

Política monetária: a busca do controle da inflação no segundo semestre de 2002*

*Edison Marques Moreira***

Economista da FEE e Professor da PUCRS.

A política monetária, no segundo semestre de 2002, foi influenciada, principalmente, pela expectativa gerada pela sucessão presidencial e pela significativa elevação da taxa de câmbio.

Em novembro, a desvalorização cambial acumulada atingiu 57%. Inicialmente, esse movimento pressionou os preços das mercadorias importadas. Era um típico choque de oferta com realinhamento de preços. Mas sua persistência começou a contaminar outros preços da economia. Numa segunda fase, atingiu a cadeia de produtos comercializáveis com o Exterior, principalmente os alimentícios. A terceira fase atingiu os preços dos serviços, que, com a perspectiva de inflação alta, passaram a ser reajustados.

Devido a esse quadro, a inflação crônica e ascendente, um fantasma que assombrou a sociedade brasileira durante 15 anos (1980-94), parecia querer voltar. Para contê-la, o Comitê de Política Monetária do Banco Central (Copom) buscou praticar uma política monetária restritiva no período, usando a alta da taxa de juros como seu principal instrumento.

Neste texto, procura-se analisar o comportamento da política monetária no segundo semestre de 2002, bem como o desempenho dos agregados monetários e das operações de crédito do sistema financeiro. Por último, apresentam-se as considerações finais e busca-se prognosticar alguma perspectiva para o ano 2003.

* O texto foi elaborado com informações obtidas até 18.12.02.

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

1 - A política monetária nos últimos seis meses do ano

Como em 2001 a economia brasileira foi submetida a fortes choques, que levaram a inflação a 7,7%, segundo o IPCA, índice utilizado pelo Governo para controlar as metas acertadas junto ao FMI — bem acima da meta de 4% — a obtenção de uma meta de 3,5% em 2002 passou a revelar-se extremamente difícil sem um aperto ainda maior da política monetária, especialmente depois que o câmbio entrou em trajetória ascendente a partir de abril.

O Banco Central criou, então, um mecanismo que flexibilizou o regime de metas de inflação, ajustando a meta para os efeitos de choques de oferta e para os efeitos de inércia embutida em preços e contratos corrigidos pela inflação passada. Para fins de quantificação, o impacto de choques de oferta, como o aumento dos preços do petróleo, foi classificado como efeito primário e estimado em 0,5% em 2002. O impacto derivado de regras de correção automática de preços e contratos com base em índices passados foi classificado como efeito inércia e estimado em 0,9%. Em junho, o Bacen recalibrou o ponto central da meta de 2002 para 4,9%, ante os 3,5% definidos originalmente, mas sem alterar o intervalo de tolerância ampliado de 2 para 2,5 pontos percentuais. Foi também definida a meta para 2003, de 3,75% e intervalo de tolerância de 2,5% para cima ou para baixo. As alterações nos parâmetros que orientavam a condução da política monetária abriram espaço para que, em julho, o Bacen voltasse a reduzir a taxa Selic de 18,5% para 18% a.a. (Tabela 1) mesmo diante da elevada volatilidade no mercado financeiro em função das pressões sobre a taxa de câmbio e sobre os títulos públicos. O principal argumento para a redução da taxa de juros em julho foi que a política monetária, aquela altura, já estaria orientando-se pela meta da inflação de 2003, que, segundo as projeções do Banco Central, ainda se encontrava abaixo do ponto central do novo intervalo de tolerância.

Ainda em julho, a taxa de inflação medida pelos principais índices de preços elevou-se, refletindo a combinação de fatores como a concentração de reajustes de preços monitorados (telefonias, energia elétrica, etc.) no período, o início da entressafra e os efeitos da então recente depreciação cambial, particularmente sobre os preços no atacado.

O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) variou 1,1% em julho, acumulando, na ocasião, 4,17% no ano e 7,51% em 12 meses. Em junho, esse mesmo índice havia variado 0,42%.

Na época, o aumento da incerteza em relação ao futuro do País, agravado pelo aumento na percepção de risco em relação à economia mundial, acabou influenciando negativamente os preços de ativos em moedas estrangeira e

local. O risco medido pelo Embi + alcançou mais de 2000 pontos básicos (p.b.), e o câmbio depreciou-se em 9,4% no período.

Tabela 1

Evolução da taxa referencial Selic no Brasil — 2002

		(%)
DATA	TAXA SELIC	
23 de janeiro	19,00	
20 de fevereiro	18,75	
20 de março	18,50	
17 de abril	18,50	
22 de maio	18,50	
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	

FONTE: Bacen.

NOTA: Percentual ao ano.

Entretanto, em agosto, a conclusão do acordo com o FMI¹ e a concordância de seus princípios gerais pelos principais candidatos a presidente, a dimi-

¹ O novo acordo do Brasil com o FMI, previa: (a) uma nova linha de crédito *stand-by*, com um aporte da ordem de US\$ 30 bilhões — distribuídos em US\$ 3 bilhões na aprovação formal em setembro, outros US\$ 3 bilhões após a primeira revisão em dezembro e o restante no decorrer de 2003 —; (b) um comprometimento do Brasil em gerar um déficit primário de 3,88% do PIB em 2002 e de 3,75% em 2004 e 2005, metas inseridas na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO); o controle inflacionário permanece como objetivo maior da política monetária brasileira, e, nesse novo acordo, mantém-se a meta anterior de inflação, mas cria-se um novo limite inflacionário para 2002 de 6,5%, com 2,5 pontos percentuais de tolerância apenas para efeito do acordo, dessa forma, se a inflação no fechamento de 2002 exceder 9%, o Bacen discutirá com os técnicos do FMI as medidas de política que deverão ser adotadas para garantir os créditos conforme o acordo; (c) um piso de reservas de US\$ 5 bilhões ao longo de toda a sua duração, de 24 meses, e, caso as intervenções do Bacen levarem a uma queda de reservas líquidas superiores a US\$ 3 bilhões por um período móvel de 30 dias, novas intervenções devem ser objeto de diálogo com os técnicos do FMI; (d) um compromisso de transformar a base de incidência do PIS, de faturamento para valor agregado, até o final de 2002, como primeiro passo para aplicação da mesma formulação para o Cofins.

nuição dos deságios dos títulos públicos e a boa evolução na indústria de fundos e uma melhora nas condições de liquidez nas linhas de crédito internacionais para o Brasil propiciaram um ambiente adequado para a reversão de expectativas no mercado financeiro. Diante disso, o Copom manteve a meta para a taxa Selic em 18% a.a. e adotou um viés de baixa.

Em agosto, não obstante, os índices de preços ao consumidor acusaram menor variação em relação à do mês anterior, principalmente pelo esgotamento dos impactos dos reajustes nos preços monitorados, a inflação manteve-se elevada e, segundo o IPCA, ela foi de 0,65%, acumulando 4,85% no ano e 7,46% em 12 meses (Tabela 2).

Contudo o clima de incerteza quanto aos aspectos evolutivos do desempenho da economia brasileira persistiram em setembro. O real havia se depreciado em 2,3% desde a reunião do Copom em agosto, e o Risco-Brasil medido pelo Embi + manteve-se em patamares elevados. Diante disso, nesse mês, o Copom decidiu manter a meta para a taxa Selic, ainda em 18% a.a.

O Copom, até então, vinha baseando suas projeções em um cenário básico, no qual a transição para o futuro Governo ocorreria sem turbulências exageradas ou prolongadas. Entretanto o aumento do grau de incerteza observado ao longo do segundo semestre, até outubro, diminuía a probabilidade de concretização desse cenário básico.

Assim, quando se tornou evidente que o repasse do custo cambial para os preços ao consumidor estava se disseminando, não restaram outras alternativas ao Copom que não fossem limitar a especulação com a moeda norte-americana e sinalizar que a atual política seria mantida.

Em meados daquele mês (outubro), o Banco Central limitou a capacidade de bancos de operarem com o dólar, aumentando as exigências de capital para manter posições naquela divisa de 75% para 100%, e diminuiu de 60% para 30% a fatia do patrimônio das instituições financeiras que podiam ser comprometidas com moeda estrangeira.

Paralelamente, o Bacen elevou a proporção dos depósitos compulsórios sobre os depósitos à vista para 53%; dos depósitos a prazo, para 23%; e sobre os saldos em caderneta de poupança, para 30%.

Esse conjunto de medidas reduziu o grau de alavancagem dos Bancos.

Entre as reuniões do Copom de setembro e outubro, houve depreciação adicional do real, com a cotação do dólar situando-se em valores próximos a R\$ 3,90 e aumento da expectativa de inflação em 2003 para 5,9%. Devido a esses efeitos, a projeção para a inflação do IPCA aumentava significativamente, o que poderia estimular o repasse da depreciação cambial e a propagação dos ajustes dos preços.

Na realidade, o aumento da inflação nos primeiros meses do segundo semestre implicava que, mantida a meta para a taxa Selic de 18% a.a., a taxa de juros real se reduziria significativamente.

Tabela 2

Evolução das taxas de inflação, mês a mês, segundo vários índices de preços, no Brasil — jan.-nov./02

(%)

ÍNDICES	JAN	FEV	MAR	ABR	MAIO	JUN
IPCA-IBGE	0,52	0,36	0,60	0,80	0,21	0,42
IPC-IEPE	0,76	0,08	0,80	0,83	0,48	0,61
IPC-FIPE	0,57	0,26	0,07	0,06	0,06	0,31
IGP-M	0,36	0,06	0,09	0,56	0,83	1,54
IGP-DI	0,19	0,18	0,11	0,70	1,11	1,74
INPC-IBGE	1,07	0,31	0,62	0,68	0,09	0,61
ÍNDICES	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	ACUMULADO JAN-NOV/02
IPCA-IBGE	1,19	0,65	0,72	1,31	3,02	10,22
IPC-IEPE	1,06	0,69	1,45	2,02	4,54	14,08
IPC-FIPE	0,67	1,01	0,76	1,28	2,65	7,94
IGP-M	1,95	2,32	2,40	3,87	5,19	20,77
IGP-DI	2,05	2,36	2,64	4,21	5,84	23,09
INPC-IBGE	1,15	0,86	0,83	1,57	3,39	11,72

FONTE: IBGE.
IEPE.
FIPE.
FGV.

O aumento da projeção de inflação para cima da meta ajustada para 2003 recomendava uma política monetária mais restritiva, mesmo que a causa primária da inflação não estivesse relacionada com um aumento da demanda, mas, sim, com o efeito sobre os preços domésticos de uma depreciação cambial significativa. Uma política monetária mais restritiva diminuiria o repasse da desvalorização cambial para os preços e melhoraria as expectativas de inflação. Foi esse o motivo que fez o Copom elevar a meta para a taxa Selic de 18,0% a.a. para 21% a.a. na reunião extraordinária de 14 de outubro e confirmá-la depois na reunião ordinária de 21 daquele mês.

A forte depreciação cambial e o crescimento lento da economia estavam provocando um rápido ajuste na conta corrente do balanço de pagamentos. O déficit acumulado em 12 meses vinha caindo continuamente desde julho de 2001, atingindo US\$ 13 bilhões em setembro, após resultados superavitários em dois meses consecutivos. A melhora na conta corrente foi atribuída principalmente ao bom desempenho da balança comercial, cujo saldo acumulado em

12 meses partiu de US\$ 3 bilhões no início deste ano para US\$ 9,2 bilhões em setembro. Projetam-se para conta corrente em 2002 um déficit de até US\$ 11 bilhões e um superávit comercial de mesmo valor. A taxa de câmbio, em que pese esses bons resultados, continuava pressionada. Desde a reunião do Copom em setembro, a cotação do dólar havia subido de R\$ 3,20 para, aproximadamente, R\$ 3,90, em outubro, refletindo um clima de aversão ao risco e queda de confiança não só em relação ao Brasil como também em relação aos países industrializados.

A crise de confiança decorrente de incertezas quanto à futura condução da política econômica reduziu o crédito ao Brasil. Além disso, os escândalos envolvendo grandes corporações americanas, as crises observadas em mercados emergentes, a perspectiva de mais uma guerra no Golfo e a redução na probabilidade de recuperação das economias americana e européia vinham drenando a tolerância do mercado de risco. Uma série de indicadores captava o aumento na percepção de risco em níveis comparáveis aos observados durante a crise da Rússia. A elevada correlação entre os índices Embi + Brasil e S & P 500 mostrava que o aumento do Risco-Brasil observado naqueles meses era, em parte, consequência da maior aversão ao risco observada nos mercados financeiros internacionais.

Na semana de 23 de outubro, houve estabilização e alguma recuperação no mercado financeiro. O real manteve-se relativamente estável, em torno de R\$ 3,90. Além disso, o Risco-Brasil medido pelo Embi + apresentou trajetória declinante no período (2.251 p.b. e 1987 p.b. nos dias 11 e 21 de outubro respectivamente), e observou-se maior demanda por títulos públicos no mercado doméstico, com redução nos deságios oferecidos.

A continuação da melhora nas contas do balanço de pagamentos e na avaliação sobre a conduta futura da política econômica permitiu que a cotação do dólar voltasse a cair em novembro, de cerca de R\$ 3,90 para R\$ 3,55. A valorização do real foi, de certa forma, limitada pelo clima de aversão ao risco ainda prevalecente nos mercados internacionais.

A partir da reunião do Copom em outubro, além da valorização do real, observaram-se outros sinais positivos no mercado financeiro: o Risco-Brasil medido pelo Embi + caiu de 1.987 pontos para 1.655 p.b. entre 21 de outubro e 18 de novembro; diminuíram os deságios observados nos preços dos títulos públicos; observou-se maior facilidade de colocação de títulos do Governo; e, por fim, a indústria de fundos também apresentou, em outubro, os melhores resultados em termos de captação desde janeiro de 2002.

Entretanto houve uma deterioração das expectativas de inflação para 2003. Segundo Notas da 78ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil, a mediana das expectativas de inflação para 2003, coletadas pela Gerência Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin) do Bacen,

subiu de 5,2% em setembro para 7% em outubro e atingiu 9,8% às vésperas da reunião do Copom de novembro. Esse crescimento pode ser explicado por diversos fatores, que incluem: (a) uma reação à depreciação acentuada do dólar, que chegou a atingir R\$ 3,96 em outubro; (b) a divulgação de índices de preços — IGP-FGV, IPC-FIPE e IPCA-IBGE — mostrando o crescimento da inflação em outubro e novembro; (c) dúvidas quanto à futura condução da política monetária; e (d) um maior risco de recomposição de margens e de repasse da depreciação cambial aos preços num ambiente de recuperação da economia.

A meta ajustada da inflação para 2003 não se alterava desde outubro e se situava em torno de 6%. A projeção de inflação, entretanto, estava acima desse valor. Em resumo, diante do aumento das expectativas de inflação para 2003, do risco de repasse maior da recente depreciação cambial aos preços e do fato de a projeção de inflação encontrar-se acima da meta ajustada, o Copom decidiu na reunião de 20 de novembro elevar a meta para a taxa Selic de 21% para 22% a.a., sem adoção de viés.

2 - O desempenho dos agregados monetários

O quadro de incertezas no segundo semestre de 2002 foi um dos principais condicionantes dos agregados monetários. Em particular, a dificuldade de rolar os vencimentos da dívida pública provocou forte impacto expansionista sobre a base monetária (BM), apenas parcialmente neutralizado pelas operações do Tesouro e do setor externo. Mais para o final do ano, a ampliação dos depósitos de instituições financeiras no Bacen, por conta do aumento dos depósitos compulsórios, passou também a atuar no sentido contracionista.

A base monetária em 12 meses até outubro cresceu 33,4%, atingindo R\$ 60,6 bilhões pela média dos saldos diários. Consideradas as posições de final de período, ela teve uma expansão acumulada de 40,8% no mesmo período, somando R\$ 60,6 bilhões.

Em ambos os casos, os componentes da BM, papel-moeda emitido e as reservas bancárias, apresentaram tendência de crescimento ao longo de todo o segundo semestre de 2002.

Quanto aos fatores que explicam o comportamento da BM nos primeiros quatro meses do segundo semestre de 2002 (julho a outubro), destaca-se o conjunto das operações com o sistema financeiro como o principal condicionante contracionista no período. No mês de outubro, registrou-se o seu maior impacto, que foi de, mais ou menos, R\$ 14,9 bilhões, em decorrência principalmente do recolhimento de R\$ 14,4 bilhões, referente à exigibilidade adicional compulsória sobre depósitos, cujas alíquotas foram elevadas (Tabela 3).

Contribuíram, ainda, o recolhimento compulsório sobre os depósitos do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo, no valor de R\$ 267 milhões, e os ajustes nas operações com derivativos, que atingiram R\$ 157 milhões. Do mesmo modo, as operações do setor externo também geraram contração monetária durante todo o período considerado, como resultado da venda líquida de divisas ao mercado interbancário de câmbio.

A movimentação na conta única do Tesouro Nacional, na sua trajetória de julho a outubro de 2002, mostrou-se, com exceção do primeiro mês do segundo semestre do ano, também contracionista.

As operações com títulos públicos federais no período analisado, incluindo a atuação do Bacen com o objetivo de ajustar a liquidez do mercado monetário, foram expansionistas, sendo que, em outubro, atingiu o maior volume, de R\$ 20,6 bilhões, em função principalmente das operações realizadas no mercado primário, onde ocorreram resgates líquidos de R\$ 13 bilhões de títulos do Tesouro Nacional e de R\$ 3,6 bilhões de títulos do Bacen. No mercado secundário, o resultado das operações provocaram expansão de R\$ 4 bilhões, segundo dados divulgados pelo Banco Central, em Nota para a Imprensa de 27.11.02.

Tabela 3

Fatores condicionantes da base monetária no Brasil — jan.-out./02

MESES	(R\$ milhões)			
	TESOURO NACIONAL (1)	OPERAÇÕES EM TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS	OPERAÇÕES DO SETOR EXTERNO	CONJUNTO DE OPERAÇÕES COM O SISTEMA FINANCEIRO
Jan.	777	-3 646	1	23
Fev.	-2 271	446	-6	139
Mar.	-1 143	1 942	-3	456
Abr.	-2 592	-42	-6	218
Mai	-6 313	8 535	-2	78
Jun.	-1 029	2 024	-3 019	-312
Jul.	230	14 929	-4 420	-7 214
Ago.	-2 815	17 229	-4 823	-6 258
Set.	-3 052	8 997	-3 004	-5 957
Out.	-296	20 565	-5 535	-14 885

FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL. Informações Econômicas. **Nota para a Imprensa**
 (política monetária) 27.11.2002. Disponível em:
<http://www.bcb.gov.br/htms/notecon2-p.shtm> Acesso em: 28 nov. 2002.

NOTA: Fluxos acumulados no mês.

(1) Não inclui operações com títulos.

Na evolução dos agregados monetários mais amplos, observa-se na Tabela 4 que, em 12 meses, houve crescimento mais expressivo nos agregados com maior liquidez. O M1 (papel-moeda em poder do público mais depósitos à vista) cresceu 31,7% em 12 meses até outubro, indicando, assim, uma redução do multiplicador bancário no período (Tabela 4). Essa variação reflete aumento de 33,8% do papel-moeda em poder do público e de 30,5% nos depósitos à vista no período considerado.

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 evolução de 29,1% em 12 meses até outubro, considerando-se os saldos em final de período.

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, teve crescimento no mesmo período de 9,2%. O conceito M4, integrado pelo M3 e pelos títulos públicos em poder do setor não financeiro, apresentou elevação de 5,1%; ambos os agregados foram considerados segundo os saldos em final de período.

Tabela 4

Evolução mensal da taxa de crescimento dos agregados
monetários no Brasil — jan.-out./02

MESES	BM (1)	M1 (2)	M2 (3)	M3 (4)	M4 (5)
Jan.	11,3	12,2	13,8	11,2	15,4
Fev.	10,3	8,2	13,0	10,2	13,7
Mar.	10,0	10,9	16,4	11,9	12,9
Abr.	10,2	13,6	15,4	11,3	12,5
Mai	11,3	12,7	14,5	9,7	10,9
Jun.	16,8	20,0	18,3	8,1	11,0
Jul.	19,4	23,0	21,7	6,6	7,6
Ago.	24,6	24,5	24,4	6,6	4,5
Set.	27,2	28,6	26,7	7,9	4,0
Out.	31,7	31,9	29,1	9,2	5,1

FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL. Informações Econômicas. **Nota para a Imprensa**
(política monetária) 27.11.2002. Disponível em:
<http://www.bcb.gov.br/htms/notecon2-p.shtml> Acesso em: 28 nov. 2002.

(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 os 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

No segundo semestre de 2002, o estoque das operações de crédito do sistema financeiro esteve condicionado pela flutuação da taxa de câmbio, com reflexos nos saldos dos financiamentos contratados em moeda estrangeira. Dessa forma, com a apreciação cambial, o total de crédito que inclui as operações com recursos livres e direcionados teve um crescimento relativamente pequeno, de 40% no acumulado do trimestre ago.-out. No ano, até outubro, o crescimento foi de 12,2% (Tabela 5). Em decorrência, a relação dos empréstimos totais com o PIB mostrou-se relativamente estável, situando-se no patamar de 26,8% em média contra 27,7% no mesmo período de 2001.

Tabela 5

Variação percentual do total das operações de crédito do sistema financeiro
para os setores público e privado no Brasil — 2002

PERÍODOS	SETOR PÚBLICO (1)	SETOR PRIVADO	TOTAL GERAL
Jan.-out.	0,9	12,5	12,2
Em 12 meses (2)	1,8	11,5	11,2

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) Out./01-out./02.

No que se refere à distribuição setorial do crédito, o volume das operações de crédito contratadas pelo setor privado cresceu de agosto a outubro 4,2%, enquanto as do setor público se contraíram (-5,2%). No acumulado ao ano, o crédito contratado pelo setor privado expandiu-se em 12,5%, enquanto o contratado pelo setor público somente em 0,9%.

A parcela de crédito contratada com recursos direcionados² registrou expansão de 11,2% no período de agosto a outubro e de 18,4% nos 10 primeiros meses do ano. O volume de desembolsos do BNDES acumulado nos 10 primeiros meses do ano aumentou 50,9% comparativamente a igual período de 2001, somando R\$ 29 bilhões. Desse montante, R\$ 9,8 bilhões foram alocados

² Refere-se a créditos a taxas de juros administradas.

na atividade exportadora, com evolução de 96,3% em relação ao ano anterior, refletindo a política do BNDES de complementar as linhas de crédito para o setor, em face da retração dos recursos externos.

Setorialmente, a maior parcela dos desembolsos foi direcionada à indústria de transformação, R\$ 14 bilhões no ano até outubro, mantendo-se o destaque para a indústria aeronáutica, cujo volume alcançou R\$ 6,1 bilhões, além dos financiamentos aos setores de alimentos, bebidas e produtos químicos. Com referência aos segmentos e comércio e serviços, o volume de desembolsos atingiu R\$ 11,4 bilhões, prevalecendo as operações voltadas a projetos de infra-estrutura na área de energia. O crédito desembolsado ao setor agropecuário acumulou R\$ 3,5 bilhões, 60,3% superior ao montante liberado no ano anterior, destacando-se que a parcela mais expressiva foi destinada ao segmento de micro, pequenas e médias empresas.

As consultas realizadas pelas empresas junto ao BNDES, indicador de futuros investimentos do setor produtivo, corresponderam a R\$ 36,5 bilhões no período acumulado de janeiro a outubro, registrando crescimento de 14% em relação às do ano passado. Esse desempenho permanece condicionado pela demanda dos setores de energia e agropecuária, enquanto a indústria de transformação vem apresentando recuo no número de consultas, indicando que as empresas estão adiando as decisões de investimento de mais longo prazo.

A parcela das operações de crédito com recursos livres teve um pequeno crescimento, de agosto a outubro, de 0,4%, enquanto, nos 10 primeiros meses do ano, a expansão foi de 10,3%. O desempenho desse tipo de operação de crédito esteve associado, principalmente, ao efeito contábil da variação cambial nas operações contratadas pelas pessoas jurídicas, refletindo-se nos saldos das modalidades indexadas à moeda estrangeira.

Tabela 6

Variação percentual das operações de crédito do sistema financeiro no Brasil — 2002

PERÍODOS	RECURSOS LIVRES (1)	RECURSOS DIRECIONADOS (2)	OPERAÇÕES DE LEASING	SETOR PÚBLICO (3)	TOTAL GERAL (4)
Jan.-out.	10,3	18,4	-9,7	0,9	12,2
Em 12 meses (5) ...	7,1	22,2	-15,5	1,8	11,2

FONTE: Bacen.

NOTA: Saldos em final de período.

(1) Os recursos livres são definidos de acordo com a Circular nº 2.957, de 30.12.99; não incluem Companhias Hipotecárias e Agências de Fomento e Desenvolvimento. (2) Refere-se a créditos a taxas de juros administradas. (3) Inclui Administrações Direta e Indireta e atividades empresariais. (4) O total de crédito é definido de acordo com a Resolução nº 2.682, de 21.12.99. (5) Out./01-out./02.

4 - Considerações finais

O regime de meta de inflação exige que a autoridade monetária esteja atenta às expectativas inflacionárias. No caso brasileiro, as projeções do IPCA para 2003, que é o índice que norteia a meta de inflação, sinalizam um crescimento dos preços, embora de forma desacelerada.

A relativa piora das expectativas levou o Copom mais uma vez a aumentar a taxa básica de juros da economia de 22% a.a., para 25% a.a., em 18 de dezembro, e a retirar o seu viés.

A expectativa da alta dos preços em 2003 é fruto da indexação dos preços administrados ao IGP, que irão pressionar o nível de preços ao consumidor ao longo de praticamente todo o ano.

Esse cenário de inflação poderá ser agravado se a economia marchar no sentido de uma relativa recuperação no próximo ano (no terceiro trimestre, o PIB, segundo o IBGE, cresceu 2,38%) e se o Governo continuar tendo dificuldades de rolar a dívida interna, o que o levaria a ter que monetizá-la parcialmente, promovendo, assim, uma expansão da base monetária.

Excesso de liquidez e economia em recuperação são uma fonte de pressão sobre o nível de preços, pois os agentes econômicos tentarão recompor suas margens repassando os custos para os consumidores. A literatura econômica, nesse caso, recomenda o enxugamento da liquidez e o aumento da taxa de juros básica, para conter o repasse dos reajustes de preços e evitar a volta da indexação.

Por isso, a taxa de crescimento da economia em 2003 ficará comprometida para garantir a estabilidade da economia. Esse será o grande desafio do próximo Governo.

Bibliografia

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Informações Econômicas. **Metas para inflação** (políticas creditícia, monetária e fiscal). Setembro/2002. Disponível em: <http://www.bcb.gov.Br/htms/relinf/port/2002/09/ri200209c3p.pdf> Acesso em: 28 nov. 2002.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Informações Econômicas. **Nota para a Imprensa** (política monetária) 27.11.2002. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/notecon2-p.shtm> Acesso em: 28 nov. 2002.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Notas da 74ª Reunião do Comitê de Política Monetária. 20 e 21.8.2002. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/copom/not2002082174.shtm> Acesso em: 28 ago. 2002.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Notas da 75ª Reunião do Comitê de Política Monetária. 17 e 18.9.2002. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/copom/not2002082174.shtm> Acesso em: 1 out. 2002.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Notas da 76ª Reunião do Comitê de Política Monetária. 14.10.2002. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/copom/not2002082174.shtm> Acesso em: 25 out. 2002.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Notas da 77ª Reunião do Comitê de Política Monetária. 22 e 23.10.2002. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/copom/not2002082174.shtm> Acesso em: 1 nov. 2002.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Notas da 78ª Reunião do Comitê de Política Monetária. 19 e 20.11.2002. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/copom/not2002082174.shtm> Acesso em: 28 nov. 2002.

BOLETIM CONJUNTURAL. Rio de Janeiro: IPEA, n. 59, out./nov. 2002.