

A crise financeira global e a política monetária brasileira: ainda há fichas a serem jogadas*

Edison Marques Moreira**

Economista da FEE

No segundo semestre de 2008, o colapso de três dos cinco maiores bancos de investimentos dos Estados Unidos da América, o Bear Stearns, o Lehman Brothers e o Merrill Lynch, que desapareceram como entidades independentes, somados ao pedido de socorro de uma das maiores seguradoras do mundo, a AIG, deu início ao agravamento da crise financeira nos EUA, que se estendeu, num primeiro momento, principalmente, aos países da União Européia e, a seguir, aos países emergentes.

O aumento da instabilidade dos sistemas financeiros internacionais provocou aversão ao risco e falta de liquidez nos mercados interfinanceiros, fato este que passou a afetar, de forma mais decisiva, o financiamento da economia real, principalmente nos Estados Unidos. A crise financeira assumiu, então, contornos mais generalizados ao redor do mundo, com ampla dispersão geográfica. Os canais de crédito ficaram obstruídos pela incerteza e pelos problemas de liquidez e solvência que emergiram em seqüência. Além disso, o movimento de desvalorização cambial, simultâneo em diversas economias, encontrou o comércio internacional em contração, ou, na melhor das hipóteses, em significativa desaceleração.

Com o recrudescimento da crise financeira internacional e a ampliação dos riscos de recessão global, os governos e os bancos centrais das economias desenvolvidas engajaram-se em agressivo movimento em defesa da solidez dos respectivos sistemas financeiros. Nesse sentido, ampliaram as garantias de depósitos, estendendo garantias governamentais a operações interfinanceiras comprometeram-se a sustentar todos os bancos considerados sistematicamente importantes, inclusive com aportes de capital; e aumentaram a atuação dos bancos centrais via operações de liquidez.

O presente texto pretende resgatar as principais medidas de política monetária tomadas pelo Banco Central brasileiro (Bacen) face à crise financeira global, que, como poderemos observar, praticamente estão em consonância com as adotadas pelos Estados Unidos e pelos países desenvolvidos da Europa. Essas medidas tinham como objetivo devolver a liquidez ao mercado monetário, possibilitando a retomada do crédito.

Para atingir esse fim, na primeira parte deste artigo, mostramos como se desenvolveu a crise; na seção seguinte, demonstramos como os Estados Unidos realizaram uma ofensiva visando combatê-la; e, a seguir, verificamos qual foi a linha de ação explorada pelo Bacen. Na quarta seção, procuramos observar o comportamento do crédito interno no principal momento da crise (set.-out./08), e, por último, realizamos algumas considerações finais.

1 A respeito da crise

Nesta seção, abordamos aspectos da formação da atual crise financeira global, os quais revelam causas múltiplas e complexas na sua geração.

Em fevereiro de 2007, surgiram os primeiros sinais de crescimento dos *defaults* em hipotecas do segmento *subprime* nos Estados Unidos. Em maio do ano passado, a agência de *rating* Moody's reviu para baixo as notas de 62 quotas de 21 contratos de produtos financeiros estruturados a partir de hipotecas *subprime*. Em junho, as classificadoras de risco prosseguiram o movimento de rebaixamento de *ratings*, e, em julho, o indicador sobre vendas de novas casas revelou uma queda de 6,6% ano contra ano. Nessa mesma época, começou a elevação do prêmio de risco corporativo. Portanto, em setembro de 2007, mais de um ano antes da concordata do Lehman Brothers, já havia sinais claros de que estavam desgastados os alicerces sobre os quais se armou uma montanha de instrumentos financeiros negociados nas principais praças globais.

* Artigo recebido em 08 jan. 2009.

** E-mail: moreira@fee.tche.br

É importante grifarmos que uma das causas já identificadas do explosivo crescimento do segmento *subprime* foi a pressão política iniciada no Governo Clinton, e mantida no Governo Bush, para que as agências hipotecárias gigantes Fannie Mae e Freddi Mac — que estavam ligadas a US\$ 1 trilhão em hipotecas *subprime* — relaxassem seus critérios de concessão de crédito (tanto na origem quanto na absorção de hipotecas). A idéia era, pois, tornar viável o acesso à casa própria para pessoas que anteriormente se encontravam excluídas. Embora privadas, as agências sempre tiveram uma garantia implícita do Governo norte-americano, o que as tornava, para muitos analistas, entidades paraestatais e, certamente, submissas às orientações do Executivo.

No segmento *subprime*, são acolhidos tomadores de crédito hipotecário com episódios de inadimplência ou de retomada do imóvel no passado recente, ou que tenham passado por falência pessoal (possível nos Estados Unidos), ou, até, que gastem 50% ou mais da sua renda com o serviço da dívida. Há, portanto, considerável documentação sobre a força política do *lobby* das duas agências, sobre a oposição do Partido Democrata a leis que limitassem a sua capacidade de endividamento e sobre a importância, para a sobrevivência política dos parlamentares, de lutar pela massificação da casa própria.

Aproveitando-se do momento político, o sistema financeiro construiu uma engrenagem que estabelecia um vínculo entre o ganho do banco e o valor do imóvel na forma de uma multa que o mutuário teria de pagar ao renegociar o contrato em condições mais vantajosas. Dessa forma, a instituição que concedia o crédito se tornava sócia do ganho de capital do mutuário e era estimulada não só a ampliar o leque de tomadores, incorporando créditos cada vez mais duvidosos, mas também a refinar esses clientes de risco em condições mais folgadas, acompanhando, assim, a valorização das residências.

Não resta dúvida de que, quando o preço das casas parou de subir, no primeiro semestre de 2006, houve uma piora no desempenho dos produtos estruturados a partir de hipotecas *subprime*. Evidentemente, esse impacto tornou-se mais drástico, quando as residências começaram a se desvalorizar, no começo de 2007. De 2001 a 2007, registrou-se um movimento simultâneo de aumento da inadimplência, ajustada para características observáveis, e do preço das casas, numa indicação preocupante de que a valorização dos imóveis e a deterioração na concessão do crédito eram fenômenos inter-relacionados.

Essas constatações, porém, não respondem à pergunta de por que bancos, gestores de recursos, e agências de *rating* subestimaram os riscos, uma vez que a valorização contínua dos imóveis durante muitos anos sinalizava, no mínimo, a possibilidade de se tratar de uma bolha especulativa. Os diversos *players*, portanto, deveriam ter-se preparado para essa hipótese. Já está demonstrado que a subavaliação do risco levou a uma grande perda de capital para gestores e banqueiros, ou seja, trata-se de danos autoinfligidos, que certamente derivaram de erros involuntários.

Uma das explicações para essas falhas, no caso das classificadoras de risco, é a de que problemas de incentivos disfuncionais teriam levado as agências de *rating* a uma postura menos conservadora do que a adequada. Pelos acordos de Basileia I e II, e também na regulação específica de vários países, nos últimos anos, muito poder foi conferido àquelas agências, em particular, no que se refere aos investimentos de fundos de pensão e seguradoras.

O aumento da importância do papel das agências de *rating* redundou numa pressão dos clientes — reforçada pela competição entre elas — para que baixassem os seus critérios de avaliação. Isso, por sua vez, resultou na “inflação dos *ratings*” — as mesmas notas, ao longo do tempo, passaram a representar riscos maiores. Como o mercado de hipotecas *subprime* surgiu nos últimos anos do século passado, as agências de *rating*, por falta de estatísticas, encontraram dificuldades no dimensionamento dos riscos embutidos na operação. Assim, quando houve a desaceleração na economia norte-americana, em 2001, e o preço dos imóveis não foi significativamente afetado, as classificadoras de risco foram levadas a uma leitura exageradamente otimista dos riscos. Mais tarde, essa visão contribuiu para a superestimação da qualidade das operações estruturadas com hipotecas *subprime*.

A situação acima exposta deixa relativamente claro que os bancos de investimentos deveriam ter sido regulados de maneira bem mais rígida. À medida que os problemas nessas instituições explodiam e se tornavam públicos, culminando com a desastrosa concordata do Lehman Brothers, constatava-se que seus níveis de alavancagem eram por demais elevados e que apresentavam descasamentos muito graves em seus balanços.

Não podemos deixar de mencionar que, embora seja inquestionável o equívoco regulatório ocorrido, criar restrições à concessão do crédito *subprime*, pelo menos até o período mais recente, implicaria, para o regulador

em questão, o ônus de enfrentar dois grupos de interesses de peso. De um lado, uma classe política satisfeita em conceder moradia à parte da população menos favorecida; de outro, uma fatia significativa do mercado financeiro que surfava na onda do *subprime*. Como frequentemente ocorre nesses casos, a falha regulatória, hoje, parece tão evidente que se cria a falsa impressão de que teria sido fácil derrotar os argumentos dos *lobbies* contrariados. Entretanto, antes do estouro da bolha, os defensores do *subprime* pareciam muito mais convincentes aos ouvidos de um público para quem uma crise com as dimensões da turbulência atual não chegava a ser nem mesmo uma possibilidade remota.

De qualquer maneira, as conseqüências de todos os fatores mencionados acima combinaram-se para gerar insolvência em agentes financeiros, levando, assim, à combinação de crise de solvência e liquidez. Os primeiros problemas espocaram, na Europa e nos Estados Unidos, em meados do ano passado, mas a situação agravou-se muito a partir do segundo semestre de 2008 e culminou na crise sistêmica a partir da quebra do Lehman Brothers.

2 A ofensiva do Governo norte-americano (Fed)

A política do Governo norte-americano para debelar a crise financeira pode ser dividida em três partes. A primeira consistiu na intervenção em instituições financeiras — numa ação coordenada pelo Tesouro, pelo Fed e pelo Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), a agência que cuida dos seguros de depósito e das intervenções nos bancos comerciais — sem condições de se manterem com suas próprias pernas: Fannie Mae e Freddie Mac, os dois gigantes do crédito imobiliário, que eram empresas privadas, mas garantidas pelo Governo (em inglês, *government sponsored enterprises*); banco de investimento Bear Stearns; seguradora AIG; banco Washington Mutual; banco Wachovia; e outras instituições de pequeno porte. No caso do banco de investimento Lehman Brothers, o Governo permitiu que ele quebrasse. A segunda parte da política foi feita pelo Fed, que criou várias linhas de crédito para dar liquidez ao sistema financeiro.

A terceira parte foram as propostas que visavam injetar dólares no mercado norte-americano, com o objetivo de aumentar a sua liquidez, além, é claro, de dar solidez às instituições financeiras combatidas pela crise.

Dessa feita, em final de setembro de 2008, o Governo norte-americano apresentou ao Congresso o

plano Paulson, chamado de Emergency Economic Stabilization Act (foi aprovado no dia 3 de outubro), que pretendia injetar na economia US\$ 700 bilhões, dos quais grande parte seria direcionada para a compra de hipotecas do crédito imobiliário. A situação era a seguinte: as hipotecas do crédito imobiliário tinham sido securitizadas e eram negociadas no mercado de balcão; com a crise, elas deixaram de ser negociadas, pois não se sabia se as hipotecas que lhes deram origem seriam pagas. Assim, o sistema viveu uma crise de confiança por falta de mercado que precificasse esses papéis. O pacote de US\$ 700 bilhões tinha como objetivo dar ao Tesouro recursos para que ele comprasse parte desses papéis, através do mecanismo de leilão reverso. Isto é, quem oferecesse o título securitizado pelo menor preço venderia o mesmo ao Tesouro. Com isso, o Tesouro esperava que esses títulos voltassem a ser negociados, e quem precisasse de liquidez não teria que os vender a qualquer preço, situação que agravaria ainda mais a crise.

Num movimento complementar, os Bancos Centrais dos Estados Unidos, da Inglaterra, do Canadá, da Suécia e o Banco Central Europeu (BCE) cortaram as taxas de juros em 0,5 pontos percentuais no dia sete de outubro.

Mais tarde, em 14 de outubro de 2008, com o objetivo de restaurar a confiança de investidores e reativar o mercado global de crédito, o Governo norte-americano resolveu transformar seu Tesouro em importante acionista de algumas das maiores instituições financeiras do País. Ele se propôs a injetar US\$ 250 bilhões diretamente nos bancos em troca de participações acionárias, como parte do pacote de US\$ 700 bilhões apresentado pelo Tesouro norte-americano em setembro, para salvar o sistema financeiro. Com isso, o plano reproduziu vários elementos dos pacotes de salvamento lançados um pouco antes na Europa e que os EUA relutaram em seguir. A intenção original era usar o dinheiro para comprar ativos ruins (denominados ativos tóxicos), que comprometiam a saúde dos bancos, ajudando-os, dessa forma, a limparem os balanços.

Dando continuidade ao pacote de socorro aos bancos norte-americanos, em 29 de outubro de 2008, o Fed reduziu os juros básicos, nos EUA em 0,5 pontos percentuais, baixando para 1% ao ano (mais tarde, em dezembro, reduziria em mais 0,5 pontos percentuais), o que provocou uma queda nas cotações do dólar frente às principais moedas. No Brasil, o dólar caiu 2,06%, ficando em R\$ 2,1430 e acumulando uma desvalorização de 7,91%. A autoridade monetária também anunciou, nesse dia, que iria trocar, com o Bacen, dólares por reais, no total de US\$ 30 bilhões. O Fed decidiu oferecer esses *swaps* para uma elite de países emergentes, como o

México, a Coréia e Cingapura, além do Brasil, dando um sinal claro de que as economias emergentes mais organizadas, disciplinadas e que têm um papel estratégico em diferentes regiões do globo precisavam ser preservadas. Essa linha do Fed para emergentes selecionados já vinha sendo ventilada há quase um mês e foi um dos temas debatidos na última reunião do Fundo Monetário Internacional (FMI) e do Institute of International Finance (IIF) em Washington.

No caso do Brasil, essa linha de *swap* cambial de dólares por reais aumentou a capacidade de ação do Bacen no mercado de câmbio por meio de leilões de *swap*, sem que, com isso, ficasse exposto a risco cambial. Essa linha não implicava condicionalidades de política econômica e seria utilizada para incrementar os fundos disponíveis para as operações de provisão de liquidez em dólares pelo Banco Central.

No mesmo dia, a Diretoria Executiva do Fundo Monetário Internacional também aprovou a criação de uma linha de crédito de curto prazo, um novo instrumento para suprir liquidez externa aos países-membros diante dos problemas de escassez de recursos no sistema interbancário internacional.

No final de novembro desse ano, o Governo dos EUA comprometeu-se a injetar mais US\$ 800 bilhões nos mercados de crédito, sendo que, dessa vez, a maior parte do dinheiro viria diretamente do banco central, isto é, do Fed, que, assim, passaria a ser um agente financeiro em quase todos os cantos da vida norte-americana. Inclusive, a partir dos próximos meses, em função deste último pacote, o Fed irá comprar até US\$ 600 bilhões em dívida emitida ou garantida por empresas de crédito imobiliário com fortes laços com o Governo: Fannie Mae, Freddie Mac, Ginnie Mae e Federal Home Loan. Com isso, as autoridades esperam derrubar os juros das hipotecas e ajudar o setor imobiliário. Ademais, o Fed, com apoio do Tesouro, que é o Ministério da Fazenda dos EUA, vai oferecer até US\$ 200 bilhões em financiamentos para investidores, para que possam comprar títulos de dívida atados a créditos estudantis, automobilístico, de cartões de crédito e a empréstimos para pequenas empresas.

Essas ações representaram novos passos dados pelo governo de George W. Bush para resolver a crise financeira no fim de seu mandato e chegaram poucos dias depois de o Secretário do Tesouro, Henry Paulson, ter sugerido que poderia adiar o comprometimento de mais verbas oriundas do programa de US\$ 700 bilhões para alívio de ativos problemáticos.

3 A atuação do Bacen

Em relação aos efeitos da crise no Brasil, a percepção, até o episódio do Lehman Brothers, era de que seu impacto principal viria pelo canal das transações correntes, Seria, portanto, provocado pela combinação de maiores remessas de lucro, de preços de *commodities* em queda e de menor exportação. A dúvida — que, aliás, ainda persiste — era saber até que ponto o vigoroso crescimento chinês, que puxa a demanda por matérias-primas, seria afetado com a recessão nas principais economias ocidentais. A surpresa, entretanto, ficou por conta da intensidade com que a crise pós-Lehman aportou no Brasil, transmitida pela conta de capital. O crédito externo sofreu uma parada súbita, o que foi particularmente traumático diante do fato de que o Brasil havia, nos últimos 24 meses, passado a financiar internacionalmente boa parte do seu comércio exterior. Isso fica claro quando se verifica que a diferença entre o câmbio contratado e o câmbio embarcado (somando exportação e importação) foi da ordem de US\$ 80 bilhões naquele período.

Com a drenagem — quase instantânea — das linhas externas, aumentou a demanda por *funding* doméstico, o que jogou para cima as taxas dos Certificados de Depósito Bancário (CDBs). Esse movimento reduziu drasticamente a rentabilidade de muitos bancos pequenos e médios que carregavam carteiras importantes de crédito consignado (no qual o Governo implantou limites de juros cobrados ao tomador).

Um desdobramento paralelo e igualmente danoso foi a revelação do chamado (com algum exagero) “*subprime* brasileiro”, que está relacionado ao uso, por vezes excessivo, de instrumentos derivativos por empresas exportadoras para protegerem suas receitas contra a contínua valorização do real nos últimos anos. Com a reversão do movimento do dólar, que saiu do piso de sua desvalorização direto para uma disparada em relação ao real, descobriu-se que várias daquelas empresas haviam alicerçado posições em derivativos cambiais superiores ao *hedge* do seu faturamento e estavam sofrendo pesadas perdas. Em consequência desses prejuízos, vários bancos que intermediavam aquelas operações tiveram, por razões contratuais, de financiar as chamadas de margem na Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F), sugando ainda mais a liquidez já escassa.

Na verdade, o “*subprime* brasileiro” foi a maneira que muitas exportadoras encontraram para aumentar a

rentabilidade dos seus negócios. Como a lucratividade do setor exportador vinha caindo com a valorização do real, algumas empresas optaram pela busca de outros mercados para melhorar seus resultados. Nesse contexto, a aposta na manutenção da valorização do real tem um aspecto interessante. Caso o dólar continuasse a se desvalorizar, a empresa compensaria sua perda de competitividade externa com ganhos no mercado financeiro. Em hipótese contrária, as perdas financeiras poderiam ser compensadas com um cenário futuro mais promissor no mercado internacional. No entanto, uma mudança brusca no câmbio, como a ocorrida, parece não ter sido contemplada em nenhum dos cenários. Em suma, a empresa exportadora que apostou na valorização do real arcou com o prejuízo no mercado financeiro e, pelo menos até aqui, não vislumbra uma melhora em seu mercado exportador.

Para minimizar o impacto da falta de linhas internacionais de crédito, em 06 de outubro, o Governo brasileiro anunciou algumas medidas. Duas delas eram voltadas à geração de financiamentos ao exportador. Enquanto o BNDES oferecia o equivalente a R\$ 5 bilhões em novos créditos pré-embarque (fase de produção), o Banco Central usava reservas cambiais para adquirir ativos de bancos brasileiros no exterior, com o compromisso de recompra por parte dessas instituições. Assim, eles recuperariam liquidez em dólar para retomar a oferta de Adiantamentos de Contratos de Câmbio (ACC), modalidade de financiamento pós-embarque da mercadoria ao exterior.

No mesmo dia, ainda foi assinada pelo Presidente da República uma medida provisória autorizando o Bacen a criar duas novas modalidades de linhas de redesconto: uma em reais, tomando como garantia créditos dos bancos em moeda nacional; e a outra em moeda estrangeira, a qual teria como garantia empréstimos das instituições também em moeda estrangeira.

Outra medida colocada em prática foi a de conter o excesso de volatilidade do dólar. Pela primeira vez desde maio de 2006, a autoridade monetária poderia vender contratos de *swap* cambial, assumindo, assim, posição passiva em câmbio e ativa em reais, o que equivale a oferecer ao mercado proteção contra desvalorizações da moeda nacional. Até então, nesses quase dois anos e meio, o Bacen fez muitos leilões de *swap* cambial, mas só do tipo reverso, ou seja, oferecendo proteção contra riscos de perdas associados a quedas e não a aumentos do preço do dólar.

Quanto ao crédito interno, o Banco Central do Brasil tomou, nos meses de setembro e outubro de 2008, várias medidas de política monetária para aumentar a liquidez

do sistema bancário brasileiro em reação à crise de crédito e liquidez que se iniciou no sistema de hipotecas norte-americano e se espalhou pelo mundo. É oportuna uma breve recapitulação da seqüência dessas medidas: aumentos sucessivos da dedução do depósito compulsório e da exigibilidade adicional sobre depósitos a prazo; dedutibilidade do valor das aquisições de carteira de crédito de instituições bancárias de menor porte do compulsório devido pelo adquirente; autorização para a realização de operações de redesconto com várias classes de ativos; redução de alíquotas de exigibilidade adicional sobre depósitos a prazo e sobre depósitos a vista; e, finalmente, a adoção de um programa de liberação integral de recolhimentos compulsórios e exigibilidades adicionais sobre depósitos.

A liberação dos depósitos compulsórios criou a expectativa de que os bancos poderiam ter mais dinheiro em caixa para emprestar, evitando, dessa forma, que a economia sofresse desaceleração mais séria. Mas as estatísticas mostraram que, ao mesmo tempo em que injetava recursos dos compulsórios no sistema financeiro, o Bacen retirava dinheiro dos bancos por meio de operação com títulos públicos, para impedir a expansão do volume de moeda em circulação na economia.

Segundo dados mais recentes do Banco Central, o mesmo liberou R\$ 46,172 bilhões em depósitos compulsórios entre 29 de setembro e 17 de outubro desse ano. No entanto, o dinheiro em circulação aumentou, nesse período, apenas R\$ 5,111 bilhões. É o que podemos deduzir, observando a variação da base monetária, que passou de R\$ 134,138 bilhões para R\$ 139,249 bilhões. Frisamos que o Banco Central vem mantendo a base monetária sob controle para evitar que a taxa de juros caia abaixo da meta de 13,75% ao ano, definida pelo Comitê de Política Monetária. Ou seja, quanto mais dinheiro houver em circulação, menores serão os juros. Juros baixos poderiam alimentar ainda mais a inflação, que já se encontra acima do que o Bacen considera confortável (um pouco acima de 6% ao ano) — Gráfico 1. A cronologia da liberação do compulsório revela que a primeira ocorreu em 29 de setembro de 2008, envolvendo R\$ 5,459 bilhões, quando, então, entrou em vigor o aumento da isenção — de R\$ 100 milhões para R\$ 300 milhões — no cálculo do recolhimento do compulsório adicional sobre depósitos a prazo e à vista. No mesmo dia, porém, o Bacen recolheu R\$ 5,591 bilhões, por meio de operações no mercado aberto (venda de títulos públicos através de leilões).

Em 10 de outubro, o Bacen liberou R\$ 5,5 bilhões em compulsórios sobre depósitos a prazo, por meio da chamada parcela de isenção, que passou de R\$ 300

milhões para R\$ 700 milhões. A medida não teve efeito prático sobre o volume de dinheiro em circulação, já que os depósitos compulsórios sobre depósitos a prazo são feitos por meio de títulos públicos. A autoridade monetária apenas entregou aos bancos títulos no valor de R\$ 5,5 bilhões que mantinham retidos, sem fazer emissão monetária. Algo semelhante ocorreu em 17 de outubro, quando houve liberação de R\$ 12,2 bilhões referentes a novo aumento da parcela de isenção do compulsório sobre depósitos a prazo, no valor de R\$ 700 milhões para R\$ 2 bilhões. O Bacen explicou que, com a liberação dos compulsórios, não pretendia aumentar o volume de dinheiro em circulação, o que estimularia o crédito e o crescimento econômico; o propósito era canalizar recursos para bancos pequenos e médios com eventuais problemas de caixa.

Nas crises de liquidez bancária, depositantes e investidores costumam transferir dinheiro das instituições menores para as maiores. Dessa feita, os grandes bancos ficaram com o caixa cheio, enquanto os pequenos ficaram com dificuldades para atender a pedidos de resgate e expandir as carteiras de crédito.

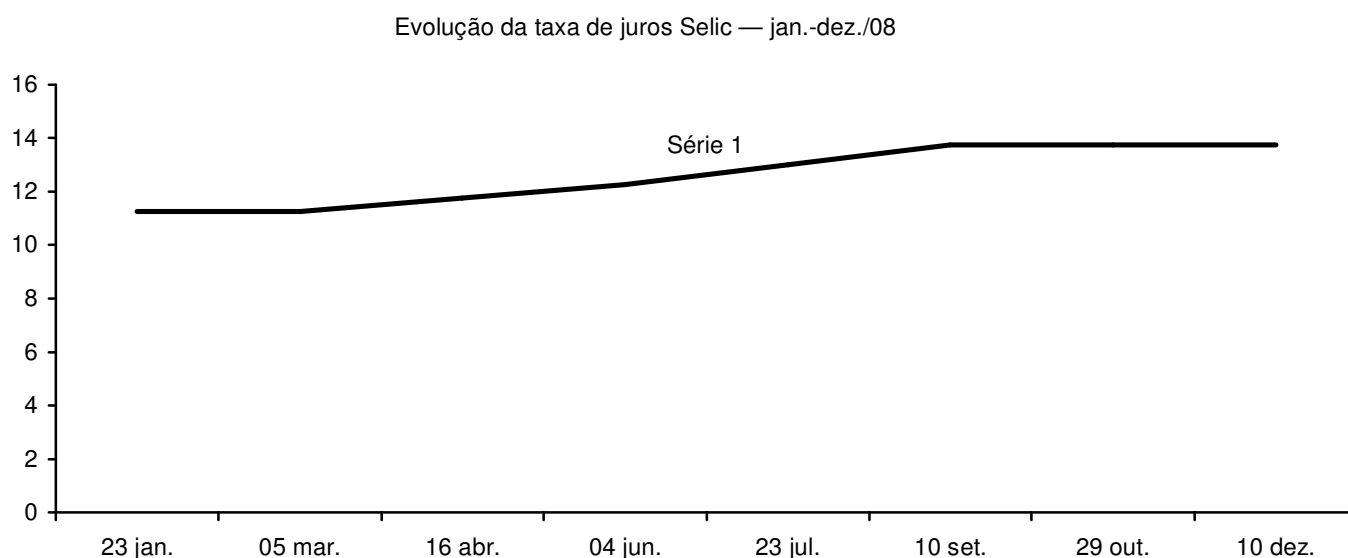
É por isso que a liberação dos compulsórios foi feita por medidas pontuais, e não por um corte geral de alíquotas. O Bacen tem focado nos depósitos a prazo, haja vista que essa é a principal forma de captação dos

pequenos e médios bancos. Uma redução das alíquotas sobre depósitos à vista, hoje em 45%, beneficiaria mais as grandes instituições bancárias, que captam mais recursos em contas correntes.

Mesmo quando cortou o depósito a prazo, o Bacen visou beneficiar instituições menores. As medidas tomadas até agora fizeram com que, dos 101 bancos comerciais, os 91 menores deixassem de recolher compulsórios sobre depósitos a prazo. Na realidade, segundo o Presidente do Bacen, as medidas de redução do depósito compulsório injetaram na economia R\$ 94 bilhões, dos quais R\$ 31,2 bilhões foram direcionados a bancos de pequeno e médio portes, bem como ao BNDES.

Em 13 de outubro, entrou em vigor a redução da alíquota, de 8% para 5%, do compulsório adicional sobre depósitos à vista e a prazo. Nesse caso, houve, na prática, emissão de dinheiro de R\$ 23 bilhões. Com isso, a maior parte dessa expansão monetária foi revertida pelo Bacen em dois dias. Ainda em 13 de outubro, o Bacen recolheu R\$ 4,37 bilhões, por meio de operações no mercado aberto, e, no dia seguinte, absorveu mais R\$ 12,55 bilhões, com o uso do mesmo instrumento. Outros fatores, como, por exemplo, o superávit primário do Tesouro, também contribuíram para manter sob controle o volume de dinheiro em circulação.

Gráfico 1



FONTE: Bacen.

4 O comportamento do crédito

Uma das grandes preocupações da autoridade monetária brasileira — Bacen — com o agravamento, a partir de outubro de 2008, da crise financeira global tem sido a queda do volume de crédito na economia. Entretanto dados do próprio mês de outubro divulgados pelo BACEN em fins de novembro mostram que, até àquele mês, não houve uma redução do crédito, como se temia, mas, sim, uma desaceleração na contratação de empréstimos e encarecimento dos seus custos.

A soma das carteiras de crédito das instituições financeiras chegou a crescer 2,9% de setembro para outubro de 2008, embora a média diária das contratações de empréstimos tenha encolhido 7,3% nesse período. Com esse crescimento (2,9%), o total de crédito bancário chegou a R\$ 1,187 trilhões no mês de outubro, cifra que equivale a 40,2% do Produto Interno Bruto (PIB) — Tabela 1.

Salientamos que uma parte da expansão do crédito, de 2,9%, observada em outubro de 2008, se deve apenas a fatores estatísticos. Alguns empréstimos, como financiamentos ao comércio exterior, são referenciados em moeda estrangeira, e o valor da carteira aumenta quando acontecem desvalorizações cambiais como as de outubro, quando o dólar subiu 10,5%. Todavia, mesmo depois de expurgado esse efeito cambial, registrou-se uma expansão de 2,2% no crédito, em outubro, sinalizando, assim, um aumento pouco menor do que 2,8%, observado no mesmo mês de 2007.

Destarte, os dados do crédito referentes ao mês de outubro mostram que não aconteceu uma parada súbita no crédito, como receavam alguns analistas. A tendência de crescimento do crédito é confirmada pelos primeiros dados de novembro de 2008, que cobrem até o dia 12 e que registram uma expansão de 2,5%. Se expurgado o efeito cambial do período (o dólar depreciou-se 1%), o crédito aumenta 2,6%.

Assim, não houve parada súbita da expansão do crédito, mas ocorreram sinais claros de sua desaceleração. As concessões de empréstimos registradas em outubro de 2008 somaram R\$ 157 bilhões, cifra 3% abaixo dos R\$ 162 bilhões observados em setembro do mesmo ano. O normal é as contratações aumentarem em outubro, quando as empresas tomam crédito para formar estoque para o fim do ano e as famílias ampliam o consumo. Notamos que, entre setembro e outubro de 2007, as concessões de crédito subiram 15,8% (Tabela 2).

Mas a queda no ritmo de expansão do crédito é ainda mais significativa, quando os dados são analisados sob a óptica da média diária das contratações de empréstimos, que diminuiu 7,3% de setembro para outubro de 2008, fechando o mês em R\$ 6,837 bilhões. Em igual período de 2007, as contratações haviam aumentado 0,02%.

Mesmo com a desaceleração, a média diária das concessões, em outubro de 2008, foi 1,9% maior do que a observada no mesmo mês de 2007. Os dados preliminares do mês de novembro, que cobrem até o dia 12, mostram recuperação nas contratações, que cresceram 5,7%, se comparadas com as do mês anterior, ou seja, outubro. Portanto, o que observamos é que houve uma retração maior do crédito no início de outubro, quando o Brasil foi afetado pelo ápice da crise internacional e agências bancárias ficaram fechadas devido a uma greve do setor. Frisamos que, ao longo do mês, esse crédito foi voltando, ainda que em um ritmo um pouco menos forte do que o observado em igual período anterior.

O volume total de crédito a pessoas físicas cresceu 2% em outubro de 2008 e, nos primeiros dias de novembro do mesmo ano, atingiu uma taxa de 2,8%, sempre na comparação com o mês anterior. Em contrapartida, o crédito às empresas cresceu 3,1% em outubro e, no início de novembro, avançou a uma taxa de 2,3%. Com isso, a média diária das concessões a pessoas físicas expandiu-se fortemente em novembro, com 14,8%, enquanto, no mês de outubro, houve contração de 7,7%. Já para as empresas, as contratações cresceram 1,2% em novembro, percentual este mais favorável que o recuo de 7,1% ocorrido no mês de outubro do mesmo ano.

Apesar de o crédito bancário como um todo ter crescido em outubro de 2008, alguns segmentos do mercado tiveram retração importante no mês. É o caso, por exemplo, dos financiamentos para a aquisição de veículos e de algumas linhas de financiamentos às empresas.

As carteiras de empréstimos para a compra de automóveis encolheram 0,7% em outubro de 2008, em comparação com o mês de setembro, fechando o mês em R\$ 136,580 bilhões. Assim, o volume caiu, porque os bancos pequenos e médios, bem como as instituições financeiras ligadas às montadoras de veículos estão entre os mais atingidos pela crise da liquidez.

No que concerne ao volume de financiamentos tradicionais para a compra de veículos, este caiu 3% em outubro, sempre na comparação com o mês anterior, chegando a R\$ 80,849 bilhões. Destarte, essa modalidade de crédito já vinha perdendo espaço para o *leasing* nos

últimos meses, que, dentre outras vantagens, é isento do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF). Mas, mesmo assim, para a modalidade de *leasing* para automóvel, foi registrada uma forte desaceleração, tendo em vista ter registrado um crescimento de 2,7% em outubro e, no período imediatamente anterior, ter apresentado uma expansão de 5,8%.

Outras linhas de empréstimos a pessoas físicas continuaram a se expandir. É o caso, por exemplo, do cheque especial, com avanço de 7,9%; do crédito pessoal, com 2,6%; e do financiamento imobiliário com recursos livres, que cresceu 5,7% no mês.

Dentre os financiamentos a pessoas jurídicas, cresceram principalmente as linhas destinadas às grandes empresas, que, até pouco tempo atrás, captavam recursos preferencialmente no mercado de capitais e no exterior. Na realidade, houve um deslocamento dessa demanda para o mercado de crédito interno.

Isso explica porque linhas tradicionalmente acasadas por grandes empresas, como desconto de duplicatas e capital de giro, registraram expansão de 3% e 4,4%, respectivamente, no mês. As operações de antecipação de contrato de câmbio avançaram 3,8%, em parte, devido ao efeito estatístico da valorização de 10,5% do dólar, que ampliou o valor em reais de empréstimos referenciados em moeda estrangeira. Isso se deve também à influência dos resultados das medidas tomadas pelo Governo para injetar liquidez, em dólares, no mercado.

Entre as linhas cujos volumes caíram estão o *hot Money* (-4,2%), o desconto de promissórias (-11,1%), a

aquisição de bens (-0,7%) e o vendedor (-2%).

Entretanto os efeitos mais fortes da crise internacional sobre o mercado de crédito foram sentidos nas taxas de juros cobradas pelos bancos, que, em valores médios, saltaram de 40,4% para 42,9% ao ano, de setembro para outubro de 2008. A maior parte dessa alta se explica pela ampliação das margens das instituições financeiras, ou melhor, o chamado *spread*, que passou de 26,4 pontos percentuais para 28,4 pontos percentuais em outubro, sempre na comparação com o mês anterior. Esse é o *spread* mais alto registrado desde maio de 2006 e reflete o cenário de incertezas provocado pela crise, o qual torna as instituições financeiras mais conservadoras ao concederem crédito.

O custo de captação dos bancos também aumentou, embora em magnitude menor do que os *spreads*. A taxa média paga pelos bancos subiu de 14% para 14,5%. Esse é um reflexo do aumento da curva de juros futuros, que embute o risco de uma alta mais forte da taxa Selic pelo Bacen, para combater eventuais pressões inflacionárias causadas pela recente elevação do dólar.

Pelo menos por enquanto, os *spreads* não incorporaram um aumento real nas taxas de inadimplência. O indicador permaneceu praticamente estável de setembro para outubro de 2008, oscilando de 4% para 4,1%. De qualquer forma, a crise elevou o risco de um aumento de desemprego e de queda da renda, que, em tese, poderiam levar a uma deterioração da inadimplência.

Tabela 1

Saldo com recursos livres e direcionados das operações de crédito do sistema financeiro — jan.-out./08

(R\$ milhões)

MESES	RECURSOS LIVRES	RECURSOS DIRECIONADOS	TOTAL GERAL
Janeiro	667 391	277 590	944 981
Fevereiro	680 140	279 400	959 540
Março	705 486	287 588	993 074
Abril	725 319	292 805	1 018 124
Maió	746 075	298 821	1 044 896
Junho	763 753	303 939	1 067 692
Julho	778 361	307 528	1 085 889
Agosto	798 364	311 929	1 110 293
Setembro	829 186	323 610	1 152 796
Outubro	850 348	336 263	1 186 611

FONTE: Bacen.

Tabela 2

Operações de crédito do sistema financeiro como percentual do PIB do Brasil — jan.-out./08

MESES	PERCENTUAL DO PIB
Janeiro	34,7
Fevereiro	35,0
Março	35,9
Abril	36,2
Maiο	36,4
Junho	36,6
Julho	37,1
Agosto	38,0
Setembro	39,2
Outubro	40,2

FONTE: Bacen.

5 Considerações finais

A crise financeira que estamos vivendo é sistêmica, globalizada e abrangente, atingindo não só todo o sistema financeiro como o setor real da economia. É verdade que as intervenções do Fed. e dos bancos centrais em todo o mundo, injetando liquidez nas economias, evitou o pior, ou seja, uma quebra instantânea em cadeia dos bancos e um colapso total do sistema financeiro.

No caso do Brasil, que hoje possui uma taxa de juros real elevada, se a desaceleração da atividade se revelar muito grave, o País tem amplo espaço para estimular a demanda agregada com a política monetária. Esta, inclusive, tem seus canais de transmissão praticamente intactos (ao contrário dos países ricos), dado que nosso sistema financeiro não apresenta problemas sistêmicos de solvência.

A elevada taxa de juro real, nesse caso, é um trunfo brasileiro, e isso significa que temos lastro para administrar a demanda agregada no curto e no médio prazo. Dessa forma, é possível que a fuga interna para a liquidez seja, afinal, uma oportunidade ímpar para se reduzir o nível dos juros básicos. A decisão do Copom de não elevar a taxa de juros Selic, na reunião de dezembro de 2008, pareceu acertada, em função das grandes incertezas sobre a trajetória futura das variáveis relevantes para a política monetária. De qualquer forma, a manutenção dela (taxa nominal Selic) em 13,75% significa que há um grande espaço para reduções mais à frente, caso os impactos da desaceleração global no Brasil venham a ser mais severos.

Referências

BANCO CENTRAL DO BRASIL — BACEN. Comitê de Política Monetária. **Ata da Reunião 139 do COPOM**. Brasília, D.F.: Bacen 10 dez. 2008. Disponível em: <>. Acesso em 15 dez. 2008.

BANCO CENTRAL DO BRASIL — BACEN. Nota para a imprensa. **Política monetária e operações de crédito do SFN**. Brasília 25 nov. 2008. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?COIMPOM>>.

CARTA DE CONJUNTURA. Brasília: IPEA, dez. 2008. Disponível em: <[HTTP://www.ipea.gov.br](http://www.ipea.gov.br)>. Acesso em: dez. 2008.

