

### SEÇÃO III – MOEDA E FINANÇAS PRIVADAS

#### A ineficácia da política monetária

*Maryse Farhi*<sup>1</sup>

O primeiro quadrimestre de 2005 foi caracterizado por uma rápida sucessão de fases de otimismo, em que todos os ativos brasileiros se valorizaram, e de elevada incerteza, com desvalorização dos ativos brasileiros, com a notável exceção da taxa de câmbio. Essa ciclotimia não foi exclusiva aos mercados financeiros brasileiros, sendo reflexo ampliado do elevado grau de incerteza e de volatilidade dos mercados financeiros internacionais.

Nesse conturbado pano de fundo, a política monetária extremamente apertada tornou-se o centro de uma acirrada polêmica que se estende desde a estrutura específica de formação de preços da economia brasileira, passando pelas feições específicas do regime de metas aqui adotado até análises que apontam sua ineficiência, atribuindo-a a inconsistências macroeconômicas, devidas à elevação do volume de crédito ou à política fiscal. Embora esse debate já existisse há muito tempo, ele se ampliou após a divulgação da ata do Copom de janeiro de 2005, em que a autoridade monetária levantava dúvidas sobre a eficácia da elevação da taxa básica de juros ao considerar “a hipótese de maior resistência do processo inflacionário à mudança de postura de política monetária implementada desde setembro”.

A presente seção examinará a polêmica em curso sobre os limites da política monetária e seus mecanismos de transmissão. Essa discussão envolve, de um lado, a caracterização da atual persistência da inflação em patamares

relativamente elevados como resultante de choques de oferta e de reajustes dos preços administrados; e de outro lado, o diagnóstico de inflação de demanda sustentado pelo Banco Central e os fatores que são apresentados como tendo limitado a eficácia da elevação da taxa de juros, acarretando uma elevação da demanda agregada e, por conseguinte, dos preços: aumento do volume de crédito e gastos fiscais. A considerável apreciação da taxa de câmbio decorrente da elevada taxa nominal e real dos juros básicos da economia será examinada nesse contexto.

#### 1 Eficácia da política monetária

Desde o meados da década de 1980, o controle dos agregados monetários que predominava como instrumento de política monetária foi substituído nesta função pelo manejo das taxas de juros, em função da elevada volatilidade introduzida em tais agregados pela evolução da finança contemporânea. A partir de então, a taxa de juros de curtíssimo prazo (denominada taxa básica da economia) passou a ser considerada como o principal instrumento de política monetária, tanto por Bancos Centrais que adotaram o regime de metas de inflação quanto pelos que não o utilizam. Esse seria um instrumento particularmente eficaz nos casos de uma inflação de demanda. As interpretações sobre os mecanismos de transmissão da política monetária divergem a partir deste ponto.

A análise teórica que se encontra na base do regime de metas de inflação considera que a moeda é neutra e que uma alta da taxa de juros incide sobre as expectativas dos agentes que, convencidos da firme intenção da autoridade monetária de limitar a inflação às metas desejadas, se absterão de aumentar preços. Dessa forma, o impacto da política monetária se restringiria às variáveis nominais (preços). Para esses, o custo de uma política monetária restritiva em termos de

---

<sup>1</sup> A presente seção contou com a participação ativa de Eliane Ribeiro, Gerência de Informações, e a colaboração das bolsistas do PIBIC-CNPQ: Ana Carolina Carvalho Silva e Augusta Rodrigues de Oliveira Zana

PIB é, no máximo, de curto prazo, podendo portanto ser negligenciado.<sup>2</sup>

Os que não compartilham dessa análise teórica consideram que “ainda não se conheceu uma redução da taxa de inflação a custo nulo”.<sup>3</sup> Uma política monetária de estabilização de preços acarreta uma alta da taxa de juros que, por sua vez, reduz a taxa de inflação ao provocar uma redução da demanda agregada seja pelo encarecimento do crédito – reduzindo o investimento<sup>4</sup> e o consumo e elevando a poupança – seja através da redução das expectativas de crescimento econômico e de nível de emprego que levam as empresas a reduzir a produção e o investimento e os consumidores a cortar gastos.

É importante sublinhar que embora a taxa de juros como instrumento privilegiado de política monetária seja considerada particularmente eficaz nos casos em que a alta dos preços é devida a pressões de demanda, ela também pode obter resultados nos casos em que essa alta dos preços decorre de choques de oferta. Mas, nessa situação, sua eficácia implica em custos muito elevados em termos de PIB, já que, para obter sucesso, a alta da taxa de juros deverá ser tão significativa a ponto de promover uma deflação dos demais preços dos bens e serviços, de forma que sua queda compense os efeitos dos choques de oferta nos índices de inflação.<sup>5</sup>

---

<sup>2</sup> Esses princípios teóricos denominados de “expectativas racionais” constituem a base da escola de pensamento conhecida como “novo-clássica”.

<sup>3</sup> Delfim Netto, A.: Custo do controle da inflação. *Valor Econômico*, 19/04/2005, p. A2.

<sup>4</sup> Numa das interpretações, a taxa de juros é considerada como um “custo de oportunidade” pelas empresas, isto é uma remuneração com baixo risco à qual têm de abdicar em prol da realização de um investimento que, por apresentar risco muito mais elevado e liquidez reduzida, deverá proporcionar um retorno muito mais elevado. Só nessas condições é que a decisão de investimento será tomada. Entretanto, para outras análises, uma elevação da taxa de juros pode aumentar as pressões inflacionárias já que constituiria um aumento dos custos das empresas.

<sup>5</sup> Arminio Fraga, Ilan Goldfajn e André Minella, Jun. 2003, num texto intitulado “Inflation Targeting in Emerging Market Economies”, disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>

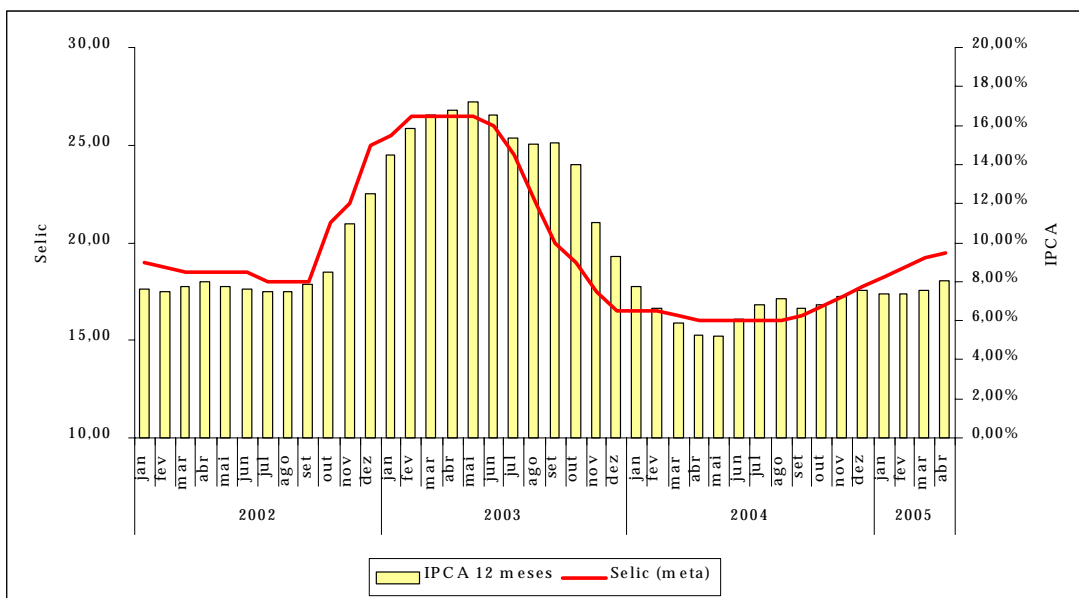
O conservadorismo extremado do Copom o levou, em janeiro e fevereiro de 2004, após apenas um trimestre de crescimento econômico, a começar a expressar sua inquietude diante da possibilidade de ocorrência de uma inflação de demanda. A partir de julho de 2004, as atas de suas reuniões passaram a ser mais incisivas em sua percepção que os índices de inflação estariam sofrendo pressões de alta advindas de uma elevação da demanda a um ritmo superior ao da oferta. Ou nas palavras da autoridade monetária, o “hiato de produto” estaria se reduzindo. Embora, em setembro de 2004, o Copom tenha ajustado o centro da meta de inflação a ser perseguida em 2005 de 4,5 para 5,1% para levar em conta uma inércia inflacionária maior que prevista, o processo de ajuste da taxa de juros básica iniciado nesta mesma reunião, que tem tido uma duração<sup>6</sup> e uma intensidade maiores do que seria previsível, continuou em grande parte a ser justificado pelos riscos de uma inflação de demanda e não levou em conta os diversos choques de oferta que continuaram se sucedendo. Como mostram, os Gráficos 1 e 2, o Índice de Preços ao Consumidor ampliado (IPCA) que vinha caindo até setembro de 2004, passou a se elevar novamente tanto no acumulado em 12 meses quanto nas variações mensais, coincidindo justamente com todo o período em que a autoridade monetária implementava o “processo” de elevação da taxa de juros. É este inusual paralelismo entre um aumento persistente da inflação e uma alta contínua dos juros que está na raiz da atual polêmica sobre a eficiência da política monetária.

---

afirmam que, por exemplo, “Simulações indicam que uma trajetória de inflação que alcançasse 6.5% em 2003, o teto da meta original de inflação, implicaria numa queda de 1.6% do PIB. Ademais, uma trajetória que atingisse o centro daquela meta acarretaria um declínio ainda maior do PIB (-7.3%).”

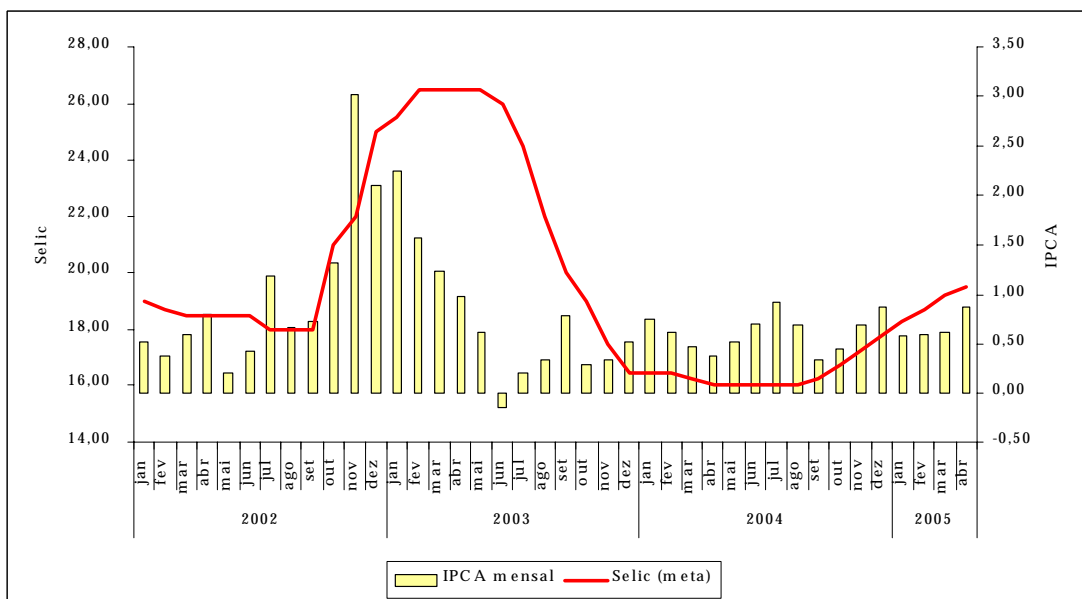
<sup>6</sup> Os oito aumentos seguidos da taxa Selic registrados até abril de 2005 constituem a sequência mais longa de aperto monetário desde a criação do Copom.

**Gráfico 1**  
- IPCA acumulado em 12 meses e taxa Selic



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

**Gráfico 2**  
IPCA mensal e taxa Selic



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Além da elevação da inflação constatada, verificou-se também um aumento nas expectativas de inflação dos analistas financeiros, conforme apurados pelo boletim Focus do Banco Central.<sup>7</sup>

Em setembro de 2004, quando a autoridade monetária começou a elevar a taxa de juros, a mediana dessas expectativas, no que se refere ao

<sup>7</sup> Conforme apontado em Política Econômica em Foco, no. 4, a pesquisa de opinião do Banco Central junto a analistas de bancos, que são os que têm mais a ganhar com taxas de juros

elevadas, para apurar as expectativas de inflação dos “agentes racionais”, introduz um viés altista nesse parâmetro considerado importante na operacionalidade do regime de metas de inflação.

ano calendário de 2005, vinha girando em torno de um IPCA de 5,5%. Após oito sucessivos aumentos da taxa Selic, de 16% ao ano para 19,50%, tais expectativas passaram para 6,39 % na pesquisa divulgada no dia 16/05/2005.

Os argumentos apresentados na polêmica sobre a falta de eficácia da política monetária são bastante distintos entre si. Entretanto, é possível agrupá-los em duas grandes categorias: aqueles que concordam com o diagnóstico da autoridade monetária que o atual episódio inflacionário é, essencialmente, decorrente de um aquecimento excessivo de demanda e apontam outros elementos que estariam contribuindo para sua elevação, como o aumento do crédito ou os gastos fiscais, e os que discordam dessa interpretação e creditam a renitência inflacionária aos choques exógenos de preços, à inércia inflacionária contida nos mecanismos de reajuste das tarifas das empresas privatizadas e ao fato que foram fixadas metas irrealistas, inatingíveis num reduzido horizonte de tempo.

## **2 Formação de preços, choques exógenos e inércia inflacionária**

A estrutura específica de formação de preços da economia brasileira amplia o impacto de choques exógenos de oferta, sejam eles derivados da desvalorização cambial, dos preços internacionais dos bens que compõem a pauta do comércio exterior do país ou de outros fatores, como foi o caso em 2004 com o impacto nos preços da nova forma de cálculo da Cofins. Essa estrutura da formação dos preços faz com que a desvalorização da taxa de câmbio e/ou os demais choques exógenos de oferta atinjam a maioria dos preços dos bens e serviços. Não são apenas os preços dos bens comercializáveis - que compõem a pauta do comércio exterior - que sofrem os impactos da taxa de câmbio, mas também os preços administrados (em sua maioria compostos

por serviços), em virtude dos contratos firmados na privatização das empresas de telefonia e das distribuidoras de energia elétrica, que determinam reajustes anuais das tarifas com base nos Índices Gerais de Preços (IGPs), que têm forte peso dos preços por atacado e são muito mais sensíveis a choques de oferta. A própria composição dos índices de preços por atacado (IPA), cuja composição nunca foi alterada desde sua criação e que tem predomínio das *commodities* e dos bens semi-manufaturados, acentua essa sensibilidade. Na maioria dos países, os impactos dos choques de oferta nos preços são temporários. Uma vez ultrapassados esses choques, os preços voltam a se ajustar para baixo. Nos casos de mudanças estruturais,<sup>8</sup> tais impactos são mais duradouros, mas permanecem localizados, não se disseminando para os demais preços. Essas características têm estado presentes nos recentes indicadores de inflação mais elevados nos mais diversos países.

Entretanto, no Brasil os choques exógenos de preços levam a índices de inflação mais elevados que alhures, mostrando a qual ponto nossa estrutura específica de formação de preços magnifica e retransmite seus impactos. Nessa estrutura, o aumento dos preços do aço, da soja, do café ou dos derivados de petróleo provoca uma elevação dos índices de preços por atacado, que representam a maior parcela dos índices gerais de preços. Esses, por sua vez, são utilizados para reajustar os preços e tarifas de todos os bens monitorados ou administrados por contrato, como telefonia ou eletricidade. Esses fatores de indexação à inflação passada, bem como outros menos formais como os reajustes anuais das mensalidades escolares, constituem uma pesada

---

<sup>8</sup> Existe um acirrado debate em curso sobre as características do atual processo de alta dos preços do petróleo, com alguns defendendo a hipótese que se trata de uma questão estrutural com a demanda ultrapassando a oferta por um período longo, enquanto outros acreditam que é um fenômeno passageiro, reflexo do elevado crescimento da demanda chinesa.

herança do período de altíssima inflação anterior ao Plano Real, reforçado pelos contratos firmados na privatização que contemplam reajuste de tarifas anuais indexados aos índices gerais de preços.

A sistemática de reajustes dos serviços administrados propaga os efeitos dos choques de oferta no tempo ao reajustar as tarifas do ano seguinte pelos índices gerais de preços dos últimos doze meses, o que atenua os efeitos benéficos para os preços da superação desses choques. Desta forma, estes contratos constituem o maior fator de transmissão e de potencialização dos choques exógenos para os índices de inflação, os preços relativos e para a política monetária. O Gráfico 3 mostra que os aumentos dos preços monitorados costumam situar-se acima das demais categorias de preços. Ele também mostra que, a partir do segundo trimestre de 2004, esses preços, imunes ou muito pouco sensíveis aos movimentos da taxa básica de juros, foram os principais responsáveis pela inflação constatada.

sofrem o impacto direto da taxa de câmbio ou dos demais choques de oferta. Alguns setores, principalmente produtores de *commodities* homogêneas, como soja ou polpa de papel, conseguem impor reajustes de preços internos equivalentes à variação da taxa de câmbio. Esses setores são indiferentes à taxa de juros já que podem reduzir a parcela destinada ao mercado interno ou até colocar toda sua produção no mercado externo. Outros setores produtores de bens comercializáveis só conseguem repassar parte dos choques aos preços internos, porque a diferença de qualidade de seus produtos ou o tamanho da demanda externa os obriga a vender parte de sua produção no mercado interno. Outros ainda tornaram-se menos sensíveis à política monetária, porque a queda da demanda interna ou um excesso de capacidade instalada (caso do setor automobilístico) os levou a buscar o mercado externo para escoar a produção.

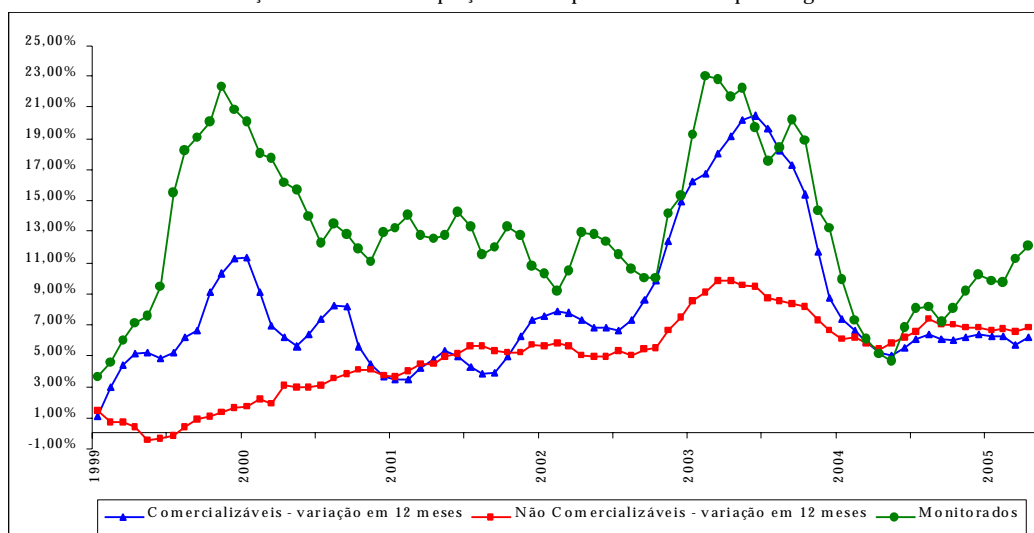
Entretanto, é necessário apontar que a taxa de juros básica da economia brasileira, um recorde mundial tanto em

termos nominais quanto reais, engendrou forte valorização da taxa de câmbio do real que atenuou o impacto da elevação dos preços internacionais nos preços internos dos bens comercializáveis.

Como veremos adiante, após o fim do acordo com o Fundo Monetário Internacional, em meados de março

de 2005, o BC tem deixado rédea livre a esse movimento de apreciação cambial, embora ele

**Gráfico 3**  
Variação em 12 meses dos preços dos componentes do IPCA por categoria



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Conforme já apontado em *Política Econômica em Foco*, n. 4, os preços dos bens comercializáveis

afete as decisões de investimentos para exportação e possa ter impacto na balança comercial, buscando criar uma âncora cambial para os preços.

A participação agregada dos bens comercializáveis e dos que têm preços administrados representa quase 69% do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), que foi adotado como referência para a fixação e apuração das metas de inflação. Numa conjuntura em que o comércio internacional continua a se expandir, embora a um ritmo inferior do que em 2004, isso equivale a dizer que existe uma parcela de 69% do IPCA para a qual os movimentos da taxa básica de juros têm pouco ou nenhum impacto.

Entre o conjunto de analistas que discordam do diagnóstico que o recente episódio de elevação dos preços seria uma inflação de demanda e que a aparente ineficácia da política monetária seria decorrente de fatores macroeconômicos expansionistas como o aumento do crédito ou dos gastos públicos, a análise acima é consensual. As diferenças entre eles consistem essencialmente na ênfase colocada nas medidas a serem tomadas para tornar a política monetária mais flexível e, sobretudo, mais adaptada à realidade brasileira. Entretanto, antes de discutir a política monetária, é necessário avançar no diagnóstico do caráter do processo inflacionário feito pelo Banco Central a partir de setembro de 2004, para confirmar o impacto de tais choques exógenos nos preços internos.

O aperto monetário, iniciado no mês de setembro decorreu, conforme as atas do Copom, da deterioração das expectativas de inflação, do hiato decrescente de produto e do risco de transmissão da alta dos preços industriais no atacado sobre os preços no varejo. A ata dessa reunião apontava “o risco em elevação de que a inflação continue se afastando da trajetória das metas.. em um ambiente capaz de acomodar

recomposições de margem de lucro, inclusive as requeridas por reajustes salariais que tendam a elevar o rendimento real médio entre dissídios.” A visão de uma “tendência inequívoca de fechamento do hiato do produto” levou o Copom, em outubro de 2004, a afirmar que “embora algum arrefecimento espontâneo (do ritmo de expansão da economia) possa estar a caminho, os dados disponíveis não sugerem que seja intenso o bastante para preservar a compatibilidade entre a trajetória de metas de inflação e a velocidade de preenchimento da capacidade ociosa da economia” e que “compatibilizando o ritmo de preenchimento do hiato do produto com a trajetória de metas para a inflação, esse ajuste evitará os danos graves ao ciclo de crescimento que ocorreriam caso medidas mais drásticas viessem a ser necessárias para desinflacionar a economia.”

Foi só na ata de abril de 2005 que o Copom; embora continuasse a elevar a taxa básica de juros citando outros motivos como “a persistência de focos localizados de pressão na inflação corrente e a deterioração no cenário externo, com os preços do petróleo em níveis elevados e a possibilidade de permanência de condições voláteis nos mercados internacionais de capitais; deixou de lado a explicação baseada no diagnóstico de inflação de demanda ao reconhecer que “a atividade econômica continua em expansão, mas a um ritmo menor e mais condizente com as condições de oferta, de modo a não resultar em pressões significativas sobre a inflação.”

Apesar de sua prolongada insistência no diagnóstico de uma inflação de demanda, o Banco Central do Brasil não desconhece a existência de choques exógenos e o impacto que têm nos índices de inflação. O choque externo decorrente da desvalorização do real em 2002 levou à definição, em dezembro de 2002 de nova meta de inflação “ajustada”, em função de seu impacto nos preços. Já em setembro de 2004, não ocorreu essa definição de meta ajustada, mas apenas uma

mudança na meta de inflação a ser perseguida pelo BC, devido a fatores inerciais mais importantes que seriam transmitidos à inflação de 2005.

Entretanto, a autoridade monetária demonstra grande dificuldade em admitir a ocorrência de tais choques que são raramente mencionados nas atas do Copom. Possivelmente isso ocorra porque os membros do Copom acreditem que uma admissão desse tipo reduziria a “credibilidade” do Banco Central, peça considerada chave para o sucesso do regime de metas de inflação. Ora, choques exógenos são quase que por definição imprevisíveis e reconhecer sua existência só abalaria a convicção dos raros que acreditam na sua onisciência.

Após ter evitado, ao longo do ano de 2004, se referir explicitamente aos choques exógenos como fatores determinantes de elevação dos preços, o Banco Central terminou por reconhecer sua importância no trimestral Relatório de Inflação, divulgado em março de 2005.<sup>9</sup> Nele se lê, notadamente, que: “A influência dos choques do petróleo e dos preços das *commodities* metálicas em 2004 pode ser evidenciada pela exclusão desses grupos da variação dos preços livres no IPCA. Excluídos os dois grupos do cômputo da inflação dos preços livres, esta teria sido de 5,9% no ano, variação significativamente menor que a efetivamente registrada de 6,6%”. Se fosse levar o raciocínio para o terreno da discussão do formato do regime de metas de inflação adotado no Brasil, a autoridade monetária estaria reconhecendo os fundamentos das sugestões de que a política monetária deveria empregar um núcleo de inflação que isolasse os choques exógenos como índice relevante para a determinação da política monetária e para a aferição do cumprimento das metas.

Em termos da política monetária, nas raríssimas vezes em que o BC reconhece a existência de choques de oferta, mesmo as metas “ajustadas” têm se revelado muito ambiciosas.

Metas de inflação muito apertadas condicionam uma política monetária excessivamente rígida e não abrem nenhum espaço para o realinhamento dos preços relativos tão afetados pela sucessão de choques e pelos impactos da política monetária praticada. Tal foi o caso em 2003 e tal está, sobretudo, sendo o caso com a meta de 2005.

Em decorrência, o BC insiste em lidar com os choques exógenos utilizando a taxa de juros para evitar que eles causem “efeitos secundários” nos preços ao consumidor. Dito de outra maneira, a autoridade monetária reconhece que, por exemplo, um aumento do preço internacional do aço se refletirá no aço negociado no mercado interno, mas pretende evitar que tal aumento se transmita aos preços dos bens que utilizam aço como matéria-prima. Isso só poderá ser obtido se a política monetária induzir tamanha queda da demanda interna que os fabricantes desses bens sejam levados a manter os preços estáveis, absorvendo a alta dessa matéria-prima em suas margens de lucro.

## 2.1 Inflação e choques de oferta

A evolução dos preços no Brasil, a partir de janeiro de 1999, tem sofrido seguidos choques exógenos. Alguns desses choques, a começar pelos episódios de ataques especulativos contra o real, foram negativos para a economia como um todo. Mas outros, como a elevação dos preços internacionais das *commodities* exportadas pelo Brasil, são positivos para a economia. Outros choques, ainda, são resultado direto da falta de coordenação da política econômica, como foi o caso das mudanças na cobrança da Cofins, que teve importante papel na elevação dos preços, sobretudo de bens industriais, registrada em 2004.

No ano de 2004, diversos desses choques exógenos convergiram e contribuíram para elevar a taxa de inflação: alta dos preços das *commodities* nos mercados internacionais - embora tenha se iniciado em 2002, essa alta teve forte aceleração em 2004 -; acentuação da volatilidade da taxa de câmbio que passou por sucessivos movimentos de

<sup>9</sup> Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>.

valorização e desvalorização; mudanças na cobrança e elevação da alíquota da Cofins; impacto nos preços do leite do caso Parmalat; aumento dos preços do petróleo; fatores climáticos que determinaram a elevação dos preços dos produtos horti-frutigranjeiros; decisão judicial de voltar a aplicar o índice contratual (IGP-DI) no cálculo do reajuste do setor de telefonia. Esse conjunto de choques exógenos se traduziram diretamente por um aumento do IPCA para 7,6% acumulados no ano, próximo ao teto da margem de tolerância de 8% da meta de inflação prevista.

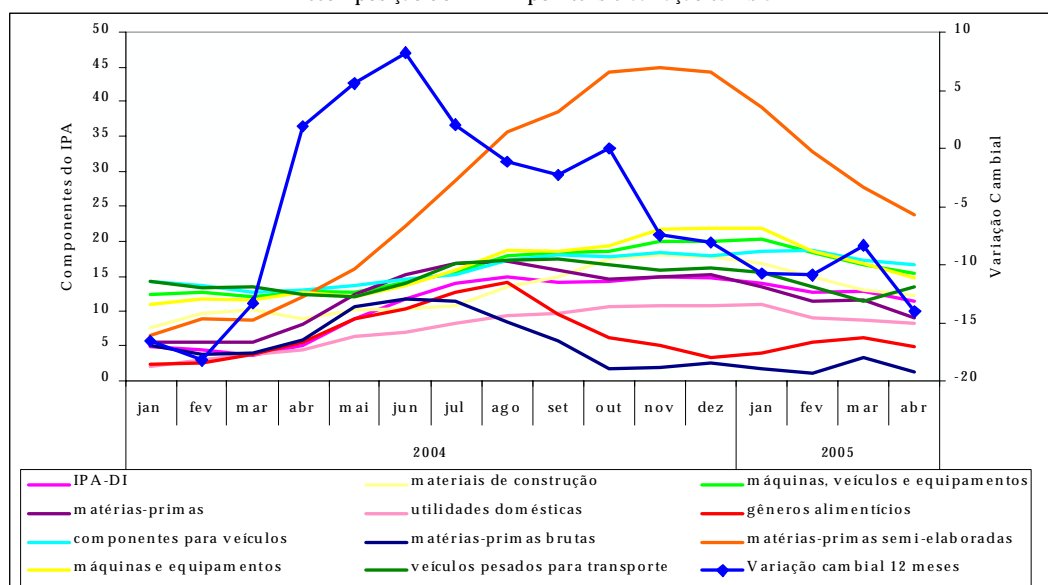
O mesmo diagnóstico se impõe no que concerne a inflação de 2005. Os choques exógenos do período levaram o IPCA acumulado nos primeiros quatro meses do ano a atingir uma alta de 2,68 por cento, pouco mais da metade da meta de 5,1 por cento perseguida pelo BC para todo o ano de 2005. Nos últimos 12 meses, a elevação foi de 8,07 por cento. Os novos choques exógenos foram decorrentes da elevação dos preços internacionais dos grãos, dos metais e do petróleo<sup>10</sup> (ver SEÇÃO II) que também se refletiu nas taxas de inflação internacionais. Outros advieram de fatores climáticos como a forte estiagem na região sul do país. Outros ainda atingiram os preços monitorados como os aumentos das tarifas dos ônibus urbanos nas novas administrações municipais ou as tarifas de energia elétrica que têm tido aumentos

acima do esperado autorizados pela Agência Nacional de Energia Elétrica (Aneel).

Além desses choques, deve ser apontado que em setembro de 2004, a autoridade monetária estimava, “baseada no modelo de determinação endógena de preços administrados”, uma elevação de 6% para os itens administrados por contrato e monitorados. Na ata de abril de 2005, ela passou a projetar um aumento de 7,2%, em 2005, para esses itens. Como eles representam quase 30% do IPCA, essa mudança de 20% nas projeções implica, por si só, um aumento de 0,64% no índice de inflação utilizado como parâmetro para a determinação da política monetária.

Choques de oferta costumam ter impactos mais significativos nos índices de preços por atacado. O Gráfico 4 mostra a evolução do Índice de Preços por Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI) e sua decomposição por itens, a partir de janeiro de 2004.

**Gráfico 4**  
Decomposição do IPA-DI por itens e variação cambial



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

<sup>10</sup> Embora a alta dos preços do petróleo nesse início do ano de 2005 não tenha sido repassada para os combustíveis, ela tem se refletido nos preços dos insumos da indústria petroquímica.



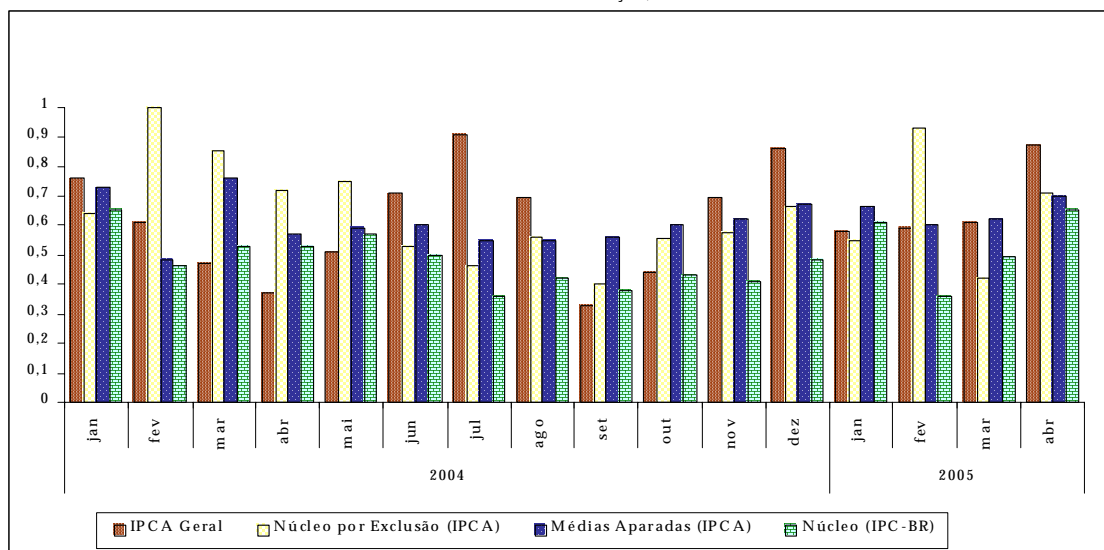
Nota-se nesse gráfico que os componentes que tiveram maiores reajustes de preços foram as matérias primas semi-elaboradas (essencialmente, produtos siderúrgicos e petroquímicos). Fica, igualmente, evidente o elevado peso que têm as *commodities* (gêneros alimentícios, matérias primas brutas, matérias primas e matérias primas semi-elaboradas) na formação desse índice, exacerbando sua sensibilidade aos choques de oferta.

Se essa série de choques de oferta perdurasse, ela tenderia a levar a inflação do ano a atingir ou, caso outros viessem a ocorrer, a ultrapassar o teto de 7% da meta de inflação. No entanto, a partir de abril de 2005, os preços de boa parte das *commodities* internacionais vêm registrando queda em decorrência de projeções (ou de temores) de uma desaceleração mais acentuada de sua demanda. Ademais, a valorização da taxa de câmbio do real está começando a provocar reduções nos preços por atacado. Esses dois fatores explicam a acentuada redução do IPA-DI de abril e a deflação registrada na primeira prévia do IGP-M de maio. Sua continuidade poderá reduzir o ritmo de alta dos preços. Mas, como veremos adiante, a redução do

ritmo de alta dos preços pode não levar à queda da taxa básica de juros devido ao reaparecimento da “armadilha cambial” que caracterizou o período em que a âncora cambial, num regime de bandas explícitas de flutuação, foi o principal instrumento de estabilização dos preços.

Os choques exógenos também se evidenciam na análise dos núcleos de inflação. Quando estes núcleos obtidos por exclusão ou pela metodologia de médias aparadas, situam-se de forma sistemática abaixo do índice total, eles exibem um padrão de choque em que a retirada do cálculo dos itens cujos preços refletem um choque de oferta deixa um resíduo menor. O Gráfico 5 apresenta a evolução mensal do IPCA “cheio” e dos núcleos de inflação. A alta do índice cheio em fevereiro de 2004 e fevereiro de 2005 acima dos núcleos é sazonal, refletindo a elevação das mensalidades escolares. Já em abril, os preços administrados e monitorados contribuíram com quase metade do índice cheio, 0,44 ponto percentual - por conta de novos reajustes de ônibus, remédios, energia, gasolina, álcool, GLP, água e esgoto, telefone fixo, celular, plano de saúde e táxi - o que levou os núcleos a voltarem a situar-se abaixo do índice cheio.

**Gráfico 5**  
IPCA e núcleos de inflação, mensal



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Por sua vez, o Gráfico 6 representa a evolução acumulada em 12 meses do IPCA cheio e dos núcleos. Dos três tipos de núcleos apresentados: por exclusão, por médias aparadas e o denominado IPC-Br, calculado pela Fundação Getúlio Vargas, é o último que oferece os resultados mais satisfatórios no sentido de minimizar o efeito dos choques exógenos. Sua metodologia é a de médias aparadas. Para cada mês, recalcula-se a inflação após retirar as maiores e menores variações de preços dos componentes do índice (percentis abaixo de 20 e acima de 80). Os preços dos bens que costumam aumentar uma vez por ano têm esse aumento redistribuído em 12 meses, o que evita retirá-los sistematicamente do núcleo (incluem-se as mensalidades escolares, além de parte dos monitorados constituída de tarifas). Ficam entretanto excluídos dessa redistribuição alguns importantes itens como combustíveis que podem ter vários reajustes no ano.

### 3 Inflação de demanda e ineficiência da taxa de juros

O diagnóstico de “inflação de demanda” do Banco Central tem adeptos que creditam a baixa eficácia da política monetária em reduzir a

inflação a fatores macroeconômicos que, acreditam, estariam elevando a demanda agregada da economia, neutralizando ou reduzindo fortemente os efeitos dos juros elevados. Os fatores apontados são essencialmente o volume de crédito na economia brasileira e os gastos públicos. Esses dois fatores, de forma isolada ou combinada conforme as interpretações, estariam tendo efeitos expansionistas na economia, contrariando os objetivos da política monetária contracionista.

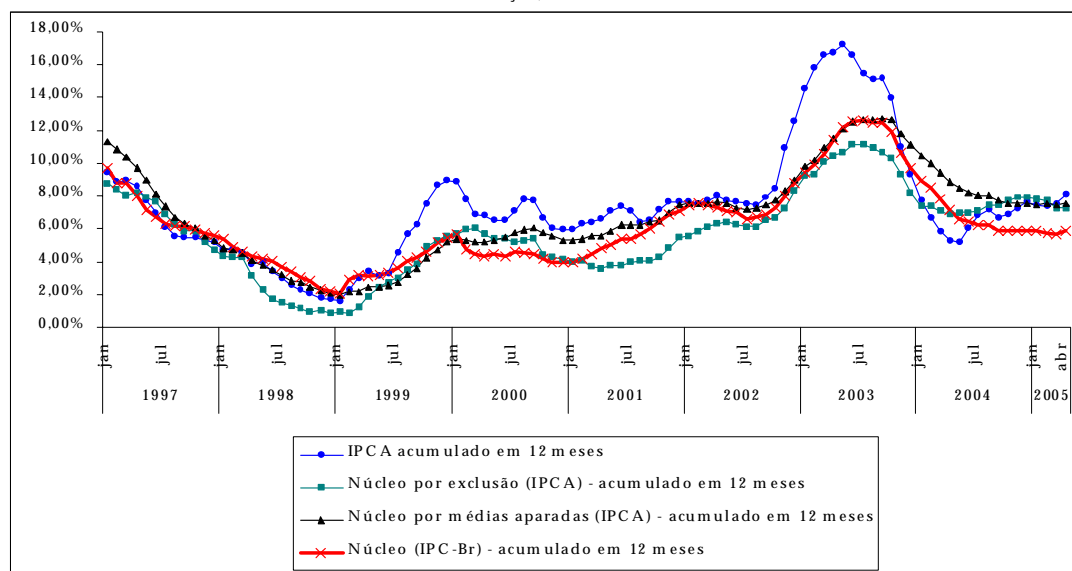
Os recentes indicadores apontando para uma nítida desaceleração da atividade econômica em função, principalmente, dos juros elevados têm retirado boa parte do peso desses argumentos ao demonstrar que o temor de um aumento da demanda agregada - ultrapassando a oferta agregada e resultando em preços mais elevados - é totalmente infundado. Entretanto, como eles continuam a ser apresentados de público como fatores responsáveis pela ineficácia da política monetária, é importante examinar seu conteúdo.

#### 3.1 O aumento do volume de crédito

O crédito permite que os agentes antecipem renda futura para realizar gastos de consumo

e/ou de investimento no presente. Ele é considerado um dos importantes mecanismos de transmissão da política monetária, através do qual a elevação da taxa básica de juros repercutiria no custo dos empréstimos bancários, reduzindo o

**Gráfico 6**  
IPCA e núcleos de inflação, acumulados em doze meses



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

volume demandado.<sup>11</sup>

No Brasil, os que defendem o impacto do crédito no aumento da demanda agregada e na inflação apontam a elevação de seu volume em 2004 e no início de 2005 para justificar seu argumento. Muitos atribuem ao aumento de crédito a responsabilidade pela baixa eficácia da política monetária. Essas análises não têm recebido o aval da autoridade monetária que tem afirmado que uma elevação do volume de crédito reforçará, a médio prazo, os canais de transmissão da política monetária. Apesar disso, tem deixado de tomar medidas para incentivar esse aumento, como a redução do nível do compulsório dos bancos.

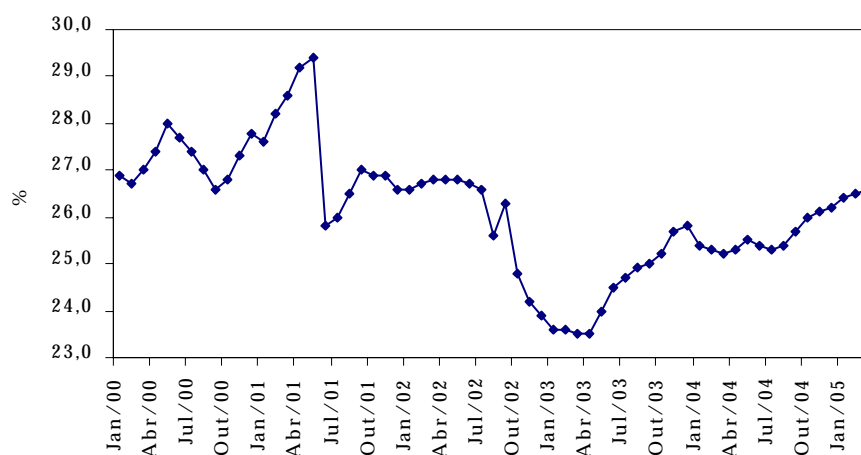
Os dados do Banco Central mostram que houve efetivamente um aumento do volume de crédito na economia brasileira, mas que tal crescimento se deu sobre uma base muito deprimida. A relação do crédito sobre o PIB é muito reduzida no Brasil, se comparada a países desenvolvidos (G-7), onde ela ultrapassa 120%. Nos países emergentes do Sudeste Asiático com taxa de crescimento mais elevada, essa razão é superior a 100% (Coreia do Sul, Malásia). A relação crédito/PIB no Brasil sofreu uma queda constante entre 1994, logo após o Plano Real, quando os empréstimos ao setor privado correspondiam a cerca de 35% do PIB, e abril de 2003 com uma relação de 23,5% do PIB, para chegar em dezembro de 2003 a 25,3%. Em

dezembro de 2004, essa relação equivalia a 26,2% do PIB.

Estatísticas do Banco Central indicam que nos três primeiros meses de 2005 (últimos dados disponíveis) as operações de crédito do sistema financeiro com um volume total de R\$ 506 bilhões em março, (alta de 1,6% no mês e de 24,85% em doze meses) alcançaram 26,7% do PIB, voltando aos patamares registrados em maio de 2002 (Gráfico 7).

**Gráfico 7**

Operações de crédito do sistema financeiro – total/PIB



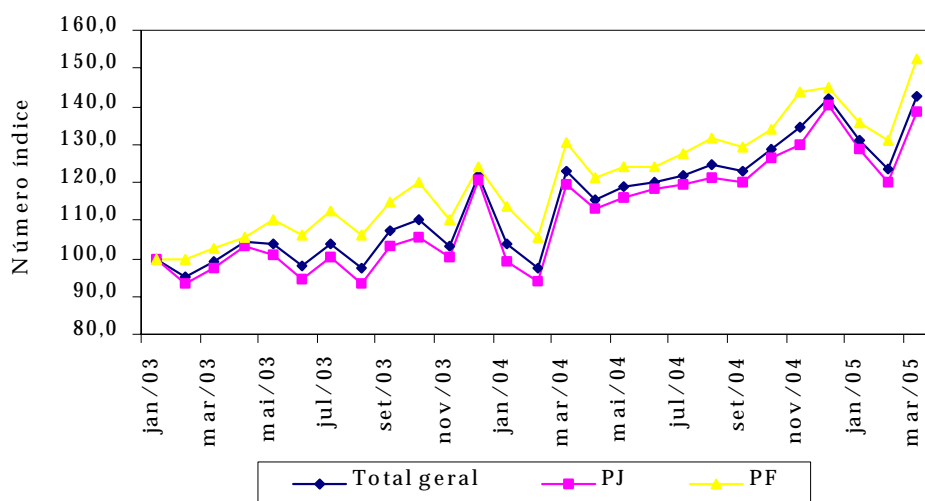
Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Para dirimir a hipótese que o aumento dos saldos dos créditos concedidos decorre apenas do efeito das elevadas taxas de juros cobradas pelo sistema financeiro sobre seu estoque, ele deve ser confrontado com as estatísticas das novas concessões de crédito. De dezembro de 2003 a dezembro de 2004, as concessões totais tiveram uma elevação de 16,67%, enquanto que de março de 2004 a março de 2005 a alta foi de 16,16%. Apesar de inferiores aos da evolução dos saldos de crédito, estes números indicam que houve uma elevação do volume de crédito, embora as últimas estatísticas apontem um certo arrefecimento que comentaremos adiante.

<sup>11</sup> Vários estudos têm levantado dúvidas sobre a relevância da transmissão da política monetária por este canal. Ver por exemplo Bernanke, B. e Gertler, M. Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission. *Journal of Economic Perspectives*, 9, Oct. 1995.

O Gráfico 8 mostra a evolução das novas concessões de crédito totais, para pessoas jurídicas e para pessoas físicas. Em função desses números, acreditamos que o aumento do volume de crédito em 2004 e no início de 2005 é mais importante por ter quebrado uma tendência de queda que durou nove anos do que por constituir, como querem alguns, uma mudança estrutural no País.

**Gráfico 8**  
Concessões de novos créditos (Janeiro de 2003 = 100)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

A tendência de queda do volume de crédito iniciou-se após um breve período de crescimento na implantação do Plano Real. Após a adoção do regime de câmbio flutuante, em janeiro de 1999, a instabilidade macroeconômica teve influência direta sobre o volume de crédito. Os ataques especulativos que levaram a fortes desvalorizações do real em 2001 e 2002 provocaram acentuadas quedas do volume de crédito. A maior estabilidade das expectativas e a valorização da taxa de câmbio permitiu que a recuperação do volume de crédito tivesse início a partir de maio de 2003. Essa recuperação

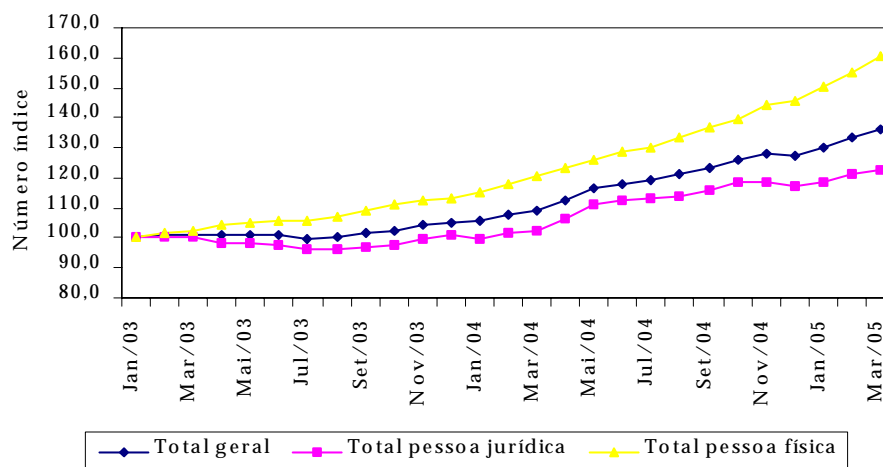
atingiu 1,7% do PIB até o final daquele ano, quase o dobro da registrada em 2004 de 0,90% do PIB.

O longo período de declínio do crédito atingiu mais diretamente o crédito às empresas, que sofreu quedas mais acentuadas que o crédito às pessoas físicas cuja rentabilidade sempre foi muito maior. Como mostra o Gráfico 9, a recente recuperação no volume de crédito manteve o

mesmo padrão, com os empréstimos às pessoas físicas se elevando mais do que os destinados às pessoas jurídicas.

O nível extremamente elevado da taxa básica de juros imposto pela autoridade monetária desde a implantação do Plano Real acrescido dos altíssimos *spreads* impostos pelos bancos – que privilegiaram as atividades de tesouraria em detrimento do crédito em função da instabilidade e volatilidade financeiras – limitaram a demanda por crédito das empresas cujas margens de lucros são inferiores aos dos custos dos empréstimos.

**Gráfico 9**  
Saldo consolidado no mês das operações de crédito com recursos livres - Número índice (Base: jan./03)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Essa demanda foi ainda mais comprimida pelo inexpressivo desempenho econômico e pelos baixos níveis de demanda. Foram as expectativas de crescimento econômico que levaram as empresas a voltar a buscar crédito.

Em 12 meses (março 2004 a março 2005) o crédito bancário para as pessoas jurídicas teve um crescimento nos saldos de 19,2%. Mas esse crescimento foi bastante dispare entre as linhas disponíveis para as empresas. Enquanto algumas cresciam de forma acelerada, como desconto de duplicatas e o crédito para aquisição de bens, outras mantinham um valor nominal estável ou até decresciam como *hot money* e desconto de notas promissórias. No que concerne as concessões de crédito para as pessoas jurídicas, a Tabela 1 mostra a evolução trimestral de algumas linhas selecionadas e do total dessas concessões. Nota-se que o crescimento das concessões atingiu seu auge no quarto trimestre de 2004 e começou a ceder no primeiro trimestre de 2005.

operações registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Desse total, R\$ 15 bilhões correspondiam a operações de captação via debêntures e o restante em emissões de ações e constituição de fundos de recebíveis.

Os negócios com debêntures tiveram forte crescimento neste início do ano de 2005, alcançando um recorde entre registros e pedidos de emissão de debêntures. De janeiro até os primeiros dias de abril, as operações com debêntures já superaram a marca de R\$ 15 bilhões. Esse número pode ser comparado com o concessão de crédito bancário para aquisição de bens pelas pessoas jurídicas que compartilha com as debêntures prazos relativamente longos e que somou, de janeiro a março de 2005, o valor de R\$6,58 bilhões, apesar de um crescimento nos saldos consolidados de 72,6% de março de 2004 a março de 2005.

**Tabela 1**  
Concessões consolidadas das operações de crédito com recursos livres - PJ (R\$ milhões)

	Hbt money	Desconto de duplicatas	Desconto de notas promissórias	Capital de giro	Conta garantida	Financiamento Imobiliário PJ	Aquisição de bens PJ	Vendor	Outras operações PJ	Total PJ	Taxa média oper. crédito PJ (%a.a.)
1º tri. 2004	2.530,4	15.460,6	498,1	19.830,5	50.309,7	44,1	4.001,2	10.813,2	31.465,3	160.641,2	30,25
2º tri. 2004	2.599,5	17.587,7	443,7	20.951,6	54.089,0	52,1	4.715,3	11.760,7	34.226,6	178.853,5	29,86
3º tri. 2004	2.363,7	19.680,5	500,4	22.074,5	57.788,6	26,3	5.354,0	13.195,9	38.006,3	185.500,0	29,62
4º tri. 2004	2.131,4	21.493,0	504,2	26.342,6	60.180,6	37,9	6.016,6	14.493,7	46.113,7	204.247,9	30,98
1º tri. 2005	1.978,5	19.360,6	435,0	23.381,4	58.323,3	45,9	6.487,1	12.636,5	47.264,9	199.135,2	32,49
jan/05	688,0	6.294,5	153,4	7.312,9	19.759,9	8,4	2.090,0	4.413,8	16.133,2	66.188,8	32,17
fev/05	661,0	5.934,2	127,8	7.307,6	18.154,6	8,8	1.957,2	3.847,1	14.590,8	61.760,7	32,44
mar/05	629,5	7.131,9	153,8	8.761,0	20.408,8	28,8	2.439,8	4.375,6	16.540,8	71.185,7	32,87

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Mas, no que concerne as pessoas jurídicas, é necessário assinalar que ao volume de crédito concedido pelo sistema bancário, soma-se o volume negociado no mercado de capitais. Em 2004, de forma ainda incipiente, o mercado de capitais brasileiro começou a prover *funding* para as empresas, alcançando o valor de R\$ 26,3 bilhões em termos efetivos e de R\$ 31,27 bilhões de

As debêntures lançadas oferecem remuneração flutuante que varia entre 100 e 112% do Certificado de Depósito Interfinanceiro (CDI, atualmente entre 19,5 e 22% ao ano) diante de uma taxa média cobrada pelos bancos de 40%. Mas, cabe destacar que apenas as empresas consideradas de 1ª linha tiveram acesso ao mercado de debêntures para obter crédito e que

tais empresas obtêm taxas de juros menores nos bancos, embora ainda superiores às do incipiente mercado de capitais.

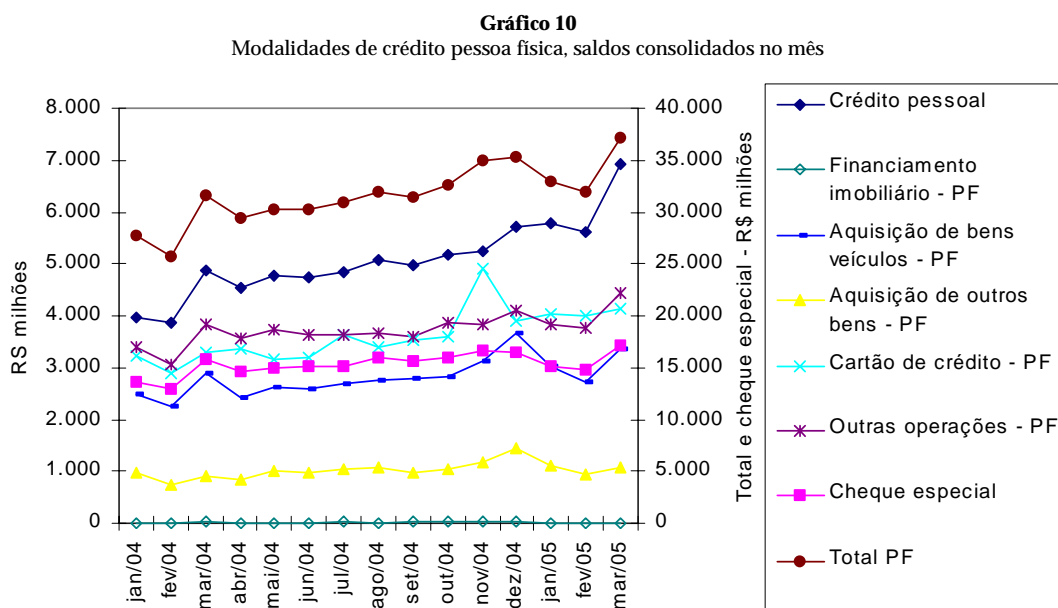
O sucesso dos lançamentos de debêntures decorre da elevação do custo de captação no exterior em decorrência da incerteza que tem dominado os mercados e da demanda elevada por parte de fundos de renda fixa que precisam manter títulos de longo prazo em suas carteiras para se beneficiar de uma menor alíquota de imposto de renda, de acordo com a nova legislação implantada no início do ano de 2005.

Além das debêntures, a oferta de fundos de direitos creditórios (FIDCs, os fundos de recebíveis) também é crescente. Em março, o patrimônio líquido desses fundos, segundo dados da Associação Nacional dos Bancos de Investimento (Anbid) somava R\$ 4,7 bilhões, dos quais R\$ 1,8 bilhão captado nos últimos 12 meses.

No mesmo período, o saldo de operações de crédito para pessoas físicas subia 33,1%. Nessa categoria de crédito, em 12 meses, as maiores altas foram na linha de crédito pessoal que cresceu 49 %, seguindo-se a linha cartão de crédito com um crescimento de 34,4% e a linha de crédito para aquisição de bens diversos com crescimento de 25,6%. A linha de cheque especial teve um crescimento nominal de 8,2%, enquanto o destaque negativo ficou com o financiamento imobiliário que, em fevereiro, registrava uma redução de 21,8% no volume emprestado.<sup>12</sup> O Gráfico 10 detalha a evolução, a partir de janeiro de 2004, dos saldos dessas linhas de crédito para as pessoas físicas.

No que diz respeito às concessões de novos créditos para as pessoas físicas, nota-se que, da mesma forma que para as pessoas jurídicas, elas atingiram seu ápice no último trimestre de 2004 e, desde então, vêm se reduzindo. As quedas mais

acentuadas ocorreram precisamente nas linhas de crédito destinadas à aquisição de veículos e de outros tipos de bens.



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

<sup>12</sup> Para 2005, entretanto, é esperado um aumento de 30% no crédito imobiliário em função de mudanças nas normas do Conselho Monetário Nacional para a aplicação dos recursos da caderneta de poupança.

**Tabela 2**  
Concessões consolidadas das operações de crédito com recursos livres - PF (R\$ mil)

	Cheque especial	Crédito pessoal	Financiamento imobiliário PF	Aquisição de bens veículos PF	A aquisição de outros bens PF	Cartão de crédito PF	Outras operações PF	Total PF
1º tri. 2004	42.332,5	12.729,1	41,0	7.631,6	2.644,9	9.383,3	10.298,5	85.060,8
2º tri. 2004	44.712,5	14.080,1	40,5	7.608,9	2.832,1	9.686,0	10.900,7	89.860,8
3º tri. 2004	46.769,6	14.884,0	51,0	8.235,1	3.097,4	10.518,4	10.896,7	94.452,2
4º tri. 2004	48.989,3	16.134,5	72,4	9.633,1	3.684,6	12.403,9	11.822,7	102.740,4
1º tri. 2005	47.130,9	18.335,9	45,1	9.101,2	3.095,2	12.168,0	12.021,5	101.897,8
jan/05	15.170,7	5.792,0	14,7	3.022,9	1.092,6	4.043,7	3.825,7	32.962,5
fev/05	14.841,8	5.612,3	15,0	2.723,7	932,4	3.996,8	3.753,5	31.875,5
mar/05	17.118,4	6.931,5	15,4	3.354,5	1.070,2	4.127,6	4.442,3	37.059,8

Fonte: Bacen. Elaboração própria.

Algumas dessas linhas de crédito para as pessoas físicas merecem análise mais detalhada, essencialmente porque são as que vêm sendo apontadas como fatores de elevação da demanda agregada, a ponto de limitar a eficácia da política monetária:

#### a- crédito consignado

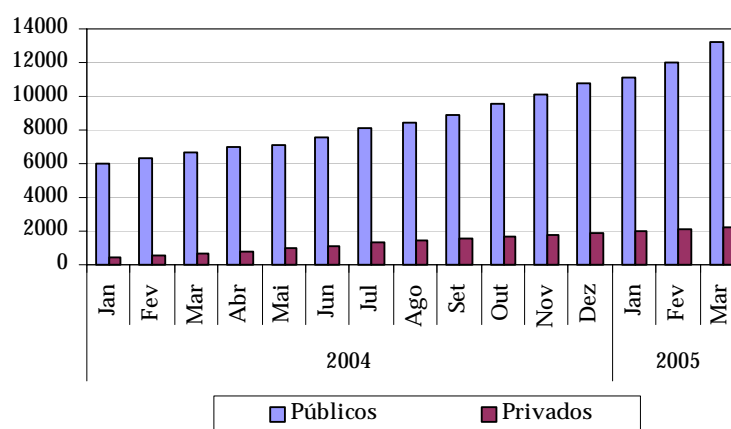
A razão do aumento do crédito pessoal se encontra, em boa parte, na expansão da nova modalidade de crédito consignado ou crédito com garantia em folha de pagamento. Cabe assinalar que os dados apresentados pelo Banco Central sobre crédito consignado correspondem, contrariamente às demais linhas de crédito apresentadas cujos dados decorrem de registro obrigatório das operações, a uma pesquisa feita entre os 13 bancos mais ativos nesse segmento. Em março de 2005, o crédito consignado, com um saldo total de R\$ 15,47 bilhões passou a representar 31% do total do crédito pessoal (R\$ 49,46 bilhões) contra 21% em janeiro de 2004. Segundo o BC, o crédito consignado, com um crescimento de 22,3% em relação ao valor de dezembro de 2004, já equivalia a 12,3% do total de crédito livre do sistema financeiro.

O sucesso do crédito com desconto em folha de pagamento decorre do fato que ele apresenta

um risco muito menor para os bancos, porque a prestação devida é descontada diretamente do rendimento mensal do tomador de crédito. O risco remanescente de desemprego dos tomadores desse tipo de crédito é ainda mais minimizado pela preferência absoluta que os bancos têm dado aos assalariados do setor público e aos aposentados e pensionistas do INSS. O Gráfico 11 ilustra essa preferência absoluta, notando-se que aposentados e pensionistas são assimilados a assalariados do setor público pois é dele que recebem seus rendimentos.

**Gráfico 11**

Volume de crédito consignado para trabalhadores públicos e privados



Fonte: Bacen. Elaboração própria.

Os riscos muito baixos de inadimplência e uma remuneração plenamente satisfatória levaram os bancos a uma intensa competição no segmento de crédito consignado. Alguns pequenos bancos que se especializaram primeiro nesse tipo de crédito venderam, em 2004, para grandes bancos ou fundos de recebíveis, R\$ 2,2 bilhões dos fluxos futuros que aposentados e assalariados vão pagar pelos empréstimos consignados. Com o dinheiro obtido, eles podem conceder novos financiamentos a outros clientes.

O crédito em consignação dá ao consumidor uma alternativa de financiamento, com taxas inferiores às taxas normais de financiamento já que os baixos riscos levam os bancos a demandar taxas de juros menores para esta modalidade do que para os demais créditos para as pessoas físicas. Segundo o levantamento feito pelo BC, em março de 2005, esses juros atingiam 37,1% ao ano, em média. No cheque especial, por exemplo, os juros médios eram de 146,1% ao ano.

È essencialmente por esta razão que essa modalidade de crédito tem sido, pelo menos até o momento, principalmente utilizada para quitar dívidas anteriores com taxas de juros mais elevadas. Esse efeito, embora não possa ser quantificado através dos dados do BC, transparece de várias formas. Segundo informações do banco líder neste tipo de empréstimos, o BMG, entre os aposentados, 72% desses empréstimos foram feitos para pagar dívidas, 13% para reformar imóveis e 5% para adquirir bens.<sup>13</sup> Por outro lado, verifica-se um menor crescimento relativo da modalidade “cheque especial” para as pessoas físicas, visível no Gráfico 9, que apresenta as maiores taxas de juros do sistema. Também foi confirmado pelo chefe do Departamento Econômico do BC, Altamir Lopes, ao apresentar

os números de crédito de março de 2005 à imprensa, afirmando que “as pessoas estão buscando crédito mais barato para poder quitar dívidas mais caras”.

Em decorrência, o impacto do crédito consignado sobre a demanda agregada tem que ser minimizado. Ele não corresponde ao volume total concedido desse tipo de crédito, mas apenas à pequena parcela que o contrata para realizar algum tipo de aquisição e ao aumento de renda disponível decorrente de menores prestações nos casos em que ele é utilizado para quitar dívidas anteriores mais onerosas.

#### **b- cartão de crédito**

O cartão de crédito é um instrumento de compra cada vez mais popular no Brasil, e com tendência de se tornar uma das principais formas de pagamento. Entre 1994 e 2004, as transações com cheque caíram 49%, enquanto as realizadas com cartão de crédito cresceram 536%. Em janeiro de 2005, o total de cartões em circulação no país atingiu 53,1 milhões. Além da praticidade do instrumento, pesou muito para esse crescimento o fato que o comércio considera os pagamentos com cartão de crédito mais seguros do que os efetuados com cheque e procura incentivar sua utilização.

Mas, o cartão de crédito também é um instrumento *sui-generis*: se o comprador paga a fatura do cartão no vencimento, está usando um instrumento de compra à vista, com a facilidade de pagar todas as despesas numa única data de vencimento, o que não configura uma operação de crédito; a operação de crédito com cartão somente acontece quando o associado vai pagar seu débito em parcelas. São essas as operações que aparecem nas estatísticas do Banco Central sobre o volume de crédito concedido por cartões de crédito. O saldo consolidado de crédito nesta rubrica passou

---

<sup>13</sup> Lima, B.: Aposentados se endividam para ajudar filhos, *Folha de S. Paulo*, 08/05/2005, p. B9



de R\$6,73 bilhões em março de 2004 para R\$9,03 bilhões em março de 2005

Mas, existe outras diferenças igualmente importantes. O pagamento do débito em parcelas tanto pode ser decidido no ato da compra quanto decorrer do fato que, no vencimento da fatura, o portador do cartão de crédito se limita a efetuar o pagamento mínimo de seu saldo devedor e financia o restante pelo crédito rotativo. Também quando o associado retira dinheiro nos caixas eletrônicos com seu cartão de crédito está de fato fazendo uma operação de empréstimo, sujeita a juros. Nestes dois últimos casos, as taxas de juros cobradas são extremamente elevadas, equiparando-se às taxas cobradas no cheque especial. As administradoras de cartão cobram taxas ainda mais salgadas quando o usuário atrasa o pagamento da fatura, do que no crédito rotativo

Mas, vem se generalizando no comércio a prática de oferecer ao consumidor, no ato da compra, a opção de parcelar o valor da compra em diversas prestações sem juros. Esta prática se iniciou no comércio de eletro-domésticos e eletro-eletrônicos, se espalhou por lojas de artigos de vestuário e já atinge hoje os supermercados. O estudo Indicadores do Mercado de Meios Eletrônicos de Pagamento, realizado pela Credicard aponta esta tendência dos portadores de cartões de optar pela modalidade de compras parceladas: em 2004, esta modalidade representou 45,1% das transações com cartão de crédito - e prevê que sua utilização continuará acentuada em 2005, atingindo o patamar de 47,1% do total de transações realizadas com cartões de crédito.

Apesar de embutir custos mais elevados para os comerciantes que pagam ao cartão de crédito 10% do valor dos débitos parcelados ao invés dos 2% habituais para pagamentos à vista com cartão de crédito, a generalização desta prática decorre da manifesta preferência do

comércio por este instrumento de pagamento que lhe permite transferir o risco de crédito para as administradoras de cartão.

Não é simples definir quem arca com os custos deste tipo de operação. No caso dos supermercados que oferecem parcelamento em três prestações, o custo tende a ser dividido entre a margem financeira do estabelecimento e o fornecedor que, normalmente, recebe os pagamentos em prazos iguais ou superiores a noventa dias. Se o financiamento for feito com capital próprio do comerciante, a parcela atribuível aos juros corresponderá ao chamado custo de oportunidade da aplicação. No entanto, se o estabelecimento recorrer ao crédito para financiar sua clientela e oferecer as mesmas vantagens que seus concorrentes, a taxa de juros do período que exceder o do pagamento aos fornecedores terá de ser deduzida de sua margem. Resta que os pagamentos parcelados sem juros no cartão de crédito passaram a se tornar cada vez mais importantes instrumentos de antecipação de consumo com custos zero para seus detentores. Tais instrumentos estão razoavelmente isolados da política monetária, apenas sendo atingidos quando a elevação da taxa de juros inibe sua oferta pelo comércio.

A maior confiança do consumidor que se verificou gradativamente à medida que a economia foi recuperando é apresentado como outro fator explicativo relevante para o crescimento do crédito para as pessoas físicas. Este fator teria levado as famílias de volta aos bens duráveis e ao crédito, já que as compras desses bens são, em geral, efetivadas via financiamento em função dos altos valores absolutos muitas vezes envolvidos nas transações.

Mas os últimos dados de crédito divulgados pelo BC tendem a mostrar que a demanda por crédito pode estar retrocedendo. Esses dados,

resumidos nas Tabelas 1 e 2, mostram uma queda nas concessões de créditos trimestrais em relação ao trimestre anterior. Nas séries mensais de concessões de novos créditos no primeiro trimestre de 2005, embora o número final registrado em março seja superior ao de fevereiro, cabe assinalar que isto só ocorre pelo efeito estatístico do maior número de dias úteis em março. Assim, observou-se em março uma contração nas médias diárias de concessões de empréstimos tanto para pessoas físicas (queda de 4,9%) quanto para jurídicas (queda de 5,7%). O fluxo de novos empréstimos tem sido suficiente apenas para repor o crédito vencido, denotando uma postura de maior cautela dos tomadores de empréstimos.

Isto ocorre por vários motivos. O primeiro está relacionado às expectativas e à confiança dos consumidores num contexto de continuidade dos aumentos dos juros levando à desaceleração econômica e a temores de desemprego. A segunda decorre do fato que, embora tenha havido nos últimos doze meses uma pequena redução no spread bancário,<sup>14</sup> causada pela maior disposição dos bancos em conceder crédito, ela foi bastante inferior à alta da taxa básica de juros de 3,5%, fazendo com que a maior parte das taxas de juros ao consumidor se elevasse em decorrência da política monetária praticada.

Entretanto, o impacto dessa elevação da taxa de juros dos empréstimos, considerado como o clássico canal de transmissão da política monetária, tem sido atenuado pelo aumento dos prazos do crédito. A redução de demanda de crédito proporcionada fica assim limitada aos tomadores de empréstimo que levam em conta o custo total embutido na antecipação de consumo e

---

<sup>14</sup> A menor variação do spread sobre os créditos para as pessoas físicas decorreu de reduções no financiamento de veículos (-0,7 p.p) e de outros bens (-1,2 p.p.). Os spreads sobre as operações com cheque especial e com o crédito pessoal, por sua vez, avançaram 1,4 p.p. e 0,4 p.p. respectivamente.

não atinge aqueles mais preocupados em saber se a prestação assumida é compatível com sua renda. Ademais, outro fator reside na questão do limite de endividamento das famílias que pode se tornar crucial na ausência de uma efetiva e continuada recuperação do emprego e da renda real.<sup>15</sup>

A mesma perda de confiança também começa a aparecer nas estatísticas relativas às pessoas jurídicas. Os motivos são bastante similares com grande peso específico das expectativas negativas criadas pelos sucessivos aumentos do juro básico da economia sobre o nível de atividade econômica.

### **3.2 Demanda agregada e o argumento dos gastos fiscais**

Outros justificam a necessidade de uma política monetária restritiva e interpretam sua falta de eficácia como tendo por base uma política fiscal expansionista que contribuiu para uma inflação efetiva e projetada acima da meta definida para 2005, de 5,1% para o IPCA. Entre os que aderem a esta tese estão principalmente os críticos da política governamental situados na atual oposição política. Eles afirmam que o aumento nos gastos correntes do governo em 2004 acarretou maior elevação da demanda agregada, contrapondo-se aos objetivos da política monetária. O interminável processo de aumentos dos juros seria, segundo eles, a primeira consequência da “gastança”, uma vez que ela amplia o risco de aumento da inflação.

---

<sup>15</sup> Um dos sintomas desse limite ao endividamento das famílias está no volume recorde de cheques devolvidos em março. Segundo a Serasa, foram devolvidos 20,8 cheques sem fundos por mil compensados, alta de 20,9% em relação ao mesmo mês de 2004. É a maior proporção de devoluções desde 1991, ano em que foi criado o índice. O maior volume de cheques sem fundos até então havia sido registrado em maio de 2003, mês em que foram devolvidos 17,6 cheques a cada mil.

O que se identifica como sendo farra do gasto público desfaz-se diante da simples comparação entre o conjunto de despesas dos dois últimos anos do governo FHC com os dois primeiros anos de governo Lula. Entre 2003 e 2004, o governo Lula apresentou uma despesa total média anual (ajustada pelo IPCA) de 468,7 bilhões de reais, enquanto o governo FHC, entre 2001 e 2002, terminou comprometendo o valor médio anual de 477,8 bilhões de reais.

O Banco Central entrou pela primeira vez, na ata de fevereiro do Comitê de Política Monetária (Copom), no debate sobre os efeitos da política fiscal na inflação, ao afirmar que uma política de contenção de gastos públicos poderia ajudar a segurar a demanda, reduzindo a carga de juros para fazer os índices de preços convergirem para a meta. “É inegável que reduções nos gastos públicos reforçam a ação da política monetária no controle da inflação e que o aprofundamento no processo de melhora nas contas públicas abre ainda mais espaço para uma redução das taxas reais de juros”, diz a ata

Os que apontam os gastos do governo como sendo os responsáveis por uma elevação da demanda agregada incompatível com a política monetária atual, raramente explicitam que existem duas formas de apresentar a situação das contas públicas. Numa, que não inclui o pagamento dos juros aos detentores de títulos públicos, o governo brasileiro arrecada mais do que gasta, e realiza **superávits primários** elevados como o do ano passado, de 4,6% do PIB. Na outra, que inclui os juros pagos pelo governo, revela-se que o superávit primário, por maior que tenha sido, foi ainda insuficiente para eliminar o **déficit nominal** (de 2,7% do PIB em 2004). É exatamente nesse último indicador que baseia-se a tese do caráter expansionista da política fiscal.

No suplemento do boletim *Política Econômica em Foco*, Antônio Carlos Macedo<sup>16</sup> aponta as seguintes características do arranjo fiscal brasileiro: uma elevada regressividade da tributação com peso expressivo dos impostos indiretos e participação elevada do superávit primário convertido em pagamentos de juros. A regressividade do sistema tributário retira renda daqueles que têm maior propensão a gastar, vale dizer, a consumir ou investir. O superávit primário convertido em pagamento de juros por sua vez esteriliza parte da renda transformando-a em riqueza dos detentores de títulos públicos, que têm menor propensão aos gastos. Assim, o arranjo fiscal brasileiro se constitui num mecanismo de contração da renda e da demanda agregada além de instrumento de sua concentração.

Esse perfil tem se agravado nos últimos meses em decorrência da política monetária restritiva do Banco Central que acarretou novo aumento da dívida pública, que está em mais de 50% indexada à taxa Selic. A resposta do Ministério da Fazenda foi contingenciar gastos públicos e ampliar o superávit primário. Assim é muito provável que a preservação das taxas de juros em patamar mais alto do que no ano passado e a desaceleração do crescimento do PIB exijam um superávit maior para manter a dívida pública relativamente estabilizada, exacerbando o caráter contracionista da política fiscal..

#### 4 Política monetária e atividade econômica

Salvo na hipótese que taxas de juros excessivamente elevadas levem a economia para uma recessão aguda, a política monetária tem pouco impacto na inflação quando os preços estão subindo em decorrência de choques exógenos. O aumento dos juros por oito meses seguidos pelo

---

<sup>16</sup> Macedo, A. C. O debate sobre o arranjo fiscal brasileiro - Um pouco de aritmética keynesiana. *Política Econômica em Foco*, Campinas, n. 4, abr. 2005. (Suplemento 7).

Banco Central tem, até agora, mostrado baixa eficácia para conter a elevação dos preços causada por esses choques e ampliada pelos mecanismos de reajuste dos preços administrados.

Mas a trajetória de alta das taxas de juros, ainda sem fim previsto ou previsível, tanto em termos nominais quanto reais, tem tido claro impacto no nível de atividade econômica. O arrefecimento do crescimento econômico, descrito na SEÇÃO V, foi fortemente influenciado e acentuado pela política monetária. Dessa forma, torna-se cada vez mais evidente que, no Brasil, um dos principais canais de transmissão de uma política monetária que privilegia a taxa de juros consiste em seu impacto no produto.

Esse impacto decorre da conjunção de vários fatores: a elevação da taxa de juros nominal e real aprecia a taxa de câmbio reduzindo, anulando ou até tornando negativa a margem de lucro dos exportadores; afeta as expectativas das empresas e a dos consumidores; reduz o investimento, o nível de produção e o emprego.

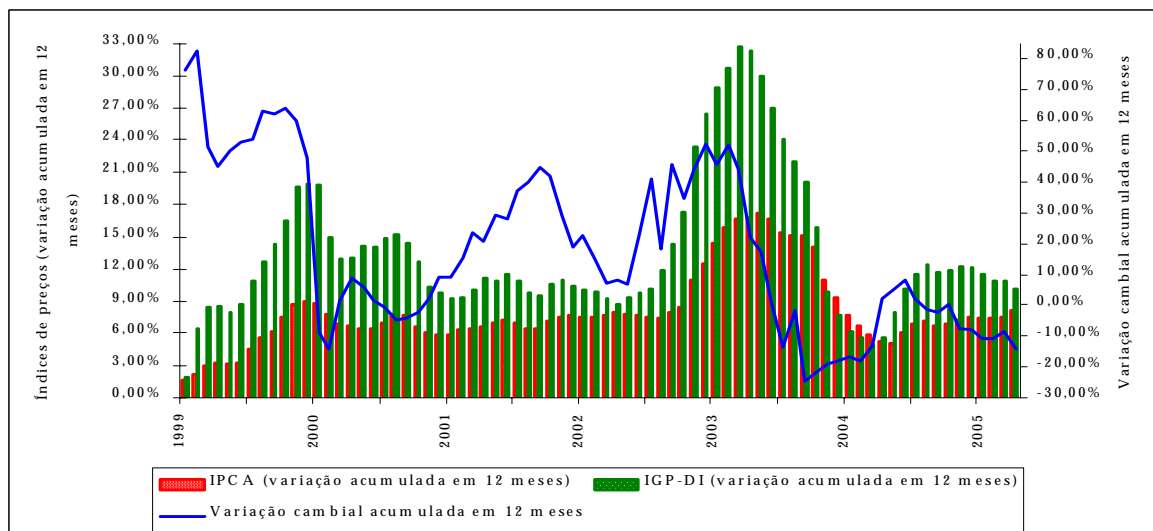
As taxas de juros têm impacto direto apenas sobre parcela reduzida dos preços pouco sensível à desvalorização do real ou aos choques de oferta. São os preços dos bens não comercializáveis que se ajustam, através da redução de custos (essencialmente salariais) e de margem de lucros, à redução da demanda agregada decorrente da redução de atividade econômica provocada pela alta da taxa de juros. Contudo, esses preços só representam um terço do IPCA, contra dois terços dos preços administrados e dos bens comercializáveis. É preciso que sua queda seja muito acentuada para promover uma redução da inflação. É esta a razão essencial para que a política monetária tenha baixa eficácia nos períodos em que os preços estão se elevando em decorrência de choques exógenos.

A influência do aumento dos preços internacionais de *commodities* e de manufaturados (embora favorável à balança de pagamentos do país) foi forte o suficiente para contrabalançar a estratégia do governo de permitir a valorização da taxa de câmbio como instrumento anti-inflacionário, conforme se verifica no Gráfico 12. Nele, se observa que a acentuada valorização da taxa de câmbio não impediu a alta do Índice Geral de Preços- Disponibilidade Interna, muito mais sensível aos choques de oferta que o IPCA e que reajusta por exemplo as tarifas elétricas.

Em *Política Econômica em Foco*, n. 4, assinalamos que a visão hiper-ortodoxa do Banco Central transparecia no fato que sua reação ao aumento da utilização da capacidade instalada de produção tem sido buscar controlar a demanda (produto corrente), ao invés de criar condições favoráveis para que aumente a oferta (produto potencial). Agora, o resultado dessa política monetária extremamente restritiva está claro: ela afasta investimentos ao invés de estimulá-los. Após oito elevações sucessivas da taxa básica de juros: o nível de investimento reduziu-se bem como a demanda agregada sem que isso tenha impedido a elevação da inflação em decorrência dos diversos choques exógenos descritos.

Essa mesma visão hiper-ortodoxa levou o Banco Central a afirmar que “embora algum arrefecimento espontâneo (do ritmo de expansão da economia) possa estar a caminho, os dados disponíveis não sugerem que seja intenso o bastante para preservar a compatibilidade entre a trajetória de metas de inflação e a velocidade de preenchimento da capacidade ociosa da economia” (ata do Copom, 10/2004). Em outras palavras, o Copom assinalava sua disposição em prosseguir o aumento dos juros até “arrefecer” a demanda de forma que os preços dos bens de consumo interno caíssem o suficiente para que atingir a meta de inflação e reduzir o nível de utilização da capacidade instalada.

**Gráfico 12**  
Taxa de câmbio e variação do IPCA e do IGP-DI



**Fonte:** Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Em que pese a divulgação de indicadores que mostravam produção, faturamento e uso da capacidade instalada menores no quarto trimestre de 2004, na comparação com o terceiro (ver SEÇÃO V), a ata de janeiro de 2005 reiterou que “não há mudança significativa em relação ao cenário traçado nas reuniões passadas do Copom, de fechamento do hiato do produto a despeito da recuperação do nível de investimentos em relação ao nível deprimido dos anos anteriores. Dessa forma, continua sendo necessário que a política monetária permaneça especialmente vigilante em relação ao ritmo de expansão adicional da demanda”.

Já falamos do viés altista para a taxa de juros inerente ao universo de agentes consultados pelo Banco Central para apurar as expectativas de inflação. Mas, é necessário assinalar que a divulgação de atas do Copom gradativamente mais pessimistas certamente influenciou nas expectativas dos agentes consultados pela pesquisa Focus. Ao tentar elevar sua credibilidade e convencer esses agentes de que leva extremamente a sério a tarefa de manter a estabilidade de preços, a autoridade monetária

obteve o efeito perverso de, ao invés de induzir melhoras nas expectativas, provocar o que queria evitar: projeções de inflação persistentemente acima da meta definida. Esse efeito perverso é também apontado pela imprensa: “O Copom não pode responsabilizar as expectativas altistas de inflação pelo ciclo de endurecimento monetário erguido a partir de setembro. Se o mercado está pessimista é porque o BCB, em seus textos oficiais, entrevistas e contatos informais com as instituições, forjou um clima negativista que contagiou os investidores. Toda vez que as instituições se permitem dar vazão a um otimismo semi desenvolvimentista, o BCB trata de aparar as suas asas” (Guimarães).<sup>17</sup> A ata do Copom de janeiro é um perfeito exemplo dos efeitos do catastrofismo desse importante instrumento de comunicação das análises e intenções do Banco Central. Na semana anterior à divulgação dessa ata, as expectativas de inflação para 2005, apuradas pela pesquisa Focus, estavam em 5,70%; na pesquisa imediatamente posterior à divulgação da ata, essas mesmas expectativas já tinham subido para 5,74%.

<sup>17</sup> Guimarães, L.S. Lula amplia interesse na ata do Copom. *Valor Econômico*, p. C2, 24/01/2005.

Após a divulgação da ata catastrofista de janeiro de 2005, as atas de fevereiro e março foram bastante mais amenas e serviram de base para interpretações otimistas que a autoridade monetária teria deixado de se concentrar na meta de 5,1% para 2005 e voltado seu olhar para a inflação de 12 meses e para a do ano fechado de 2006. Essas mesmas interpretações, que chegaram a ser majoritárias entre os participantes dos mercados financeiros, supunham que a reunião de abril do Copom seria marcada pela interrupção do “processo” de ajuste da taxa básica de juros. A nova elevação de 0,25% surpreendeu a quase todos. Também surpreendeu o teor da nota comunicando este aumento no final da reunião do Copom, idêntica a todas as anteriores, suscitando novas expectativas de continuidade do aperto monetário.

A ata da reunião de abril de 2005 do Copom pouco fez para reduzir tais expectativas. Ao lançar mão da “persistência de focos localizados de pressão na inflação corrente e deterioração no cenário externo, com os preços do petróleo em níveis elevados e a possibilidade de permanência de condições voláteis nos mercados internacionais de capitais” para justificar a oitava elevação da taxa Selic, após reconhecer que, por si só, a expansão econômica já não justificava elevação de preços, a autoridade monetária assinalou que o aumento dos juros continua sendo um processo em aberto.

No início de maio, a divulgação de índices de preços contraditórios entre si - forte elevação do IPCA de maio e queda do IGP-DI, notadamente em função da queda do Índice de Preços por Atacado, e deflação na primeira prévia do IGP-M - volta a suscitar incerteza sobre os próximos passos da política monetária. Os agentes dos mercados financeiros se dividem entre os que esperam mais uma elevação da taxa Selic e os que

acreditam que o Copom poderá manter a taxa estável.

As expectativas são ainda mais divergentes no que concerne a perspectiva do momento em que o BC poderá vir a reduzir a taxa básica da economia. Entretanto, como analisado a seguir, é importante considerar que a utilização da âncora cambial como instrumento de luta contra a inflação retirou adicionais graus de liberdade da política monetária.

#### **4.1 O Banco Central, a taxa de juros e a taxa de câmbio do real**

A incerteza e a volatilidade que tem caracterizado os mercados financeiros internacionais no primeiro quadrimestre deste ano elevou o risco país do Brasil. Apesar disto a percepção de risco dos investidores nacionais e internacionais em relação ao país não se degradou significativamente. Prova disto é a continuidade do processo de valorização do real, em flagrante contradição com as quedas de preços verificados nos mercados dos outros ativos brasileiros.

Inicialmente inscrita no quadro geral de desconfiança dos investidores sobre a taxa de câmbio do dólar americano, essa valorização da taxa de câmbio do real prosseguiu mesmo após a recuperação do dólar diante das principais moedas internacionais. A apreciação da moeda brasileira é reflexo direto do fato que a taxa de juros básica da economia brasileira constitui um recorde mundial tanto em termos nominais quanto reais.

Após ter suspenso a compra de divisas em janeiro de 2004, o BCB voltou a fazê-lo em dezembro, com o intuito declarado de recompor reservas. As compras da autoridade monetária superaram o montante de US\$ 10 bilhões. No início de fevereiro de 2005, reconhecendo que a pressão sobre a taxa de câmbio provinha

igualmente de operações financeiras e que essas operações estavam dificultando a elevação da taxa de juros projetada para prazos mais longos, o BCB decidiu ofertar derivativos de câmbio, denominados de *swaps* reversos por terem características simetricamente opostas às dos *swaps* cambiais lançados em 2002. Os *swaps* cambiais de 2002 tinham por objetivo oferecer aos investidores instrumentos para se proteger da desvalorização da taxa de câmbio, os novos *swaps* tinham o propósito inverso ao proporcionar um retorno para o investidor semelhante à compra de reais contra dólares e sua aplicação à taxa do Certificados de Depósitos Interbancários (CDI). Para o BCB, a operação teve resultado equivalente ao de uma compra futura de dólares pagando os juros do CDI. Nos seis leilões semanais de *swaps* reversos realizados até o dia 9 de março de 2005, mais de US\$ 9 bilhões foram negociados.

A atuação do Banco Central no mercado de câmbio foi agressiva na primeira metade do mês de março de 2005, levando a uma desvalorização da taxa de câmbio que voltou a bater em R\$ 2,75/US\$ após ter sido negociada a níveis próximos de R\$2,55/US\$ em fevereiro. Mas, após ter sido anunciado que o país não renovaria o acordo com o FMI, a autoridade monetária retirou-se por completo do mercado de câmbio e de seus derivativos. Reforça-se, assim, a hipótese que sua atuação foi determinada pela antevista necessidade de apresentar um volume de reservas mais elevado quando deste anúncio para impedir ou limitar a “deterioração” das expectativas dos mercados financeiros.

As atas do Copom de março e abril reforçam as suspeitas que a autoridade monetária optou por utilizar a apreciação do real como um instrumento antiinflacionário. A ata do Copom de março apontava os riscos para a inflação de uma desvalorização cambial e/ou de uma deterioração do cenário internacional. Com isso, indicava sua

intenção de deixar de intervir no mercado de câmbio. Desde então, a taxa de câmbio voltou a se apreciar significativamente, para níveis vistos apenas no primeiro semestre de 2002.

Apesar das apostas dos participantes dos mercados que, uma vez atingidos esses níveis, o BC voltaria a comprar dólares, isto não aconteceu. Após romper o nível de R\$ 2,50 por US\$, consagrou-se nos mercados a expressão que “a taxa de câmbio não tem fundo”, indicando que as expectativas dominantes são de uma continuidade da apreciação do real. Essa apreciação pode perdurar até que, de forma isolada ou combinada, seus efeitos sobre a balança de pagamentos se tornem visíveis, que a situação internacional leve a um aumento da aversão aos riscos ou que volte a se reduzir o diferencial entre juros internos e juros externos.

O recurso ao argumento que “a deterioração no cenário externo, com os preços do petróleo em níveis elevados e a possibilidade de permanência de condições voláteis nos mercados internacionais de capitais” passou a constituir o fator determinante da elevação da taxa de juros. permite ao BC se ausentar do mercado de câmbio para não causar uma eventual desvalorização. Mas, também é significativo do fato que a autoridade monetária, privada do argumento de uma inflação de demanda pelos indícios que se acumulam de desaceleração econômica (ver SEÇÃO V), pretende continuar elevando os juros sob qualquer pretexto e custe o que custar, na vã tentativa de alcançar a meta definida de 5,1% de inflação em 2005.

A distância do BC do mercado de câmbio se explica essencialmente pelo fato que a apreciação da taxa de câmbio do real passa a ser um importante, senão o principal instrumento contra a inflação, diante da pouca eficiência da taxa de juros para este fim. Mas, a utilização deste

instrumento tem altos custos além de seu impacto na balança comercial e nas decisões de investimentos. Num regime de câmbio flutuante, a utilização de uma taxa de câmbio valorizada em função de uma elevadíssima taxa de juros real como instrumento de luta contra a inflação recria a mesma armadilha que estava presente no regime de bandas de flutuação do câmbio ao tornar muito mais difícil uma redução dos juros básicos por temor de uma brusca desvalorização cambial que volte a pressionar os preços.

### **Conclusão**

O arrefecimento econômico em curso ainda não teve reflexos na redução de preços. A autoridade monetária e o Ministério da Fazenda têm argüido que os efeitos da política de juros altos demoram para se fazer sentir. Entretanto, não o fazem com muito vigor, porque este mesmo argumento permite questionar a continuidade do processo de elevação da taxa Selic.

Na medida que a política monetária leva um tempo estimado entre seis e nove meses, é possível que a atual desaceleração econômica seja apenas a ponta do iceberg e que a prolongada seqüência de elevação dos juros a acentue ainda mais. Tudo indica que o erro de diagnóstico da autoridade monetária sobre as atuais características da inflação e a política monetária excessivamente apertada dele decorrente irão produzir efeitos deletérios sobre o crescimento econômico. Vai neste sentido o alerta feito em início de maio pelo Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial (Iedi), de que o País estaria à beira de uma recessão.

Os indicadores macroeconômicos mostram que a atual tendência dos preços não é resultante de uma inflação de demanda. A queda de ritmo do crescimento do volume de crédito e o superávit primário recorde registrado retiram argumentos

aos que apontavam esses fatores para justificar a baixa eficiência da política monetária.

O acompanhamento da conjuntura internacional aponta no sentido de atenuação do processo de altas de preços decorrentes de choques de oferta. Apesar disto, os choques exógenos de preços devidos à alta dos preços internacionais de *commodities* e produtos semi-elaborados continuarão tendo reflexos nos preços no Brasil devido à sua estrutura de formação de preços perversa. Enquanto no conjunto dos outros países, choques de oferta têm efeitos apenas temporários, no Brasil eles são perpetuados nos preços dos bens administrados por contrato e monitorados.

A política monetária em curso tem se revelado ineficaz para conter os impactos desses choques exógenos, apesar da desaceleração econômica acentuada por ela. Ela passou a suscitar dúvidas sobre a capacidade que teriam as atas do Copom e outras manifestações oficiais da autoridade monetária, como o Relatório de Inflação, para nortear as expectativas. As contradições entre atas e textos amenos apontando para uma próxima interrupção da elevação dos juros e a decisão tomada em abril pelo Copom estão levando muitos à conclusão que o Banco Central teria “perdido o rumo” diante de novos choques de preços. Os jornais estão publicando artigos em que se afirma, por exemplo, que “o mercado está cansado de seguir as pistas do BC e perder dinheiro.”<sup>18</sup> Este fato sinaliza que o Banco Central pode estar com uma capacidade reduzida de influenciar as expectativas de taxas de juros, depois de ter perdido a capacidade de influenciar as expectativas de inflação, por insistir numa meta considerada irrealista por todos.

---

<sup>18</sup> Guimarães: Mercado já prevê nova alta da Selic. *Valor Econômico*, 25/04/2005, p.C2



As sugestões de política monetária dos que concordam com o diagnóstico de inflação de oferta e de pesada inércia inflacionária vão no sentido de levar a um comportamento menos ortodoxo e inflexível da autoridade monetária, de forma que a gestão do regime de metas de inflação não se torne de todo impeditivo do crescimento. Elas são variadas: adotar metas mais realistas de inflação, adotar nova meta ajustada para 2005 e 2006, passar a usar um núcleo específico de inflação que retirasse os choques exógenos e preços administrados do cálculo para efeitos de política monetária e/ou, ainda, alongar o horizonte temporal da convergência dos preços para a meta.

No debate sobre a redução da elevação dos preços, outras sugestões têm surgido focalizando instrumentos que não relevam da política monetária. As possibilidades levantadas no que se refere à estrutura de preços apontam, em geral, para uma renegociação com as empresas oriundas do processo de privatização para fixar índices de reajuste de suas tarifas inferiores aos obtidos na sistemática atual. Outras se referem ao uso de impostos de exportação para ajudar nesse processo, naqueles setores com algum gargalo ou aumento maior de preços. Enquanto outros ainda pedem impostos de importação mais baixos.