,2	9,5
Base restrita (2)	46,9-55,1	10,2
Base ampliada (3)	610,0-716,1	23,1
M4 (3)	703,7-826,1	17,3

FONTE: MINISTÉRIO DA FAZENDA. BACEN. Informações Econômicas. (2001) **Nota para a imprensa** (política monetária; 26 out.). Disponível em:
<http://www.bcb.gov.br/htms/notecon2-p.shtm>. Acesso em 26 out.

- (1) Para o cálculo das variações percentuais, considera-se o ponto médio das previsões.
 (2) Média dos saldos dos dias úteis no último mês do período. (3) Saldos em fim do período.

2.2 - Operações de crédito

2.2.1 - Operações de crédito do sistema financeiro

Ao longo dos 10 primeiros meses de 2001, o estoque das operações de crédito contratadas pelo sistema financeiro apresentou um crescimento acumulado de 5,2%, mantendo a participação dos empréstimos em relação ao PIB em 27,2%, segundo dados do Bacen.

O cenário econômico de incertezas no período fez com que as instituições financeiras mantivessem a seletividade na oferta de crédito, requerendo garantias adicionais, e reduzissem os limites individuais dos clientes. Esse comportamento foi complementado pela elevação das taxas de juros ativas, com o conseqüente aumento do *spread* bancário.

As operações com recursos direcionados tiveram uma contração de -18,0% no acumulado do ano. Esse comportamento decorreu, basicamente, da queda dos recursos direcionados à habitação e a outros setores, os quais foram de -58,4% e -79,6% respectivamente.

As operações realizadas pelo sistema BNDES apresentaram uma evolução de 15,6% no acumulado do ano, sendo que o volume de repasses e os financiamentos diretos para o setor privado cresceram 17,5% e 13,3% respectivamente.

Em relação aos recursos livres, o acumulado até outubro foi de 29,3%, destacando-se as operações de crédito com as pessoas físicas, com um crescimento de 37,1%. As operações de crédito com as pessoas físicas, referenciadas em moeda estrangeira, também merecem registro, pois apresentaram uma evolução de 32,2% no período.

2.2.2 - Distribuição setorial do crédito

No acumulado do ano, o saldo das operações de crédito destinado ao setor privado cresceu 6,2% (Tabela 6). No período, os empréstimos a pessoas físicas cresceram 25,4%, sobressaindo-se as operações com cheque especial e para aquisição de veículos, que cresceram, no ano, 41,3% e 52,4% respectivamente. Ao mesmo tempo, o volume de crédito destinado às diversas atividades produtivas registrou uma contração muito forte no setor de habitação (57,6%), sendo que a indústria apresentou a melhor expansão (20,7%). No mês de outubro especificamente, o saldo para o setor industrial decresceu 0,4%, em virtude de liquidações de operações sob a forma de capital de giro, operações de Adiantamento de Contrato de Câmbio (ACC) e repasses externos com as indústrias alimentícia, automobilística e química.

Tabela 6

Taxas de crescimento mensal, trimestral, no ano (até outubro)
e em 12 meses das operações de crédito
do sistema financeiro — 2001

a) setor público

(%)

PERÍODOS	GOVERNO FEDERAL	GOVERNOS ESTADUAIS E MUNICIPAIS	TOTAL DO SETOR PÚBLICO	INDÚSTRIA
No mês	0,0	2,0	1,1	-0,4
No trimestre	2,3	5,3	4,0	5,5
No ano	15,6	-34,9	-20,5	20,7
Em 12 meses	12,7	-37,1	-23,0	28,4

b) setor privado e total geral

(%)

PERÍODOS	HABITA- ÇÃO	RURAL	COMÉR- CIO	PESSOAS FÍSICAS	OUTROS SERVIÇOS	TOTAL DO SETOR PRIVADO	TOTAL GERAL (a + b)
No mês	0,5	3,6	0,8	1,4	1,2	0,8	0,8
No trimestre	3,1	10,4	3,9	3,7	9,7	5,8	5,8
No ano	-57,6	-4,1	17,1	25,4	30,5	6,2	5,2
Em 12 meses	-59,7	1,3	26,3	34,8	42,7	11,4	9,9

FONTE: MINISTÉRIO DA FAZENDA. BACEN. Informações Econômicas. (2001) **Nota para a imprensa** (política monetária; 27 nov.). Disponível em:
<http://www.bcb.gov.br/htms/notecon2-p.shtm> Acesso em 28 nov.

NOTA: Saldos em final de período.

O saldo dos financiamentos contratados pelo setor rural, inclusive agroindústria, apresentou uma queda de -4,1% no período, sendo que, em outubro, último dado disponível, houve uma elevação de 3,6% como resultado do incremento das operações de custeio e investimento com recursos obrigatórios e com repasses efetuados pelo sistema financeiro público destinados ao financiamento do plantio da safra de verão.

O saldo de empréstimo destinado ao comércio teve uma evolução, de janeiro a outubro, de 17,1%.

Com relação ao saldo de crédito contratado pelo sistema financeiro privado, este, ao longo do ano (até outubro), apresentou uma elevação de 6,2%, mantendo a participação relativa em torno de 66% no total do sistema, com destaque para os créditos destinados a pessoas físicas e a outros serviços.

No que se refere às operações do sistema financeiro público, registrou-se uma queda de -20,5% nos 10 primeiros meses do ano, destacando-se a redução para os governos estaduais e municipais, que foi de -34,9% no período, o que indica um menor endividamento dessas esferas governamentais junto ao sistema financeiro público.

2.2.3 - Operações de crédito com recursos livres

Considerando-se o acumulado até outubro, o saldo de concessões das operações de crédito com recursos livres apresentou uma evolução de 15,7%. Especificamente o saldo de crédito com recursos livres a pessoas físicas revelou uma maior expansão (23,7%) do que o saldo para pessoas jurídicas (12,2%). Os resultados desse segmento em 2001 refletem a redução da demanda por crédito, diante da conjuntura econômica desfavorável, bem como a atitude conservadora das instituições financeiras na oferta de crédito.

Em outubro, especificamente, houve uma contração de -1,2% no saldo das carteiras ativas do segmento pessoa jurídica. Isso foi determinado pelas operações lastreadas em recursos externos, que, pelo segundo mês consecutivo, decresceram devido à queda sazonal nas concessões dos financiamentos de Adiantamento de Contrato de Câmbio e também ao montante mais elevado de liquidações nesse período.

Capital de giro e conta garantida tiveram destaque entre as modalidades de crédito concedidas com recursos livres para pessoa jurídica, apresentando uma expansão de 22,3% e 19,1%, respectivamente, nos 10 primeiros meses do ano. Destacou-se em outubro a primeira modalidade citada (capital de giro), a qual cresceu 32,1% em relação ao mês anterior, em função da maior demanda por crédito pela indústria com vistas ao atendimento das encomendas e das vendas no fim do ano (Tabela 7).

Tabela 7

Taxas de crescimento mensal, trimestral, no ano (até outubro) e em 12 meses das operações de crédito com recursos livres — concessões acumuladas no mês-pessoa física em 2001

PERÍODOS	CHEQUE ESPECIAL	CRÉDITO PESSOAL	FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO
No mês	15,0	9,3	29,5
No trimestre	5,8	5,5	20,8
No ano	35,4	15,5	64,7
Em 12 meses	27,4	11,3	21,2

PERÍODOS	AQUISIÇÃO DE BENS		
	Veículos	Outros	Total
No mês	15,5	15,4	15,5
No trimestre	-1,9	10,0	1,3
No ano	-16,4	-9,7	-14,6
Em 12 meses	-9,0	20,2	-2,0

PERÍODOS	CARTÃO DE CRÉDITO	OUTRAS	TOTAL
No mês	21,5	11,4	14,1
No trimestre	21,4	10,5	6,6
No ano	48,4	18,2	23,7
Em 12 meses	27,1	24,5	21,1

FONTE: MINISTÉRIO DA FAZENDA. BACEN. Informações Econômicas. (2001) **Nota para a imprensa** (política monetária; 27 nov.). Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/notecon2-p.shtml> Acesso em 28 nov.

O estoque de crédito contratado com pessoas físicas registrou uma expansão de 23,7% no período de janeiro até outubro. Ressaltam-se no acumulado as carteiras de financiamento imobiliário, o cartão de crédito e o cheque especial, que se expandiram 64,7%, 48,4% e 35,4% respectivamente.

Quanto às taxas de juros praticadas nas operações de crédito do segmento livre, ao longo do ano até outubro, elas apresentaram um crescimento de 13,2 pontos percentuais tendo essa elevação muito a ver com as incertezas do cenário externo, que se refletiram sobre a volatilidade do mercado financeiro.

Nas operações com pessoas jurídicas, o crescimento da taxa média acumulada no período foi de 9,7 pontos percentuais, destacando-se o crescimento de 12,3 pontos percentuais no ano em conta garantida e de 10,2 pontos percentuais em *hot money*. O encarecimento do crédito rotativo está associado à maior demanda por operações de curto prazo pelas empresas. Adicione-se ainda como justificativa a maior utilização do cheque especial por pessoa jurídica, que apresenta as taxas mais elevadas entre os produtos da modalidade.

No segmento de pessoas físicas, a taxa média de juros apresentou majoração de 12,1 pontos percentuais. A taxa de juros do crédito pessoal respondeu pelo aumento mais significativo dentre as modalidades de pessoa física, com variação no ano de 21,4 pontos percentuais.

3 - Considerações finais

Diante dos cenários externo e interno descritos ao longo deste texto, é possível prever que o nível de atividade da economia brasileira deverá ter uma queda considerável em relação à previsão do Governo no início do ano, que era de um PIB em torno de 4%. Aliás, o IPEA projeta uma expansão da economia de 1,7% em 2001.

Em 2002, é bem provável que a taxa de crescimento do PIB melhore. O IPEA acredita que ela possa ser de 2,4%. Essa taxa, ainda pequena para o porte da economia brasileira, seria, provavelmente, tolhida pela manutenção de uma política monetária restritiva, ou seja, com taxas de juros básicas próximas a 19% a.a.

O desempenho da inflação nos últimos meses de 2001 e as expectativas de aumentos significativos nos preços administrados em 2002 deixariam pouco espaço para reduções dos juros sem comprometer a meta de inflação.

Ainda que o Bacen não consiga promover reduções significativas nas taxas de juros no curto prazo, pode-se, entretanto, prever uma melhora nas condições de crédito, que, certamente, trariam mais fôlego para a demanda agregada no próximo ano. Por fim, a apreciação cambial dissipa as preocupações com a trajetória da relação dívida pública/PIB, que poderá ser ligeiramente declinante em 2002.

Bibliografia

- BANCO CENTRAL DO BRASIL (2001). **Notas da 61ª Reunião do Comitê de Política Monetária**. Brasília, 17 e 18.7.2001. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/copom/not2001071861.shtm> Acesso em 26 jul.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (2001). **Notas da 62ª Reunião do Comitê de Política Monetária**. Brasília, 21 e 22.8.2001. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/copom/not2001082262.shtm> Acesso em 29 ago.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (2001). **Notas da 63ª Reunião do Comitê de Política Monetária**. Brasília, 18 e 19.9.2001. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/copom/not2001091963.shtm> Acesso em 27 set.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (2001). **Notas da 64ª Reunião do Comitê de Política Monetária**. Brasília, 16 e 17.10.2001. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/copom/not2001101764.shtm> Acesso em 25 out.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (2001). **Notas da 65ª Reunião do Comitê de Política Monetária**. Brasília, 20 e 21.11.2001. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/copom/not2001112165.shtm> Acesso em 29 nov.
- BOLETIM CONJUNTURAL IPEA (2001). Rio de Janeiro, n. 55, out.
- MINISTÉRIO DA FAZENDA. Banco Central do Brasil, Departamento de Estudos e Pesquisas (2001). **Juros e Spread Bancário no Brasil**. Setembro. Disponível em: http://bcb.gov.br/ftp/juros_spread1.pdf Acesso em 27 set.
- MINISTÉRIO DA FAZENDA. Banco Central do Brasil. Informações Econômicas (2001). **Nota para a imprensa** (Política Monetária) 27.11.2001. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/notecon2.htm> Acesso em 28 nov.
- MINISTÉRIO DA FAZENDA. Banco Central do Brasil. Informações Econômicas (2001). **Nota para a imprensa** (Política Monetária) 26.10.2001. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/notecon2.htm> Acesso em 26 out.