

Política monetária: Bacen eleva a taxa Selic no segundo semestre de 2004, para controlar as pressões inflacionária na economia*

Edison Marques Moreira**

Economista da FEE e Professor da PUCRS.

Resumo

Neste artigo, analisa-se o comportamento da política monetária em 2004, além de se acompanhar o desempenho dos agregados monetários e das operações de crédito do sistema financeiro. A partir de setembro desse ano, o Banco Central reverteu a tendência da política monetária e deu início a um ciclo de alta da taxa de juros — que havia ficado inalterada entre abril e agosto —, elevando a taxa básica da economia. A postura mais restritiva da política monetária esteve associada à propagação de choques e à aceleração do crescimento da demanda, provocando a deterioração das expectativas inflacionárias tanto para 2004 quanto para 2005.

Palavras-chave

Política monetária; agregados monetários; taxa de juros.

Abstract

In this article, analyzes the behavior of the monetary politics in the second semester of 2004, beyond if following the performance of monetary aggregates

* O texto foi elaborado com informações obtidas até 15.12.04.

** O autor agradece a colaboração dos estagiários Fábio Magalhães Nunes e Nathan Sassi Meneguzzi na pesquisa dos dados e na elaboração das tabelas.

and the operations of credit of the financial system. From September of this year, the Central Bank reverted the trend of the monetary politics and gave beginning to a cycle of high of the tax of interests — which remained unchanged between April and August — raising the basics tax of economy. The most restrictive position of the monetary politics has been associated with the propagation of shocks and the acceleration of the growth of demand, provoking the deterioration of the inflacionary expectations in such a way for 2004 how much for 2005.

Artigo recebido em 06 jan. 2005.

Introdução

Beneficiada por uma conjuntura internacional extremamente favorável e pelo bom desempenho dos seus principais fundamentos — melhora substancial dos indicadores de solvência externa e fiscal e inflação dentro da meta estabelecida para o ano —, a economia brasileira chegou, ao final de 2004, com um crescimento expressivo (e acima do que era, inicialmente, projetado no mercado) e com um conjunto de resultados positivos. Existem, contudo, alguns fatores de preocupação em relação à continuidade desse desempenho no próximo ano: no cenário externo, além da provável queda no ritmo de atividade da economia mundial, há a acentuada queda do dólar em escala global; do lado doméstico, a combinação em curso de elevação da taxa Selic e apreciação cambial.

A respeito da taxa de juros básica da economia, isto é, com relação à política monetária praticada pelo Banco Central (Bacen) em 2004, procura-se, neste texto, analisar o seu comportamento, sobretudo no segundo semestre do ano, período em que o Comitê de Política Monetária (Copom) voltou a elevar a taxa de juros Selic, depois de um primeiro semestre de muita cautela na sua redução. Além disso, avalia-se o desempenho dos agregados monetários e das operações de crédito do sistema financeiro. Por último, apresentam-se algumas considerações sobre a tendência da taxa de juros Selic no primeiro semestre de 2005.

1 - Elevam-se os juros básicos da economia na segunda metade do ano

O Governo, em 2004, além de ter como objetivo, dentre outros, a manutenção do controle da inflação, alcançada com a austeridade das políticas monetária e fiscal, passou a preocupar-se também com o crescimento sustentado da economia brasileira.

A recuperação da atividade econômica, iniciada no terceiro trimestre do ano passado, quando o Produto Interno Bruto a preço de mercado (PIBpm) cresceu 0,50%, depois de dois trimestres negativos, consolidou-se ao final do ano, quando se expandiu no quarto trimestre, 1,50%, e manteve-se em curso no início de 2004, quando, no primeiro trimestre desse ano, apresentou um crescimento de 1,8% em relação ao mesmo trimestre de 2003. Na ocasião, a taxa de crescimento acumulada ao longo do ano de 2004 era estimada em 4,00%.

À luz desses dados sobre o PIB, as incertezas em relação à manutenção da recuperação da atividade econômica diminuiriam consideravelmente e, de certa forma, neutralizaram, ao menos temporariamente, as críticas que enxergavam no arranjo vigente de política econômica um obstáculo tanto à manutenção de movimentos de recuperação de caráter cíclico quanto à obtenção de taxas de crescimento mais elevadas que as atuais, sem gerar novos desequilíbrios.

Nos meses de abril e maio, a crescente percepção da proximidade do início de um ciclo de alta dos juros norte-americanos e as incertezas associadas à velocidade dessa alta precipitaram um aumento da aversão ao risco por parte dos investidores estrangeiros e um forte movimento de realocação de carteiras no mercado financeiro internacional. Isso se refletiu, de forma bastante negativa, sobre os ativos dos países emergente em geral e do Brasil em particular, bem como influenciou o Governo brasileiro a praticar, no primeiro semestre de 2004, uma política monetária de redução de juros bastante cautelosa. De uma taxa de juros Selic de 16,50% em janeiro e fevereiro, o Comitê de Política Monetária reduziu-a consecutivamente, em março e abril, em 0,25 ponto percentual, mantendo-a, entretanto, em 16% ao ano em maio e junho, fato que esteve associado à maior instabilidade dos mercados financeiros internacionais, ao aumento do preço do barril do petróleo, bem como à elevação do Risco-Brasil e da taxa de câmbio doméstica.

No segundo semestre de 2004, os indicadores de atividade econômica evidenciaram patamar produtivo historicamente elevado. Considerando-se a taxa de crescimento acumulada ao longo do ano até o terceiro trimestre, o PIBpm registrou uma expansão nominal de 5,3%. Esse nível resultou do processo de

recuperação em curso desde 2003, sustentado, de início, pelo dinamismo exportador e pela expansão do crédito e gradativamente fortalecido pelo crescimento da renda e do emprego.

A partir da consolidação desse quadro, ganharam relevância no debate econômico temas pertinentes à sustentabilidade do crescimento. Os fundamentos macroeconômicos, no que diz respeito tanto a indicadores correntes quanto a perspectivas para o futuro, estavam, no seu conjunto, melhor posicionados do que em períodos recentes de retomada vigorosa da atividade, de modo que permitiam prever que o ciclo delineado teria uma continuidade que os anteriores não tiveram. Contribuíam para tal perspectiva a maior robustez dos fundamentos macroeconômicos desse ciclo, devido à ocorrência simultânea de um quadro consolidado de responsabilidade fiscal e sustentabilidade da dívida pública, de uma situação confortável em termos de resultado da conta corrente no balanço de pagamentos, de uma taxa de câmbio real mantida em alinhamento pelas forças de mercado e do controle da inflação.

A partir de setembro de 2004, o Bacen reverteu a tendência da política monetária e deu início a um ciclo de alta da taxa de juros — que havia ficado inalterada entre abril e agosto —, elevando a taxa Selic de 16,25% em setembro para 17,25% em novembro. A postura mais restritiva da política monetária esteve associada à propagação de choques — como, por exemplo, a alta do preço do petróleo no mercado internacional — e à aceleração do crescimento da demanda, provocando a deterioração das expectativas inflacionárias tanto para esse ano quanto para o próximo.

O aumento da taxa básica de juros da economia, principalmente nos meses de outubro e novembro, onde o acréscimo foi de 0,5 ponto percentual em cada mês, desencadeou, entretanto, conflitos no âmbito do Governo. O Ministro da Fazenda, Antonio Palocci Filho, cobrado pelo Presidente da República a respeito dessas elevações, explicou que elas foram necessárias para combater uma “bolha inflacionária” e que, no início de 2005, seria retomada a trajetória de queda da taxa.

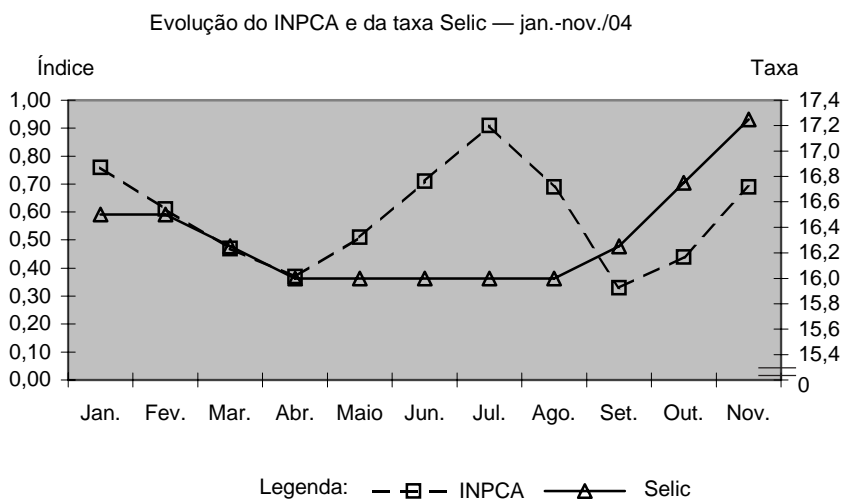
Lula era contra os aumentos, o que manifestou a Palocci e a Henrique Meirelles, Presidente do Bacen, mas não prevaleceu sua opinião na reunião do Copom. No interior do Governo, o conflito, principalmente entre a posição de alguns economistas influentes do Ministério da Fazenda e do Bacen, era notório. Por exemplo, o Secretário de Política Econômica, Marcos Lisboa, e o Secretário do Tesouro, Joaquim Levy, criticavam a atuação de Afonso Bevilaqua, que, até a reunião do Copom de outubro, comandava interinamente a Diretoria de Política Monetária e que, com a chegada de Rodrigo Azevedo, reassumiu a Diretoria de Política Econômica do Banco Central. Para eles, Bevilaqua liderava

um grupo interno no Bacen que era o mais influente e com uma visão mais pró-mercado do que a dos demais diretores. Na realidade, Lisboa e Levy tinham duas preocupações principais em relação às decisões do Bacen. Primeiro, temiam que elas prejudicassem a retomada do crescimento econômico, por influírem negativamente nas expectativas dos empresários; segundo, quanto mais alta a Selic, mais crescia a dívida pública.

Os setores representativos da atividade econômica brasileira, através de seus líderes, também fizeram críticas à política de elevação da taxa de juros Selic, pois, segundo eles, poderia haver comprometimento da retomada do crescimento econômico do País.

Por sua vez, o comportamento do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), depois de cair nos três primeiros meses do segundo semestre do ano, voltou a subir em outubro e novembro (Gráfico 1). Esse índice, que baliza o sistema de metas de inflação adotadas pelo Governo, acumulou uma alta de 6,68% de janeiro a novembro de 2004 e de 7,24% em 12 meses. Face a isso, a projeção apurada pelo Bacen no seu cenário básico apontava que a inflação poderia ficar acima da meta central de 5,5% para 2004 e acima do objetivo de 5,1% para 2005. Para o ano em análise (2004), contudo, dificilmente o IPCA ultrapassará o teto da meta, que é de 8%.

Gráfico 1



FONTE: Bacen.

Gazeta Mercantil. São Paulo [2004]. Vários números.

No **Relatório de Mercado** do Bacen de 10.12.04, a curva de expectativas inflacionárias, coletada pela autoridade monetária junto às instituições financeiras, não sinalizava reversão da tendência altista verificada nos meses de outubro e novembro, e as taxas esperadas do IPCA para a inflação acumulada de 2004 e de 2005 continuavam superiores às suas respectivas metas centrais, porém mantinham-se dentro dos intervalos de tolerância da banda. Conforme a Ata da 102ª reunião do Copom (realizada em 16 e 17.11.04), na última pesquisa coletada, as medianas das expectativas para o IPCA de 2004 e 2005 situavam-se, respectivamente, em 7,2% e 5,9% ao ano.

A taxa para 2004 deverá ser revista para cima no último mês do ano, em virtude do reajuste do preço dos combustíveis; entretanto a autoridade monetária reconhece que os riscos de a inflação superar o limite superior da banda em 2005 recuaram com a política de elevação da taxa de juros, apesar de persistirem incertezas relativas à estabilização das cotações do petróleo no mercado internacional, além do fato de o ritmo de crescimento da atividade industrial não ter mostrado sinais consistentes de mais desaceleração, em virtude da reconhecida defasagem da alta dos juros sobre a atividade econômica doméstica.

Desde a reunião de outubro do Copom, houve redução dos preços internacionais do petróleo (em outubro, o preço do barril de petróleo tipo Brent era de cerca de US\$ 50,00; em novembro, havia caído para em torno de US\$ 40,00), apreciação da taxa de câmbio (em maio, ela era, em média, R\$ 3,100/US\$ e, em outubro, R\$ 2,853/US\$) e indícios de algum arrefecimento da atividade econômica (o PIBpm, que cresceu 1,4% no segundo trimestre do ano em relação ao trimestre anterior, caiu, no terceiro trimestre de 2004, para 1,0%). Tais fatores, contudo, não foram capazes de alterar suficientemente as perspectivas para a dinâmica futura da inflação, apesar da mudança evidente na postura da política monetária em meses recentes. Por essa razão, o Copom entendeu que o processo de ajuste gradual dos juros básicos deveria prosseguir de maneira a assegurar a convergência da inflação para a trajetória de metas.

Esse ajuste evitaria que medidas mais fortes viessem a ser necessárias no futuro para desinflacionar a economia, cujos danos ao ciclo de crescimento poderiam ser grandes. Além disso, consolidar a convergência da inflação para a trajetória das metas é crucial para que tenha prosseguimento, de forma equilibrada, o processo de retomada da atividade iniciado em 2003 pela preservação das forças que dão sustentação aos componentes da demanda doméstica, mais dependentes da renda do trabalho. Nesse sentido, o ajuste da política monetária tem como objetivo último reduzir a volatilidade do produto e oferecer condições de sustentabilidade de longo prazo ao processo de crescimento da economia brasileira.

Na reunião de novembro de 2004, o Copom ressalva que a manutenção do processo de ajuste do instrumento de política monetária na magnitude e no ritmo originalmente previstos requer que não haja exacerbação de fatores de risco, os quais vêm sendo acompanhados atentamente nos últimos meses. Dentre outras considerações, é necessário que o cenário recente dos preços internacionais do petróleo não se deteriore e que se reverta a rigidez observada na dinâmica das expectativas de inflação até o momento. Caso avalie que há risco de a inflação não se reduzir em relação à trajetória de metas de forma satisfatória, a autoridade monetária alterará o ritmo e a magnitude do processo de ajuste nos juros básicos iniciado na reunião de setembro do Copom.

2 - Evolução dos agregados monetários

Mesmo em modelos de política monetária que privilegiam o controle de taxas de juros, os agregados monetários continuam sendo instrumentos importantes para o acompanhamento dos efeitos daquela política, tanto como indicadores de liquidez quanto como indicadores de captações internas de recursos, por parte do sistema emissor, para multiplicação de crédito no país.

Os atuais conceitos de meios de pagamento ampliados que vigoram no Brasil representam mudança de critério de ordenamento de seus componentes, que deixam de seguir o grau de liquidez (conceito utilizado até junho de 2001), passando a definir os agregados por seus sistemas emissores. Nesse sentido, o M1 é gerado pelas instituições emissoras de haveres estritamente monetários, o M2 corresponde ao M1 e às demais emissões de alta liquidez realizadas primariamente no mercado interno por instituições depositárias — as que realizam multiplicação de crédito. O M3, por sua vez, é composto pelo M2 e por captações internas através dos fundos de renda fixa e das carteiras de títulos registrados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic). O M4 engloba o M3 e os títulos públicos de alta liquidez.

O critério adotado permite discriminar a exposição do sistema financeiro à demanda por liquidez, ao incluir, no M3, somente exigibilidades das instituições depositárias e dos fundos de renda fixa junto ao público. Nesse sentido, os títulos públicos, apesar de não possuírem liquidez potencial mais reduzida que os títulos privados e os depósitos de poupança, foram alocados no conceito mais abrangente, a fim de destacar, no M3, a exposição do sistema financeiro, exclusive o Bacen, tratado apenas como provedor de meio circulante.

Analisando-se os agregados monetários (Tabela 1) conforme a sistemática descrita acima, registra-se que a base monetária (BM), considerado o critério de

média dos saldos diários, apresentou, no acumulado do ano até outubro de 2004, um crescimento de 7,15% e, num período de 12 meses, um acréscimo de 28,10%. Em 2003, nos mesmos períodos, a BM teve queda de 15,28% e 2,29% respectivamente. O resultado dessa variável monetária em 2004 decorre de crescimento considerável tanto do saldo do papel-moeda emitido (26,10%) quanto do saldo das reservas bancárias (32,70%).

Tabela 1

Evolução no ano e em 12 meses, até outubro, da taxa de crescimento dos agregados monetários no Brasil — 2004

(%)

MESES	BM (1)		M1 (2)		M2 (3)		M3 (4)		M4 (5)	
	No Ano	Em 12 Meses	No Ano	Em 12 Meses	No Ano	Em 12 Meses	No Ano	Em 12 Meses	No Ano	Em 12 Meses
Jan.	0,02	2,8	-2,05	4,1	-1,90	4,3	1,05	22,2	1,55	19,2
Fev.	-2,88	7,3	-4,38	9,1	-1,16	4,3	2,22	21,8	2,93	20,0
Mar.	-5,71	-3,7	-5,72	10,6	-0,76	6,4	3,42	22,5	3,81	20,5
Abr.	-3,86	1,0	-4,48	14,5	-0,46	5,2	4,04	21,5	4,30	19,5
Mai	-3,12	3,6	-2,21	20,6	3,60	11,0	5,79	23,5	5,87	21,1
Jun.	-0,05	7,7	-0,89	21,7	5,71	13,9	7,31	23,5	7,03	21,4
Jul.	1,73	8,5	1,59	23,8	7,03	14,6	8,59	22,0	8,24	20,5
Ago.	2,43	12,4	1,32	23,9	9,05	16,2	10,29	21,2	9,29	19,6
Set.	3,38	24,4	4,36	27,1	10,71	17,8	11,98	21,0	10,80	19,1
Out.	7,15	28,1	7,96	29,8	12,48	20,3	13,33	20,6	12,11	19,3

FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL. Informações econômicas. Política monetária. Nota para imprensa, [Brasília, DF]: Bacen, 23 novembro 2004. Disponível em: <http://www.bc.gov.br/ECOIMPOM>

(1) Base monetária (BM) é o saldo do papel-moeda emitido mais reservas bancárias; média dos saldos diários. (2) M1 é o papel-moeda em poder do público mais depósito à vista; média dos saldos diários. (3) M2 é o M1 mais depósitos de poupança e títulos emitidos pelas instituições financeiras; saldos em final de período. (4) M3 é o M2 mais parcela da carteira dos fundos de renda fixa não incluída nos conceitos mais restritos e operações compromissadas com títulos federais; saldos em final de período. (5) M4 é o M3 mais títulos públicos em poder do setor não financeiro; saldos em final de período.

Quanto aos fatores condicionantes da base monetária (Tabela 2), os principais foram as operações do Tesouro Nacional, que resultaram contracionistas, no acumulado de janeiro a outubro de 2004, em torno de R\$ 44,27 bilhões. Aliás, essa fonte de emissão monetária foi contracionista em nove dos 10 primeiros meses do ano. Adicionalmente, o conjunto de operações com o sistema financeiro gerou, no mesmo período, uma contração de R\$ 3,98 bilhões, em função, principalmente, das operações com derivativos. Por outro lado, as operações com títulos públicos federais, incluindo a atuação do Banco Central com o objetivo de ajustar a liquidez do mercado monetário, resultaram em expansão da base monetária em R\$ 39,36 bilhões.

Tabela 2

Fluxos acumulados no mês e no ano até outubro dos principais fatores condicionantes da base monetária no Brasil — 2004

MESES	(R\$ milhões)			
	TESOURO NACIONAL (1)	OPERAÇÕES COM TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS	OPERAÇÕES DO SETOR EXTERNO	OPERAÇÕES COM O SISTEMA FINANCEIRO (2)
Jan.	1 720	-15 010	7 396	1 574
Fev.	-6 224	5 839	20	333
Mar.	-5 436	-260	-19	-31
Abr.	-9 271	11 862	3	-103
Mai	-7 345	6 875	8	1 672
Jun.	-3 609	6 328	3	-1 553
Jul.	-928	7 661	-28	-1 586
Ago.	-6 315	7 339	-1	-1 932
Set.	-3 852	4 443	-15	-1 821
Out.	-3 019	4 283	-5	-542
Acumulado até outubro	-44 279	39 360	7 362	-3 989

FONTE: Bacen.

NOTA: Valores negativos são referentes à retração; valores positivos são referentes à expansão.

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

No tocante aos meios de pagamento restritos (M1), considerando o saldo médio diário, verificou-se que o crescimento nominal desse agregado monetário, de janeiro a outubro de 2004, foi de 7,96%, enquanto, em 12 meses até outubro, foi de 29,80%. Os saldos do papel-moeda em poder do público e dos depósitos à vista (seus componentes) cresceram no ano, até outubro, 2,74% e 11,39% respectivamente, enquanto, em 12 meses, aumentaram 24,91% e 32,93%. Em 2003, nos nove primeiros meses do ano, o M1 apresentou uma redução de 14,72% e, em 12 meses, uma queda de 4,29%.

Em relação aos meios de pagamento ampliados, o conceito M2 (saldos em final de período) apresentou crescimento nominal acumulado até outubro de 12,48% e, em 12 meses, de 20,23%, resultados puxados, principalmente, pelo crescimento dos títulos emitidos pelas instituições financeiras, que aumentaram 25,61% no primeiro período acima citado e 23,87% em 12 meses. O outro componente desse agregado (depósitos de poupança) teve um desempenho bem mais fraco, com uma expansão de 6,68% no acumulado até outubro e de 10,50% em 12 meses. No ano passado, o M2, no acumulado do ano até outubro, apresentou uma queda de 1,25% e, em 12 meses, de 0,28%.

O conceito M3 elevou-se, no acumulado até outubro de 2004, 13,33%, ficando 1,24 ponto percentual abaixo do de 2003 no mesmo período. Em 12 meses até outubro, a sua expansão foi de 20,60%, enquanto, no ano anterior, cresceu 18,40% no mesmo período. As cotas dos fundos de renda fixa registraram alta, nos 10 primeiros meses do ano, de 14,42%, enquanto as operações compromissadas com títulos federais, de 7,71%. Em 12 meses até outubro, o primeiro componente cresceu 22,36%, e o segundo teve uma queda de 6,97%.

O M4 cresceu, nominalmente, 12,11% no acumulado dos 10 primeiros meses de 2004 e 19,26% em 12 meses até outubro. Em 2003, esse agregado, no primeiro período acima referido, teve um incremento de 11,85%, enquanto, em 12 meses até outubro, aumentou 14,89%.

3 - Operações de crédito do sistema financeiro

Segundo dados do Banco Central, em 2004, o volume de crédito do sistema financeiro, no acumulado do ano até outubro, apresentou um crescimento nominal de 15,30% (Tabela 4), o que significa uma melhora, quando comparado à expansão de 4,40% verificada no mesmo período de 2003. Em relação ao PIB, o resultado nesse ano foi um incremento de 26,90% (Tabela 3), contra

25,40% no ano anterior. Essa participação pode ser considerada baixa, se comparada, por exemplo, com a de Estados Unidos, Europa e Japão, onde ultrapassa 100% do PIB, enquanto, no Chile, é de 66%.

Tabela 3

Variação percentual total das operações de crédito do sistema financeiro em relação ao PIB do Brasil — jan.-out./04

MESES	RECURSOS LIVRES (1)	RECURSOS DIRECIONADOS (2)	OPERAÇÕES DE LEASING	SETOR PÚBLICO (3)	TOTAL
Jan.	14,3	10,1	0,6	1,0	26,0
Fev.	14,4	9,9	0,6	1,0	25,9
Mar.	14,4	9,7	0,6	1,0	25,7
Abr.	14,5	9,6	0,6	1,1	25,8
Mai	14,8	9,5	0,6	1,1	26,0
Jun.	14,7	9,5	0,6	1,1	25,9
Jul.	14,7	9,4	0,7	1,1	25,9
Ago. (4)	14,8	9,4	0,7	1,1	26,0
Set. (4)	15,0	9,6	0,7	1,1	26,4
Out. (4)	15,3	9,8	0,7	1,1	26,9

FONTE: Bacen.

NOTA: Estimativa do Banco Central para o PIB dos 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, e não incluem 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.

O saldo do crédito com recursos livres (57,2% do total do sistema financeiro), que, até outubro de 2003, havia crescido, em termos nominais, só 2,66%, deu um salto em 2004, aumentando, no mesmo período, 19,7%, enquanto os recursos direcionados (créditos a taxas de juros administradas), de um incremento de 7,06% em 2003, registraram uma expansão menor nesse ano, 6,90%.

O aumento do volume de crédito, principalmente os oriundos de recursos livres, foi reflexo da recuperação da demanda interna e espelhou o aumento dos financiamentos para produção e consumo, sendo que aqueles direcionados para as pessoas físicas foram os que mais cresceram, registrando, no acumulado do ano de 2004, uma expansão nominal de 23,20%, contra 13,26% no mesmo

período de 2003. Esse crescimento verificado foi impulsionado, em especial, pelos empréstimos consignados em folha de pagamento.

Considerando a distribuição setorial do crédito no acumulado dos 10 primeiros meses de 2004, constata-se uma expansão maior do volume de crédito destinado ao setor público do que ao setor privado (Tabela 4). Enquanto o volume de crédito ao setor público, em termos nominais, se expandiu 30,60% no período, o setor privado teve um incremento de 14,70%. Comparando com igual período de 2003, houve um aumento das operações de crédito em ambos os setores, sendo que, no setor público, a expansão do crédito foi maior (17,71 pontos percentuais) do que no setor privado (10,71 pontos percentuais). Essa participação maior do setor público foi devida principalmente ao crédito contratado pelos governos estaduais e municipais.

Tabela 4

Variação percentual das operações de crédito do sistema financeiro, por atividades econômicas selecionadas, no Brasil — 2004

PERÍODOS	SETOR PÚBLICO	SETOR PRIVADO					TOTAL
		Indústria	Rural	Comércio	Pessoas Físicas	Total do Setor Privado	
Jan.-out.	30,6	6	15,8	23,1	26,5	14,7	15,3
De 12 meses até out.	28,4	9,1	20,9	28,7	30,5	19,3	19,5

FONTE: Bacen.

No que se refere à taxa de juro média das operações de crédito com recursos livres, no período jan.-out./04, a mesma se situou em 44,72% ao ano, registrando uma queda em relação a 2003, cuja taxa média, no mesmo período, foi de 59,61% ao ano. Dentro desse tipo de recursos, o custo médio do financiamento para pessoa física em 2004 situou-se em 63,32% ao ano, e os destinados à pessoa jurídica, em 41,22% ao ano. Já o *spread* médio geral praticado pelo sistema financeiro nas operações pré-fixadas, nos 10 primeiros meses de 2004, foi de 38,90 pontos percentuais ao ano, sendo aquele cobrado nas operações de crédito para pessoa física bem maior do que o para pessoa jurídica. Em 2003, o *spread* médio geral era mais elevado, 45,43 pontos percentuais.

Nas operações de crédito com recursos livres destinadas à pessoa física, onde o grande volume dos financiamentos foi com taxas de juros pré-fixadas, destaca-se o elevado custo dos empréstimos via cheque especial, que, em média, até outubro de 2004, foi de 141,18% ao ano, enquanto o crédito pessoal, ocupando uma posição secundária, custava, em média, no mesmo período, 74,53% ao ano. Em 2003, de janeiro a outubro, enquanto a primeira modalidade de financiamento tinha uma taxa de juros média de 169,30% ao ano, a segunda registrava um custo médio de 93,46% ao ano. Em ambos os casos, portanto, ocorreu, em 2004, uma redução do custo médio dos financiamentos, quando comparado a 2003.

4 - Considerações finais

A ata da reunião de novembro do Copom mostra um diagnóstico claro de como o Bacen vê o comportamento da inflação no último trimestre de 2004. Dois fatores principais estão no centro de suas preocupações: os preços dos derivados de petróleo e a crescente ocupação da capacidade produtiva da indústria brasileira.

O aumento dos derivados, em razão do petróleo mais caro nos mercados externos, foi adiado por causa das eleições municipais. Sua correção, agora, ameaça influenciar diretamente a inflação de 2005 e tornar ainda mais difícil o cumprimento da meta fixada pelo Banco Central. A boa notícia nesse campo é que o mercado tem dado mostras de que o preço do petróleo está caindo no mercado externo, e, para o próximo ano, ele tenderá a estabilizar-se ou, até mesmo, a diminuir mais, em razão de um menor crescimento econômico no mundo.

Já a questão da redução continuada da folga na capacidade produtiva da indústria apresenta uma dificuldade maior para a ação do Bacen. O nível de utilização na indústria brasileira, no final de 2004, já supera o verificado durante os melhores anos do Plano Real. Esse resultado é a combinação de um forte crescimento das exportações durante os últimos três anos e o início da recuperação do consumo interno nos últimos meses.

Diante desse quadro, a política de elevação da taxa de juros Selic só será mantida se houver exacerbação de fatores de risco para a economia e interrupção no processo de convergência tanto das projeções de inflação do Copom como das expectativas do mercado. Nessa situação, pode-se esperar um período mais longo de aumento de juros por parte do Bacen, se não ocorrer novamente uma elevação na meta de inflação para 2005.

Referências

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Informações econômicas. Política monetária. Nota para imprensa. [Brasília, DF]: Bacen, 23 novembro 2004. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?ECOIMPOM> Acesso em: 28 nov. 2004.

RELATÓRIO de mercado. [Brasília, DF]: Bacen, 10 de dezembro de 2004. Disponível em <http://www.bcb.gov.br> Acesso em: 15 dez. 2004.

REUNIÃO DO COMITÊ DE POLÍTICA MONETÁRIA, 102., Brasília, DF. **Notas...** Brasília, DF.: BACEN, 16/17 nov. 2004. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?COPOM102> Acesso em: 27 nov. 2004.