

A política monetária brasileira em 2011

Edison Marques Moreira

Economista da FEE

Resumo

O artigo aborda o comportamento da política monetária brasileira em 2011. Nos seis primeiros meses do ano, ela foi condicionada pela deteriorização das expectativas inflacionárias e, no segundo semestre, pelos prováveis efeitos deflacionários de uma crise externa, que já faziam parte do balanço de riscos da autoridade monetária. Para melhor entendermos o cenário, realizamos um breve comentário sobre a crise do euro em 2011, bem como analisamos a evolução da inflação no período. A repercussão dessa política no crédito também é contemplada no texto.

Palavras-chave: política monetária; inflação; crédito.

Abstract

This paper is about the behavior of Brazilian monetary policy in 2011, where it was conditioned, in the first six months of the year, by the deterioration of the inflationary expectations and, in the second semester, by the probable deflationary effects of an external crisis that that was part already of the balance of risks established by the monetary authority. To have a better understanding of the scenario we introduced a brief comment on the euro crisis of 2011 as well as an analysis of the inflation evolution in the period. The repercussion of this policy on credit is also discussed in the paper.

Key words: monetary policy; inflation; credit.

1 Introdução

Para equacionar os problemas decorrentes do descontrole das suas dívidas soberanas, o receituário empregado, em 2011, pelos países do euro compreendeu uma série de medidas bastante severas, principalmente no tocante à austeridade fiscal, o que implicou um ajuste recessivo para a maioria desses países. Dentro de um cenário externo já marcado pelo fraco desempenho das economias centrais, como é o

caso dos Estados Unidos e do Japão, a demanda mundial tendeu a se retrair ainda mais, impactando, negativamente, a economia brasileira através do canal de transmissão do comércio internacional.

Essa situação, que, de certa forma, já se verificou com menor intensidade em 2010, provocou, em 2011, uma mudança de direção na política monetária conduzida pelo Banco Central do Brasil (Bacen) que, conjuntamente com o Ministério da Fazenda (MF), passou a adotar uma série de medidas de política econômica para evitar uma queda mais brusca do Produto Interno Bruto (PIB). No âmbito da política monetária, além do início de um ciclo de redução da taxa básica de juros, a partir de agosto de 2011, o Bacen, no primeiro semestre, retirou parte das

* Artigo recebido em 12 jan. 2012.
Revisora da Língua Portuguesa: Maria Inácia Flor Reinaldo.

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

medidas macroprudenciais adotadas em dezembro de 2010, que tinham por finalidade desaquecer a demanda na economia brasileira, reduzindo a liquidez e inibindo a expansão do crédito.

Este texto procura examinar o desempenho da política monetária brasileira em 2011, não só como reflexo da crise do euro como também da trajetória da inflação. Considera, ainda, o comportamento do crédito nesse ano.

2 Um breve comentário sobre a crise do euro em 2011

A turbulência que se apresentou no cenário internacional em 2011 contribuiu para enfraquecer a confiança dos empresários, na medida em que a possibilidade de um contágio do sistema financeiro, devido à exposição de alguns bancos aos títulos das dívidas soberanas dos países da Zona do Euro, elevou o temor de que a situação caminhasse para uma crise econômica. O nervosismo causado pelo rebaixamento da dívida pública dos Estados Unidos pela agência de classificação de risco Standard & Poor's (S&P) no início de agosto de 2011, seguido por uma longa negociação pela elevação do teto de endividamento do País junto ao Congresso americano, assim como a deterioração fiscal da Grécia e de outros países periféricos da Europa, como a Irlanda, a Espanha e a Itália, por exemplo, aumentaram consideravelmente o nível de incerteza acerca das perspectivas para a economia mundial. Embora o nível de exposição do sistema financeiro seja menor do que na crise de 2008, alguns bancos importantes da Europa corriam o risco de enfrentar dificuldades por manterem em seus ativos títulos da dívida desses países. Em decorrência desses fatores, os níveis de confiança dos agentes sofreram forte deterioração, levando a revisões mais pessimistas acerca da trajetória de crescimento da economia mundial. Por outro lado, enquanto economias desenvolvidas, como as dos Estados Unidos, da Alemanha e do Japão, enfrentavam a possibilidade de uma nova recessão, retraindo ainda mais a demanda por bens manufaturados, países como a China, um dos principais demandantes de *commodities* no mercado internacional, enfrentavam problemas com um aumento das suas taxas de inflação. Outro fator que pesou, negativamente, no balanço de riscos envolvendo a conjuntura

internacional e que se configurou numa diferença importante em relação à crise de 2008 foi a menor disponibilidade para a utilização de instrumentos de política econômica, a fim de combater uma possível volta à recessão. Se, por um lado, as taxas de juros já se encontravam em níveis reduzidos, por outro, havia, cada vez menos, espaço (político e econômico) para a implementação de novos pacotes fiscais para socorrer as economias.

Quando ao reflexo na economia brasileira, é bom que se grife que ele foi minimizado em 2011 devido ao fato de que ela apresentou o mesmo conjunto de fundamentos que lhe permitiu abreviar o período de recessão provocado pelos efeitos da crise financeira global de 2008, a saber: os níveis de reservas internacionais superiores ao endividamento externo do País; a trajetória equilibrada da dívida pública; o elevado potencial da demanda interna brasileira, estimulada por um mercado de trabalho ainda aquecido; a menor exposição das empresas aos movimentos da taxa de câmbio; e um fluxo positivo de entrada de capitais estrangeiros. Apesar disso, caso os desdobramentos da atual turbulência internacional levem, em 2012, a uma nova crise financeira global, acompanhada por um congelamento dos canais de financiamento, juntamente com uma forte retração da demanda mundial, seus efeitos serão fortemente sentidos no Brasil. Nessa hipótese, os principais canais de transmissão serão os que seguem.

a) Com o aumento dos níveis globais de aversão ao risco, o fluxo líquido de entrada de capitais estrangeiros no Brasil sofrerá redução, na medida em que os investidores, estando mais temerosos com relação às perspectivas da economia mundial, se encaminharão para ativos mais seguros, como os títulos da dívida pública americana. Assim, com uma disponibilidade de financiamento externo para o déficit do balanço de pagamentos menor, a taxa de câmbio real/dólar sofrerá alguma pressão para se desvalorizar.

b) A falta de confiança no ambiente econômico em geral, e nas instituições financeiras em particular, na hipótese de um contágio bancário maior, provocará forte diminuição no grau de liquidez internacional, reduzindo as linhas de crédito disponíveis e, dessa forma, dificultando as captações das empresas brasileiras no exterior.

c) Outra consequência do aumento da aversão ao risco, associada a uma redução na lucratividade das empresas, será uma queda nos preços dos seus papéis nos mercados de ações. Essa redução no preço dos ativos implicará uma perda de riqueza por

parte dos agentes econômicos, provocando uma contração nos níveis de consumo e investimento.

d) Por fim, a intensificação da crise também promoverá uma redução dos níveis globais de atividade econômica. Em consequência, além de um efeito desinflacionário, a demanda mundial por bens importados sofrerá nova contração, desestimulando, ainda mais, o setor industrial brasileiro voltado à exportação. Ademais, na hipótese de a economia chinesa registrar desaceleração significativa, a redução do volume de comércio mundial levará a um forte ajuste negativo nos preços das *commodities*. Especificamente nesse caso, os efeitos na economia brasileira serão mais graves, uma vez que os saldos positivos na balança comercial se devem, basicamente, aos ganhos, nos termos de troca obtidos pela trajetória crescente, que os preços internacionais dos produtos básicos têm mantido nos últimos anos.

Portanto, as incertezas do cenário internacional recomendam prudência antes de mais nada. Nesse cenário de baixa previsibilidade, em que a quebra de um banco ou o calote de um governo podem tornar a crise ainda mais dramática, nada mais inadequado do que o Governo tomar decisões de política econômica de forma precipitada.

No próximo segmento deste artigo, abordaremos a questão da inflação em 2011, a qual apresentou, no primeiro semestre do ano, uma deteriorização das expectativas no mercado financeiro, condicionando as medidas de política monetária. A partir de então, os prováveis efeitos deflacionários de uma crise externa, que já faziam parte do balanço de riscos da autoridade monetária, passaram a dominar as preocupações na condução da política monetária.

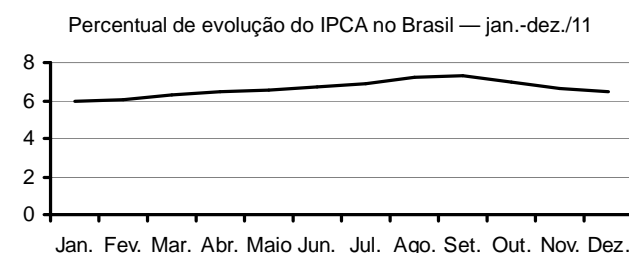
3 A inflação em 2011

Após encerrar 2009 e 2010 com uma inflação acumulada de 4,31% e 5,91% respectivamente, a inflação, medida em 12 meses pela variação do IPCA, continuou a subir em 2011, registrando, até dezembro desse ano, uma variação de 6,50% (Gráfico 1), valor este superior ao centro da meta para a inflação (4,5%). No mês a mês, entretanto, ela teve um declínio ao longo do primeiro semestre do ano e, praticamente, elevou-se até o final do ano.

Focando-se na questão do comportamento do IPCA ao longo de 2011, observa-se que ele foi marcado pelo forte impacto dos preços dos serviços, bem como dos preços monitorados pelo Governo, além dos preços de alguns produtos alimentícios e

vestuário. No caso dos serviços não monitorados pelo Governo, a inflação no acumulado do ano, até novembro, registrou alta de 8,5%. Nesse caso, destacaram-se, em primeiro lugar, os preços dos serviços pessoais (9,3%), compostos por cuidados pessoais em geral (como cabeleireiros), empregados domésticos, serviços ligados à área de turismo e entretenimento, bem como serviços bancários. Em segundo lugar, devemos destacar o grupo de serviços ligados ao transporte (8,8%), os quais compreendem concertos e manutenção de automóveis, transporte escolar, estacionamento e aluguel de veículos. Além disso, mostraram-se relevantes as trajetórias dos preços dos serviços ligados à educação (8,4%), formados, basicamente, por mensalidades e taxas de creches, escolas, cursos e faculdades privadas. Finalmente, não se pode deixar de mencionar o comportamento, seja dos preços dos serviços ligados à saúde (8,3%), constituídos por exames, consultas e os tratamentos médicos fora dos planos de saúde, seja dos preços dos serviços associados à habitação, influenciados pela variação significativa do aluguel residencial (10,23%).

Gráfico 1



FONTE: IBGE.

No caso dos preços dos serviços monitorados, a inflação acumulada em 2011 até novembro registrou alta de 6,10%, destacando-se aqui, sobremaneira, a elevação dos preços das passagens aéreas, seguida pelo aumento das tarifas de ônibus urbano, taxa de água, bem como pelos preços dos planos de saúde e da gasolina.

É oportuno salientar que o álcool combustível não é um preço monitorado pelo Governo; no entanto, tem impacto sobre o preço da gasolina devido à mistura que forma o combustível na bomba. O álcool teve variação de 14,9% no acumulado do ano de 2011 até novembro. Ele é classificado na categoria de bem de consumo não durável, grupo caracterizado por forte influência sobre o IPCA devido ao peso relativo dos preços dos alimentos dentro e fora do domicílio no índice geral. Dessa forma, a alta de 5,8% dos preços

dos bens de consumo não duráveis no acumulado do ano até novembro acabou por contribuir, significativamente, para a elevação do índice geral. Na mesma base de comparação, as maiores elevações registradas deveram-se aos preços dos alimentos adquiridos fora de domicílio em geral (8,98%), dos tubérculos (16,17%), das hortaliças e verduras (13,32%), das bebidas (10,94%), dos pescados (8,54%) e, por fim, dos leites e derivados (8,25%). Ressalte-se, aqui, que, apesar da classificação como bem de consumo, os alimentos fora do domicílio possuem natureza ambígua, por constituírem, ainda que parcialmente, um tipo de serviço. Já, na categoria de bens de consumo semiduráveis, deve-se destacar a variação de 7,42% no grupo vestuário.

Embora útil, a análise dos componentes desagregados da inflação em 2011 realizada até aqui é limitada em função de seu caráter estático. Dessa forma, podemos dizer que a origem da aceleração da inflação está na variação das cotações das *commodities*, ocorrida a partir do segundo semestre de 2010, sobretudo das *commodities* energéticas e da agropecuária, que influenciaram diretamente os preços dos alimentos e combustíveis. Esses são os chamados custos básicos da economia, que condicionam o movimento de outros preços e da própria inércia inflacionária. Outro exemplo desse movimento de causa e consequência é o caso do grupo vestuário, cuja forte alta em 2011 ocorreu após o aumento do custo de produção na atividade de confecção, sendo esse impulsionado pela forte variação do preço do algodão entre o segundo semestre de 2010 e o início de 2011.

Para quantificar a inflação importada, além das *commodities*, faz-se necessário analisar a evolução do preço das moedas internacionais em termos da moeda nacional. A trajetória recente da taxa de câmbio (dólar/real) no Brasil foi condicionada, em grande medida, pelo cenário da crise internacional, sobretudo da Europa. Não obstante, a atual posição das reservas internacionais no Brasil gerou um grau de liberdade importante para a política econômica, ao minimizar a volatilidade da taxa de câmbio.

Do ponto de vista dos entraves à produção doméstica, o custo unitário do trabalho na indústria em geral registrou alta de 3,20% no acumulado de 12 meses terminados em outubro. Para os próximos meses, entretanto, o cenário básico para as variações salariais no segmento industrial é de acomodação e não de aceleração, o que traria uma compensação para a pressão altista dos salários sobre os preços dos serviços.

Dessa forma, dado o cenário básico de relativa estabilidade da taxa de câmbio, a expectativa de continuidade de queda ou de acomodação dos preços das *commodities* permite antecipar, ao longo de 2012, uma influência benigna das variáveis externas sobre a inflação. De outro ângulo, internamente, a desaceleração do aumento dos salários na indústria limita o crescimento do custo unitário do trabalho. Finalmente, a intensidade da desinflação também tende a transitar dos preços no atacado para os preços no varejo, atingindo os preços ao consumidor. Esses fatores justificam nova expectativa de convergência da inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) para o centro da meta em 2012.

4 A política monetária do Banco Central do Brasil

4.1 As medidas macroprudenciais no final de 2010

Com o fim dos efeitos da crise financeira internacional em 2009, os índices de preços, em 2010, voltaram a apresentar um comportamento ascendente. De acordo com o IPCA, apenas no último trimestre desse ano, a inflação acumulada foi de 2,23%, o que representou quase a metade do centro da meta estabelecida para todo o ano. Dentro desse cenário, que conjugava uma demanda interna em expansão e um forte aumento nos preços das *commodities*, o IPCA, conforme já registramos acima, fechou o ano de 2010 em elevação.

Esse comportamento altista dos índices de preços, aliado à perspectiva de que, tanto pelo lado da demanda quanto pelo lado da oferta, não havia sinais claros de uma desaceleração no curto prazo, fez com que o Bacen desse início, em dezembro de 2010, à adoção de uma série de medidas, com o intuito de controlar a inflação em 2011 e trazê-la, novamente, para uma trajetória mais compatível com o centro da meta (4,5%).

Ao fazer isso, circunstancialmente, o Governo havia começado a se preocupar com a expansão do mercado de crédito e seu efeito sobre os preços dos ativos financeiros e, possivelmente, dos bens e serviços. Para combater essa situação, o Bacen anunciou medidas de restrição ao crédito, incluindo

aumento nas alíquotas de compulsório sobre depósitos a prazo, de 15% para 20%, no adicional de compulsório para depósitos a prazo e à vista, de 8% para 12%, e no fator de ponderação de risco nas operações de crédito para pessoa física, com prazo superior a 24 meses, de 100% para 150%.

Em um primeiro momento, essas medidas foram associadas ao objetivo de assegurar a estabilidade das finanças, isto é, de tornar as taxas de crescimento do crédito mais compatíveis com o equilíbrio de longo prazo da economia. Por essa razão, foram naturalmente denominadas medidas de caráter macroprudencial. Sendo o crédito um canal de transmissão reconhecidamente importante para a inflação, era natural que uma expansão mais moderada de suas taxas de crescimento fosse considerada positiva, no sentido de conter eventuais pressões inflacionárias. O aumento ocorrido nos últimos anos na participação do crédito em relação ao PIB ampliou ainda mais a importância da influência desse canal sobre o comportamento da inflação. No entanto, é importante ressaltar que há limites para a eficácia das medidas de contenção ao crédito, devido, principalmente, ao intenso influxo de capitais externos.

Por outro lado, deve-se registrar que, a partir da década de 80, as medidas de caráter macroprudencial se tornaram menos apreciadas como instrumentos de política monetária, posto que boa parte dos bancos centrais começaram a abandonar a ideia de controle de agregados monetários, tornando, assim, os recolhimentos compulsórios pouco importantes. Desde essa época, as taxas de juros de curto prazo tornaram-se o instrumento de política por excelência para a maioria dos bancos centrais. Esse processo aprofundou-se à medida que novos arcabouços de política monetária eram adotados, como os sistemas de metas para a inflação. Várias economias maduras chegaram a eliminar, por completo, os requerimentos compulsórios (Reino Unido, Canadá e Austrália), enquanto outras os mantiveram com alíquotas reduzidas, como foi o caso do Japão. Muitos países emergentes, no entanto, continuaram a utilizar os recolhimentos compulsórios como instrumento de política monetária auxiliar à taxa de juros de curto prazo.

A crise financeira internacional de 2008/2009 fez ressurgir o debate sobre os instrumentos dessa política. Formuladores têm reforçado a orientação de arcabouço regulatório e de supervisão via medidas macroprudenciais (ou de foco sistêmico), bem como começado a indagar se a estabilidade financeira pode ser alcançada sem um suporte mais ativo de políticas

macroeconômicas. Adicionalmente, tem-se discutido o uso de políticas macroprudenciais como instrumento complementar, embora acessório, no controle da demanda agregada.

Deve ser salientado, ainda, que a utilização de recolhimentos compulsórios seria adequada para atenuar as oscilações no volume de crédito durante o ciclo econômico. Nesse contexto, recolhimentos compulsórios têm sido utilizados em diversos países emergentes, a saber: China, Peru e Rússia. Na realidade, a elevação da taxa de juros doméstica para controlar a inflação poderia ensejar a entrada de fluxos de capital externos, que financiariam uma expansão do crédito local e atenuariam, indesejavelmente, o efeito contracionista da política monetária. Em tais circunstâncias, se isso se concretizasse, seria oportuna uma elevação das alíquotas do compulsório.

Apesar da atratividade que têm exercido junto aos formuladores de política, os recolhimentos compulsórios foram considerados, pela literatura, instrumentos pouco importantes de política monetária. Dito de outra forma, não têm sido incorporados na grande maioria dos modelos de previsão macroeconômica. No entanto, conforme ressaltado anteriormente, a crise financeira internacional de 2008/2009, ao colocar os mercados financeiros em situação de estresse, exigiu que os bancos centrais fizessem uso de instrumentos não convencionais de política monetária.

No Brasil, os recolhimentos compulsórios, entre outros, foram utilizados para fortalecer a estabilidade do sistema bancário durante a fase mais aguda da crise. No período 2008-09, entre outras iniciativas, o Bacen reduziu as alíquotas de recolhimento para garantir liquidez e a estabilidade do sistema. Em março de 2010, teve início o processo de reversão dessas medidas, que foi completado em dezembro do mesmo ano.

4.2 O ano de 2011

Focando-se a análise no ano de 2011, pode-se dizer que o seu início foi marcado pelo retorno de pressões inflacionárias, em especial nos setores de serviços e alimentos, que levaram a inflação medida pelo IPCA a níveis mais próximos do teto da meta. Nesse período, além de inaugurar um novo ciclo de aumento de juros a partir de janeiro de 2011, o Bacen adotou uma série de medidas macroprudenciais no mercado de crédito, com o escopo de equilibrar e

trazer a expansão do setor para níveis mais compatíveis com o equilíbrio de longo prazo.

Especificamente, para alcançar esse objetivo, o Comitê de Política Monetária (Copom), do Bacen, na reunião de 19 de janeiro de 2011, decidiu aumentar a taxa básica de juros de 10,75% para 11,25% ao ano. Segundo a ata dessa reunião, a decisão teve como base os riscos nos cenários de inflação futura e a manutenção do descompasso entre oferta e demanda. Esse mesmo cenário perdurou até a reunião seguinte, em 2 de março, quando a taxa básica de juros passou de 11,25% para 11,75% ao ano. Essa decisão já era esperada pelo mercado financeiro e provocou poucas alterações no mercado de juros.

Na ocasião, o Copom, ao mesmo tempo em que se mostrou ciente de que a inflação poderia permanecer acima do centro da meta em 2011, apostou que o retorno à trajetória descendente deveria acontecer a partir do quarto trimestre do mesmo ano, demonstrando confiança na reversão das expectativas vigentes no mercado.

Além disso, destacou que as medidas macroprudenciais no mercado de crédito ainda surtiriam algum efeito. De fato, na ocasião, os dados mais recentes relativos ao crédito já refletiam o impacto delas, em especial no que se referia ao aumento das taxas de juros e à média diária de concessões de crédito para alguns segmentos.

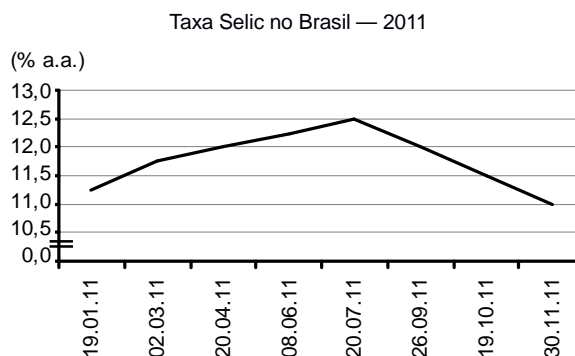
Para reforçar o objetivo de reduzir o crescimento do total do crédito na economia, o Bacen anunciou medidas complementares, como o aumento do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) para a entrada de capitais de curto prazo e de operações de financiamento de pessoa física superiores a 360 dias. No primeiro caso, a tentativa era reduzir a captação de linhas de crédito no exterior pelos bancos, cuja atratividade aumentou após a elevação do compulsório. No segundo caso, o objetivo era atingir mais diretamente a demanda de crédito pelos consumidores.

Acreditando na sua política monetária, o Copom, na reunião de 20 de abril, deixou claro que entendia que o conjunto de medidas adotadas a partir de 2010 surtiria o efeito desejado e traria a inflação de volta ao centro da meta em 2012. As evidências levantadas na oportunidade serviram de suporte à expectativa do Bacen, uma vez que o efeito das medidas macroprudenciais e do aumento de 125 pontos base da taxa de juros Selic ainda teriam seu impacto máximo nos próximos meses devido às defasagens de atuação na transmissão aos preços.

Nesse contexto, cabe, ainda, considerar que recentemente o Governo havia anunciado mudanças nas regras de regulação do mercado de etano e no cálculo do preço da gasolina e estudava medidas para incentivar a desindexação formal ou informal da economia. No caso dos combustíveis, o Governo também contava com a possibilidade de atuar sobre os preços finais através de alterações na alíquota da Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico (CIDE), caso fosse necessário. Medidas como essa, de caráter regulatório e tributário, foram adotadas nos últimos anos e tiveram o impacto de diminuir, significativamente, a variação dos preços administrados pelo Governo. Essas medidas, assim como as medidas macroprudenciais, retiraram o peso sobre o instrumento tradicional da política monetária, assumindo, assim, importante papel de auxiliar no combate à inflação.

Prosseguindo na sua estratégia de reduzir a demanda da economia, o Copom, na reunião de 20 de julho, realizou um novo aumento da taxa básica de juros, passando-a para 12,5% ao ano, sinalizando, pois, a possibilidade de que o ciclo de aperto monetário poderia ter chegado ao fim. Na ocasião, os potenciais efeitos deflacionários de uma crise externa já faziam parte do balanço de riscos da autoridade monetária (Gráfico 2).

Gráfico 2



FONTE: Bacen.

Entre meados de julho até o início de agosto, ao ter-se um cenário externo mais conturbado, somaram-se as dúvidas quanto à aprovação da elevação do teto da dívida norte-americana, que culminou no rebaixamento de sua dívida. Com isso, em 31 de agosto, o Bacen optou pela redução da taxa básica de juros em 50 pontos básicos para 12 % ao ano. No comunicado que se seguiu a essa decisão, assim como na ata posteriormente divulgada, o Bacen deixou claro que a deterioração do cenário externo e seu efeito moderador sobre a atividade econômica

doméstica foram os fatores mais relevantes dessa decisão.

Diante das considerações acima, o Copom, a partir da reunião de 19 de outubro, passou a preocupar-se com a possibilidade de que os riscos para a estabilidade financeira global se ampliassem e, desse modo, contribuíssem para a continuidade do processo de deterioração do cenário internacional, que, já naquela oportunidade, contemplava reduções generalizadas e de grande magnitude nas projeções de crescimento para os principais blocos econômicos. A autoridade monetária entendia que permaneciam elevadas as chances de que restrições a que estavam expostas diversas economias maduras se prolongassem por um período de tempo maior do que o antecipado. Expôs, ainda assim, que, nessas economias, parecia limitado o espaço para a utilização de política monetária e prevalecia um cenário de restrição fiscal. Além disso, em importantes economias emergentes, apesar da resiliência da demanda doméstica, o ritmo de atividade estava sendo moderado, em parte, como consequência de ações de política e do enfraquecimento da demanda externa, via canal do comércio exterior. Dessa forma, o Comitê avaliou que o cenário internacional manifestava viés desinflacionário no horizonte relevante.

Para o Copom, acumulavam-se evidências, apoiando a visão de que a transmissão dos desenvolvimentos externos para a economia brasileira se materializava por intermédio de diversos canais, entre outros, pela redução da corrente de comércio externo, pela moderação do fluxo de investimentos, pelas condições de crédito mais restritivas e pela piora no sentimento de consumidores e de empresários. O Comitê percebia que a complexidade que cercava o ambiente internacional contribuía para intensificar e acelerar o processo em curso de moderação da atividade doméstica, que já se manifestava, por exemplo, no recuo das projeções para o crescimento da economia brasileira em 2011 e no próximo ano. Em outras palavras, o processo de moderação em que se encontrava a economia — decorrência das ações de políticas implementadas desde o final de 2010 — tendia a ser potencializado pela fragilidade da economia global.

O Comitê ponderava, ainda, que, embora estivesse em curso uma moderação da expansão da demanda doméstica, as perspectivas para a atividade econômica eram favoráveis. Essa avaliação encontrava suporte em sinais que, apesar de indicarem arrefecimento, apontavam que a expansão

da oferta de crédito persistiria tanto para pessoas físicas quanto para pessoas jurídicas e, também, no fato de a confiança dos consumidores, a despeito de acomodação na margem, encontrar-se em níveis elevados. O Comitê entendia, adicionalmente, que a atividade doméstica continuaria a ser favorecida pelas transferências públicas, bem como pelo vigor do mercado de trabalho que se refletiria em taxas de desemprego historicamente baixas e em crescimento dos salários, apesar de certa acomodação na margem.

Para a autoridade monetária, era consenso que a atuação da política monetária através das variações na taxa básica de juros era mais ampla em função de abranger seus variados mecanismos de transmissão, como o nível da taxa de câmbio, o volume de crédito e a formação de expectativas sobre os níveis de preços. Ademais, seu impacto era mais uniforme sobre os diferentes setores da economia, evitando, dessa forma, a criação de distorções ou assimetrias. Isso não impedia, porém, que o Bacen considerasse em seus modelos os efeitos secundários do emprego dos demais instrumentos sobre a inflação, como é o caso das medidas prudenciais em curso. De fato, esses sempre estiveram à disposição da autoridade monetária e foram utilizados em diferentes momentos da economia, com objetivos diversos. O mais importante era que eles tinham a vantagem de não gerar alguns dos efeitos adversos derivados da elevação da taxa básica de juros, como os aumentos dos custos de financiamento e de oportunidade dos investimentos produtivos, da dívida pública e do carregamento das reservas cambiais.

Finalmente, na última ata do ano, fruto da reunião do Copom em 30 de novembro, o Comitê considerou que, desde a reunião anterior, os riscos para a estabilidade financeira global tinham se ampliado e, assim, haviam contribuído para a continuidade do processo de deterioração do cenário internacional, que, já naquela oportunidade, contemplava reduções generalizadas e de grande magnitude nas projeções de crescimento para os principais blocos econômicos. O Comitê compreendia que permaneciam elevadas as chances de que restrições às quais estavam expostas diversas economias maduras poderiam se prolongar por um período de tempo maior do que o antecipado. Observava, ainda, que, nessas economias emergentes, apesar da resiliência da demanda doméstica, o ritmo de atividade estava moderado, em parte, consequência de ações de política e do enfraquecimento da demanda externa, via canal do comércio exterior. Dessa forma, o Comitê acreditava

que o cenário internacional mostrava um viés desinflacionário no horizonte relevante.

Por fim, pode-se dizer que o Copom reconhecia um ambiente econômico em que prevalecia um nível de incerteza muito acima do usual, mas, entretanto, ponderava que o cenário prospectivo para a inflação, desde a reunião anterior, acumulava sinais favoráveis. Nessa conjuntura, dando seguimento ao processo de ajuste das condições monetárias, o Comitê decidiu, por unanimidade, reduzir a taxa Selic para 11% ao ano, sem viés.

5 Os reflexos da política monetária no crédito

O saldo total do crédito bancário, computadas as operações com recursos livres e direcionados, atingiu R\$ 1.984 bilhões em novembro de 2011, expandindo-se 18,2% em doze meses e contribuindo para que a relação empréstimos totais/PIB chegasse a 48,2% em 2011, ante 44,9% em novembro de 2010.

A análise direta dos dados indica que o mercado de crédito continua em expansão, embora alguns indicadores apontem para um crescimento mais moderado. Após a introdução das medidas macroprudenciais, foi possível constatar a redução no ritmo de concessões, a redução de prazos e o aumento das taxas de aplicação. Com efeito, a diminuição no ritmo de crescimento da economia e o recrudescimento da crise internacional influenciaram negativamente a demanda por crédito; por outro lado, a redução das taxas de juros contribuiu para seu crescimento. Até o momento, as duas primeiras forças têm predominado.

Tabela 1

Evolução do crédito no Brasil — ago.-nov./11

PARTICIPAÇÃO DO CRÉDITO	AGOSTO SETEM- OUTU- NOVEM-			
	AGOSTO	BRO	BRO	BRO
Total/PIB	46,6	47,4	47,5	48,2
Recursos livres/PIB	30,2	30,7	30,7	30,9
Recursos direcionados/PIB	16,4	16,8	16,8	17,2

FONTE: Bacen.

Os financiamentos bancários apresentaram crescimento mais acentuado nas operações referenciadas em recursos direcionados, com ênfase no dinamismo do crédito habitacional. No crédito livre às famílias, a greve bancária em outubro afetou,

sobretudo, as contratações de crédito pessoal e consignado, ao mesmo tempo em que contribuiu para a intensificação da demanda por crédito rotativo, enquanto que, no âmbito dos empréstimos a pessoas jurídicas, o arrefecimento da demanda por crédito acompanhou a moderação da atividade econômica.

O crédito ao setor privado totalizou R\$ 1.907 bilhões em novembro, aumentando 18,3% em relação a igual período de 2010. O crédito habitacional, consideradas as operações com recursos livres e direcionados, totalizou R\$ 195,3 bilhões, 4,7% do PIB, elevando-se para 46,2% em doze meses.

O crédito bancário ao setor público somou R\$ 77,8 bilhões em novembro, crescendo 16,0% em doze meses. Ressalte-se que, na esfera dos estados e municípios, destacaram-se os créditos do BNDES para obras de infraestrutura urbana.

O crédito direcionado totalizou R\$ 709 bilhões em novembro, aumentando 22,8% em doze meses, com ênfase na expansão de 44,0% nas operações de crédito habitacional. Só os financiamentos do BNDES, computadas as operações diretas e os repasses a instituições financeiras, atingiram R\$ 408,7 bilhões, elevando-se 15,7% em doze meses. O saldo das operações de crédito rural, impulsionado pela demanda para custeio e investimento agrícolas para a safra 2011/12, atingiu R\$ 102,7 bilhões, aumentando 21,2% em doze meses.

O saldo das operações com recursos livres totalizou R\$ 1.275 bilhões em novembro de 2011, ampliando-se 15,8% em doze meses e passando a representar 64,3% da carteira do sistema financeiro ante 64,9% em agosto do mesmo ano. Os empréstimos a pessoas físicas somaram R\$ 644 bilhões, aumentado 17,2% no mesmo período de doze meses, enquanto as operações contratadas no segmento de pessoas jurídicas somaram R\$ 631,4 bilhões em novembro, representando um aumento de 15,8%.

A Circular nº 3.563, do Bacen, de 11 de novembro de 2011, alterou os requerimentos de capital necessários à cobertura de exposições em operações de crédito às famílias. Nesse sentido, foi reduzida a ponderação de risco aplicada às contratações de crédito pessoal e aos financiamentos e arrendamentos mercantis de veículos com prazos entre 24 e 60 meses, sendo ampliada, no entanto, a necessidade de capital relativa a prazos superiores a 60 meses.

Quanto às concessões de crédito, uma análise da média diária mostrou que o impacto das medidas macroprudenciais começou a aparecer em abril e maio de 2011, com a desaceleração das concessões de

crédito a pessoa jurídica e, a partir de agosto do mesmo ano, fizeram-se sentir também nas operações com pessoas físicas. Em relação a essas últimas, o destaque fica por conta da queda nos financiamentos para aquisição de veículos, que, no período de agosto a novembro, apresentaram redução na comparação com os mesmos meses de 2010.

6 Considerações finais

No cenário atual da economia brasileira, os choques que podem afetá-la em 2012 vêm de fora, do Hemisfério Norte, que se tornou um verdadeiro saci-pererê, com uma única perna: a política monetária. Nos Estados Unidos, a briga política da eleição presidencial de 2012 inviabilizou qualquer acordo para uma política fiscal que, no curto prazo, ajudasse na recuperação da economia e que, no longo prazo, mostrasse a disposição de tornar a dívida pública sustentável. Na Europa do euro, a crise fiscal grega serviu de estopim para mostrar a necessidade de um novo pacto fiscal que sustente a moeda comum, não havendo muito espaço para políticas fiscais expansionistas em vários países daquela região.

O banco central americano (FED) tem injetado liquidez usando mecanismos não convencionais, que evitaram que a grande recessão se transformasse em uma depressão. A escassez de dólares na Europa levou-o, em 30/11/2011 — em conjunto com os bancos centrais da Europa, do Canadá, do Japão, da Suíça e da Inglaterra —, a rever e ampliar as linhas de permuta (*swap*), reduzindo o custo dessas linhas em 50 pontos básicos (0,5%), estendendo os prazos dessas linhas até 1º/2/2013 e estabelecendo linhas de permuta nas moedas dos outros bancos centrais (euro, dólar canadense, iene, franco suíço e libra).

O Banco Central Europeu, depois de um acordo entre os países para novas regras fiscais, decidiu aumentar a liquidez do sistema bancário, conduzindo duas operações de refinanciamento, com um prazo de 36 meses, podendo ser pagas depois de um ano, com uma taxa próxima à taxa do mercado interbancário (em torno de 1% ao ano). Em 21/12/2011, foi realizado o primeiro leilão, com 489 bilhões de euro de crédito para os bancos, um valor que surpreendeu a maioria dos analistas de mercado. O segundo leilão deverá ocorrer no primeiro trimestre de 2012.

A conclusão a que se chega é de que os bancos centrais dos Estados Unidos e da Europa estão atuando no sentido de irrigar suas economias com liquidez suficiente para que elas continuem no caminho

da recuperação. Portanto, é bastante provável que o choque externo para a economia brasileira vindo do Hemisfério Norte não seja tão adverso quanto parecia há algum tempo. O Brasil, em 2012, tem condições de crescer a uma taxa próxima da taxa de crescimento do produto potencial, e a inflação poderá aproximar-se, gradualmente, da sua meta, com o uso calibrado da política econômica, principalmente, da política monetária.

Referências

BANCO CENTRAL DO BRASIL — BACEN. Comitê de Política Monetária. **Ata das reuniões 156, 157, 158, 159, 160, 161, 162 e 163 do COPOM**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?COPOM>>. Acesso em: 10 dez. 2011.

BANCO CENTRAL DO BRASIL — BACEN. **Relatório de inflação**. Brasília: Bacen, dez. 2011. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 23 dez. 2011.

CARTA DE CONJUNTURA. Brasília: IPEA, out. 2011. Disponível em: <<http://www.ipea.gov.br>>. Acesso em: nov. 2011.

