

### SEÇÃO III – MOEDA E FINANÇAS PRIVADAS

#### Repercussões da política monetária

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

Uma redução de 0,25% na taxa Selic na reunião do Copom de setembro de 2005 sinalizou o fim do “processo” de elevação da taxa básica de juros iniciado exatos 12 meses antes. Outra redução de 0,50% seguiu-se a esta, em outubro. O processo que elevou a taxa básica de juros de 16% até 19,75% a.a. tem, agora, de ser avaliado em seus impactos prospectivos. A questão é importante na medida em que a taxa de juros básica da economia brasileira é, claramente, a variável macroeconômica “fora de lugar” que condiciona um arranjo macroeconômico insustentável, notadamente por causa de sua influência, por um lado, na taxa de câmbio e, por outro lado, na dívida pública. Mas, esta também é uma questão difícil de ser tratada, já que muitos efeitos adversos de variáveis macroeconômicas anômalas demandam tempo para se manifestar. É apenas no espaço do *mainstream* da teoria econômica que os ajustes macroeconômicos são instantâneos. As correntes teóricas que buscam apreender analiticamente o mundo real apontam, com justeza, para as defasagens existentes entre variáveis macroeconômicas. Quando uma delas se altera significativamente, processos cumulativos levam tempo para produzir seus plenos efeitos.

A simples observação da evolução histórica da economia brasileira mostra que ela está repleta de processos assíncronicos desse tipo. Um dentre esses exemplos históricos foi a apreciação cambial que serviu de âncora para a inflação no Plano Real de 1994 a janeiro de 1999. Por mais que, desde o início, analistas e economistas apontassem para o caráter insustentável dessa valorização da taxa de

câmbio, foi preciso que o país passasse por vários ataques especulativos e uma crise cambial de elevadíssimos custos para que mudasse a política cambial e esta variável se alterasse.

Assim, demandou tempo para que aparecessem com maior nitidez os efeitos macroeconômicos da política monetária deflacionista adotada, no que concerne a demanda interna, os investimentos e o emprego. A excessiva valorização do real, também resultante desta política monetária, além de ter introduzido um elemento suplementar de rigidez para a consecução de uma taxa de juros básica menos extravagante, também tem levado tempo para produzir efeitos mais nítidos na competitividade externa dos produtos brasileiros – portanto, na balança comercial – e nas contas externas do país.

Mas, diversos custos da atual combinação de políticas macroeconômicas já se fazem sentir. Dentre eles destacam-se seus impactos na trajetória da dívida pública, a despeito do elevadíssimo superávit primário<sup>2</sup> (ver SEÇÃO IV), e o fato que, num contexto internacional de crescimento econômico e abundante liquidez financeira, o Brasil teve um desempenho econômico muito inferior ao do conjunto das demais economias emergentes. Esse último custo ficou mais aparente com a divulgação da queda da produção industrial de setembro (ver SEÇÃO V). Tal como a imprevidente cigarra da fábula de La Fontaine, o país passou este período cantando os louvores dos juros altos e do câmbio apreciado enquanto as outras economias emergentes, qual prudentes formigas, cresceram de forma acelerada, criaram empregos, realizaram investimentos e armazenaram reservas em divisas

<sup>1</sup> Esta seção contou com a participação ativa de Eliane Ribeiro, Gerência de Informações, e a colaboração dos bolsistas do PIBIC-CNPQ Priscila Capellato e Luiz Fernando Brugnerotto

<sup>2</sup> Se a relação entre o superávit primário e o PIB cresceu 0,68 ponto percentual na comparação entre o acumulado dos nove primeiros meses de 2005 e do ano passado, de 5,42% para 6,10%, o pagamento de juros aumentou 1,07 ponto percentual, de 7,40% para 8,47% do PIB.

para se precaver do tempo frio, que pode tardar mas sempre chega.

A primeira parte desta seção destacará a evolução dos índices de inflação que passaram a registrar deflação (caso dos Índices Gerais de Preços-IGPs) ou variações muito próximas a zero (caso do IPCA) até agosto e setembro, voltando a se elevar posteriormente. Importa tentar distinguir nessa evolução a parcela resultante da reversão de choques exógenos e a devida ao impacto da política monetária. É desta distinção que resulta a apreciação sobre a eficácia da política monetária. Procuraremos mostrar que, em parte, a queda da inflação ocorreu devido à reversão de diversos choques exógenos e, em outra parte, pelo impacto da valorização da taxa de câmbio do real sobre os preços que resultou da política monetária adotada.

A segunda parte da seção procurará mostrar que, ao estabelecer a taxa básica de juros da economia brasileira em patamar muito superior, em termos nominais e reais, ao das demais economias emergentes, independentemente do fato que vem se registrando uma queda do risco-país, o Banco Central do Brasil (BCB) criou as condições necessárias para que o real se apreciasse, em doze meses, mais que qualquer outra moeda no mundo. Em decorrência, pode se afirmar que, em boa parte, a atual valorização do real constituiu um fenômeno endógeno, resultante direto da elevação da taxa básica de juros. Tal fenômeno contrasta com os períodos anteriores de desvalorização acentuada da taxa de câmbio que podem ser caracterizados como exógenos, já que foram causados por *sudden stops* dos fluxos de capitais internacionais, independentes da atuação da autoridade monetária.

Mas, por ser fruto da política monetária, a valorização da taxa de câmbio recriou, num

regime de câmbio flutuante, a armadilha cambial do Plano Real. Assim, em suas decisões futuras sobre a taxa de juros, a autoridade monetária deverá levar em conta o temor de provocar uma desvalorização do real com impacto direto na inflação. É nesse contexto que serão examinadas as repercussões potenciais da franca elevação dos volumes negociados e das posições dos investidores estrangeiros em ativos financeiros brasileiros, em particular nos mercados de derivativos, que tiveram papel preponderante na apreciação cambial e na valorização dos ativos brasileiros..

A terceira parte da seção examinará a evolução do crédito. Seu crescimento foi significativo no segmento de recursos livres, enquanto o crédito com recursos direcionados vem se mantendo, no agregado, estável ou até registra quedas, apesar do aumento constatado no crédito habitacional. Apesar da política monetária restritiva, o aumento do crédito com recursos livres foi claramente decorrente dos empréstimos para as pessoas físicas enquanto os destinados às pessoas jurídicas, que dirigiram-se essencialmente à área de comércio e serviços, pouco se moveram. Mas, tal crescimento tem se mostrado menos robusto e consistente que em 2004, em que o crescimento da economia era mais robusto que o atual.

## **1 Inflação e política monetária**

No número anterior do boletim *Política Econômica em Foco*, atribuímos os aumentos dos índices de inflação registrados a partir de meados de 2004 a choques exógenos de preços. Esses choques de oferta – decorrentes de diversos fatores como a elevação dos preços internacionais dos grãos, dos metais e do petróleo; a forte estiagem na região sul do país e reajustes dos preços monitorados (aumentos das tarifas dos ônibus urbanos nas novas administrações municipais ou as tarifas de energia elétrica) –

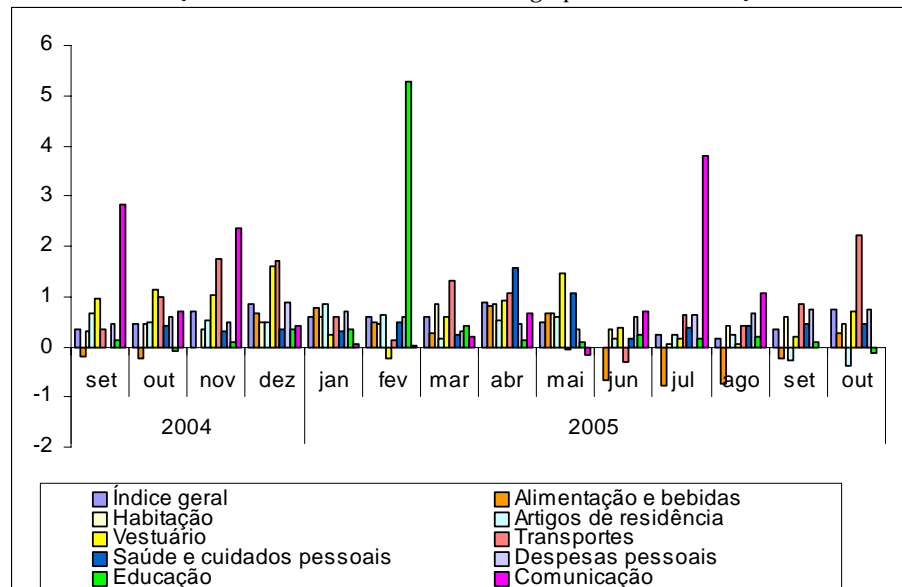
levaram o IPCA acumulado nos primeiros quatro meses de 2005 a registrar uma alta de 2,68%, pouco mais da metade da meta de 5,1%, perseguida pelo BC para o ano todo.

A reversão de alguns desses choques exógenos, como a volta ao normal do abastecimento de produtos alimentares, a queda dos preços dos grãos e, sobretudo a valorização da taxa de câmbio resultaram em uma sensível queda dos índices de inflação observando-se repetida deflações em vários índices de preços, mais fortes no atacado e menos intensas nos preços ao consumidor, inclusive naquele usado para medir a meta, bem como uma sensível redução das expectativas de elevação dos preços por parte dos agentes. O IPCA nos meses de junho a agosto registrou inflação média mensal de 0,13% e acumulada no período de 0,40%, contra valores de 0,66% e de 1,98%, respectivamente, nos meses de março a maio.

Essa queda chegou a se acentuar até o final do mês de agosto, potencializada pela redução dos preços dos alimentos (Gráfico 1), em intensidade significativa da reversão de diversos choques de oferta. Esse mesmo movimento pode ser constatado nos núcleos de inflação (Gráfico 2). Em fato, a queda dos preços dos alimentos foi o principal fator que determinou a evolução do IPCA do mês de maio até agosto de 2005. Tal queda decorreu de diversos fatores: volta ao normal da produção afetada pela seca no primeiro trimestre dos hortifrutigranjeiros, de arroz e de produtos da pecuária; queda dos preços dos grãos nos mercados internacionais além dos efeitos da valorização cambial. Os mesmos fatores levaram à redução do preço do álcool combustível. De janeiro

a agosto deste ano, sob influência do álcool que ficou 12,00% mais barato, os preços da gasolina caíram 0,56%. No entanto, nos meses de julho (2,05%), agosto (1,58%) e setembro (1,41%) foram registrados aumentos nos preços do álcool por causa dos reajustes praticados no atacado.

**Gráfico 1**  
Evolução mensal do IPCA e influência dos grupos de bens e serviços

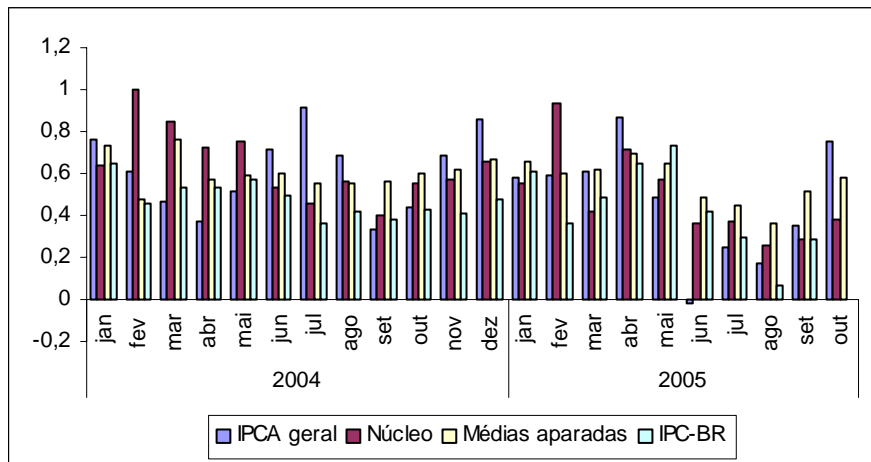


Fonte: BCB. Elaboração própria.

Mas, ainda em setembro, a política de preços da Petrobrás de não repassar ao mercado interno a volatilidade dos preços do petróleo e seus derivados no mercado internacional não pode impedir um aumento da gasolina em 10% (porcentagem bem inferior ao aumento internacional do petróleo e seus derivados). O IPCA de setembro teve variação de 0,35% e ficou acima da taxa de agosto (0,17%).<sup>3</sup> Sozinha, a gasolina causou um impacto de 0,14 ponto percentual e foi responsável por 40% do IPCA de setembro. O resultado de setembro refletiu apenas parte do reajuste dos preços dos combustíveis, e teve ainda impacto no índice de outubro.

<sup>3</sup> Com esse resultado, o IPCA acumula 3,95% no ano, percentual bastante inferior ao registrado no mesmo período de 2004 (5,49%). Nos últimos doze meses, o índice ficou em 6,04%.

**Gráfico 2**  
IPCA mensal e núcleos



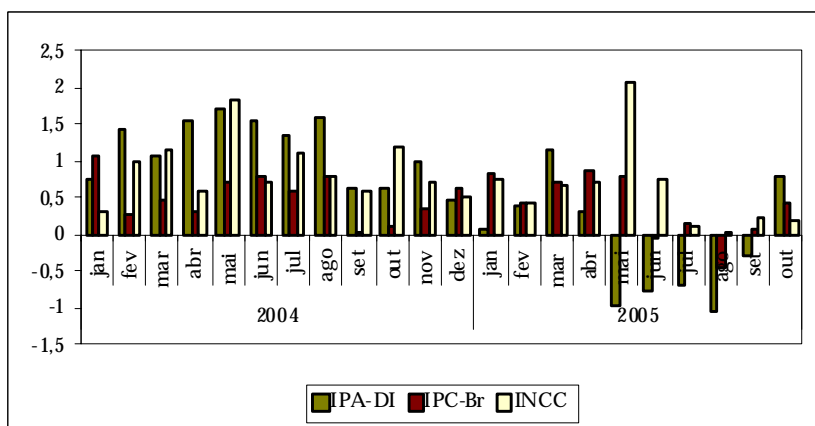
Fonte: BCB. Elaboração própria.

A inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) – usado como referência para a meta de inflação – subiu para 0,75% em outubro, mais que o dobro da taxa de 0,35% registrada em setembro e acima das projeções de analistas e dos participantes dos mercados financeiros. Os combustíveis continuaram a ser o principal fator de alta no mês com aumento de 4,17% da gasolina e de 10,48% no álcool combustível. Mas, outros fatores contribuíram para a elevação do índice: os produtos alimentícios reverteram a trajetória de quedas consecutivas por quatro meses e subiram 0,27% puxados especialmente pela carne (4,2%) e pelo frango (3,9%). Ademais, os seguintes itens registraram altas de preços: passagens aéreas, ônibus urbanos, salários de empregados domésticos e vestuário. No ano, o IPCA acumula uma alta de 4,73%, o que muito provavelmente inviabiliza a meta almejada pelo BC de uma inflação de 5,1% em 2005, em nome da qual promoveu uma política monetária deflacionista.

Já, o Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) interrompeu, em outubro, cinco meses seguidos de deflação e avançou 0,63% quando em setembro, havia declinado 0,13%. Esta elevação ocorreu em função do forte aumento dos preços da carne bovina e dos combustíveis. A alta da carne ocorreu em decorrência da crise da febre aftosa, sendo explicada por pecuaristas e analistas como reflexo do fechamento das

fronteiras inter-estaduais a esses produtos para tentar evitar a disseminação da doença infecciosa. A carne de frango acompanhou a bovina na escalada de preços. Entre os componentes do IGP-DI, o Índice de Preços por Atacado (IPA) avançou 0,79%, ante queda de 0,28% em setembro e o IPA agrícola subiu 0,80%, comparado à baixa de 3,17% em setembro. Os preços de alimentos in natura no atacado declinaram em ritmo bem menor, em 0,45% em outubro ante 7,34% em setembro. Os custos do subgrupo combustíveis e lubrificantes para a produção avançaram 5,6% no mês passado, acima da alta de 4,9% anterior.

**Gráfico 3**  
Componentes do Índice Geral de Preços- Disponibilidade Intema (IGP-DI)



Fonte: BCB. Elaboração própria.

Embora a ata da reunião de outubro do Copom tenha considerado o impacto da elevação dos combustíveis como um fenômeno transitório e pontual, não se sabe qual será sua reação à alta dos preços da carne de boi e de frango – choque exógeno por natureza – e a probabilidade elevada da inflação medida pelo IPCA ultrapassar a meta de 5,1%,<sup>4</sup> embora venha a se situar em patamar bastante distante do teto da banda fixada pelo regime de metas de inflação. O excesso de zelo conservador do BC, mesmo que não interrompa a redução da taxa básica de juros em sua reunião de novembro, poderá levar a próxima ata do Copom a trazer alguma advertência quanto à continuidade desse movimento de revisão do *overshooting* de juros.

Mas, nem só de reversão de choques exógenos se nutriu a queda da inflação registrada até agosto/setembro. A apreciação cambial também teve indiscutível papel. Tal papel aparece claramente na evolução por itens das contribuições para a inflação nos Índices de Preços por Atacado, que têm peso preponderante na formação dos IGPs (ver Gráfico 3). A taxa de câmbio vem sendo apontada nos boletins anteriores como um elemento determinante na evolução dos preços no Brasil em decorrência do elevado grau de transmissão da variação cambial aos preços (*pass through*)<sup>5</sup> causado pela indexação contratual de

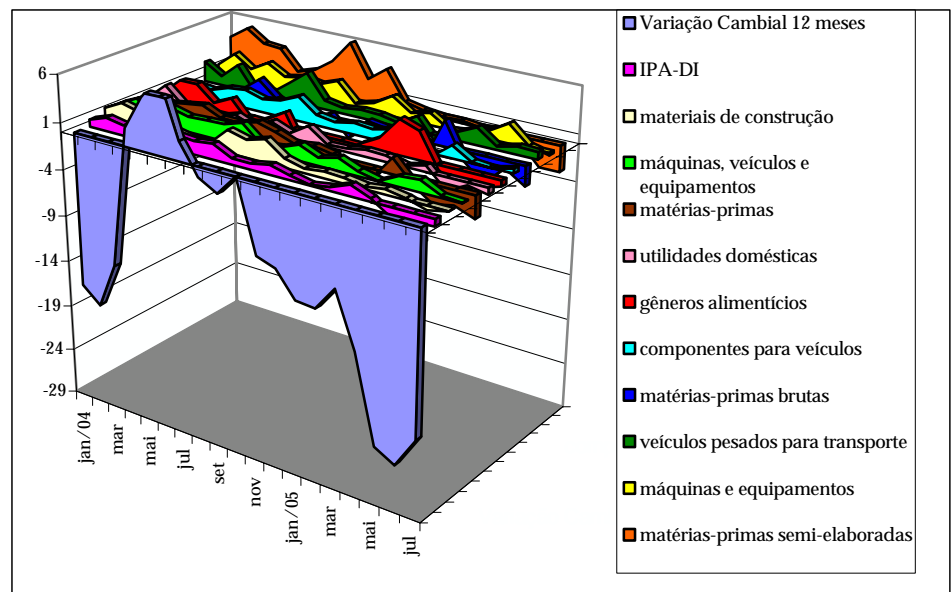
4 O relatório Focus divulgado em 14/11/2005 aponta que os analistas das instituições financeiras passaram a acreditar que o IPCA irá encerrar o ano em 5,52%, contra 5,33% da previsão anterior. Já para o ano que vem, as projeções permaneceram estáveis em 4,6%.

5 Estudos recentes publicados pelo *Bank for International Settlements* (Mohanty e Scatigna, 2005, BIS) indicam que a

diversas tarifas aos IGPs, índices de preços com forte sensibilidade à taxa de câmbio que magnifica seu impacto. É nos Índices de Preços por Atacado que o impacto da variação cambial aparece em primeiro lugar, determinando a evolução dos IGPs.

No primeiro quadrimestre de 2005, a valorização da taxa de câmbio do real serviu para atenuar o impacto dos choques exógenos de preços, em particular os decorrentes da elevação dos preços internacionais de produtos que fazem parte da pauta do comércio externo do país. Passado o impacto desses choques de oferta, a partir de maio de 2005, a apreciação cambial levou até setembro à queda nominal dos índices de preços por atacado (Gráfico 4).

**Gráfico 4**  
Índice de preços por atacado e maiores influências



Fonte: BCB. Elaboração própria.

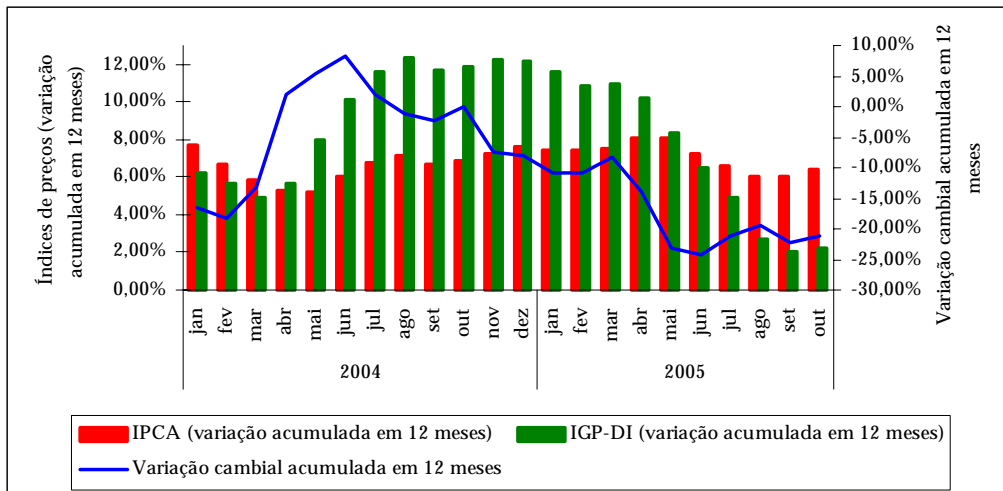
Parece pouco provável que a elevação desses preços em outubro tenha tido qualquer influência da desvalorização cambial de 1,44% registrada naquele mês. Entretanto, no conjunto do período,

transmissão da variação cambial (*passthrough*) aos preços no Brasil é a mais elevada do mundo. Essa particularidade decorre do mecanismo de indexação contratual ou monitoramento que contém um forte elemento de inércia inflacionária.

o impacto da valorização cambial foi menor no IPCA (Gráfico 5), que reflete mudanças de patamar da taxa de câmbio, de forma mais lenta e com menor intensidade do que os IPAs.

Como trataremos adiante, isso significa que outras pressões deflacionistas ainda podem estar percorrendo a economia e irão se manifestar mais tarde.

**Gráfico 5**  
Índices de preços e variação cambial, acumulado em 12 meses

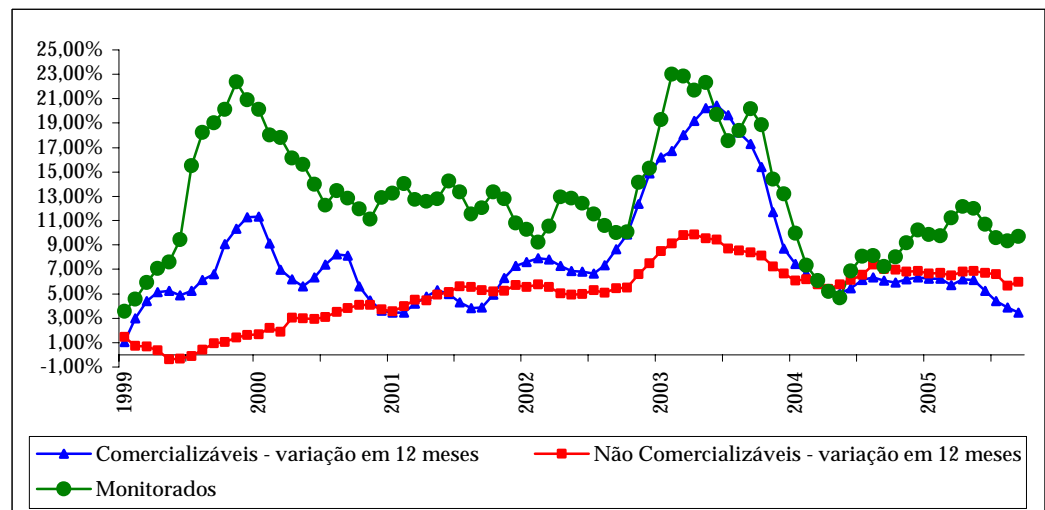


Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

O peso da valorização da taxa de câmbio na queda dos índices de preços acumulados em doze meses foi extremamente significativa. Esse tem sido o principal canal de transmissão da política monetária, ao menos no curto prazo. Com efeito, a apreciação da taxa de câmbio em função do diferencial de juros resultante da política monetária, em período de abundância de liquidez internacional e baixa aversão aos riscos, se dá mais rapidamente e tem efeitos com *lags* temporais mais curtos nos preços do que os demais canais de transmissão do nível fixado para a taxa básica de juros.

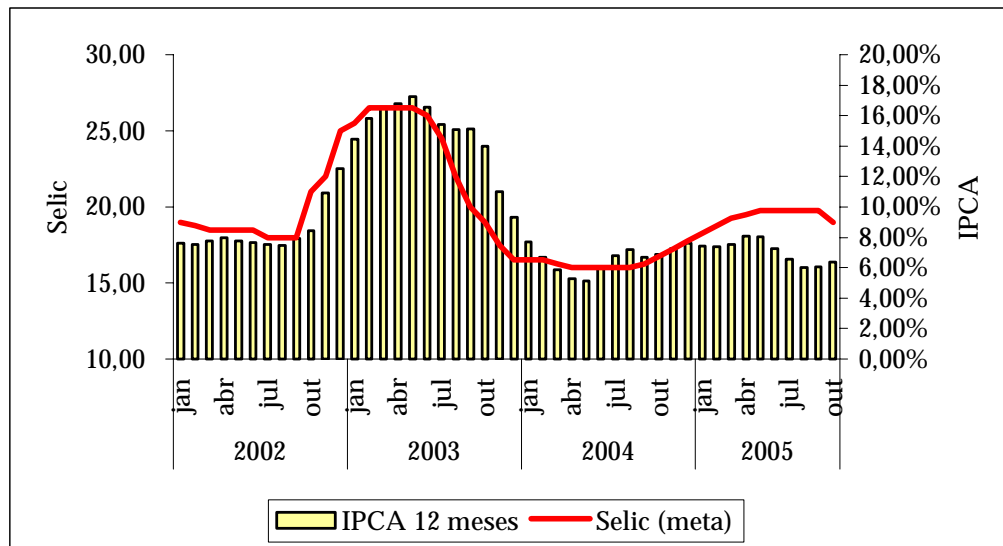
A queda registrada nas taxas acumuladas em 12 meses dos Índices Gerais de Preços em relação ao ano anterior fará com que, em 2006, os reajustes de preços desses serviços com preços “monitorados” se situe em patamar inferior ao atualmente registrado (Gráfico 6). As expectativas de taxas de inflação mais baixas no ano que vem decorrem, essencialmente da constatação que, por uma vez, os preços administrados não deverão tomar a dianteira das outras categorias de bens. Em outras palavras, os fatores que levaram à queda dos IGPs em 2005 terão o efeito de reduzir a inflação em 2006, pela inércia dos preços administrados. No mesmo gráfico se verifica que

**Gráfico 6**  
Evolução dos componentes do IPCA por categoria de bens



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

**Gráfico 7**  
IPCA acumulado em doze meses e taxa Selic



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

as quedas dos preços internacionais dos grãos e a apreciação cambial já se refletiram, em parte, nos preços internos dos bens comercializáveis.

Conforme se constata no conjunto de gráficos anteriores, já faz alguns meses que o conjunto dos índices de inflação demonstra a inexistência de pressões inflacionárias, salvo as muito pontuais decorrentes da elevação dos preços dos combustíveis e da carne bovina. Ao persistir na política de juros extravagantes, o Banco Central – fiel à sua reputação de conservadorismo extremado – esperou para esboçar um tímido gesto que a taxa de inflação acumulada em doze meses, medida pelo IPCA se aproximasse da meta definida para o ano de 2005 (Gráfico 7).

Embora a redução da taxa Selic em outubro tenha sido de 0,5%, ela ainda é conservadora diante das indicações de uma evolução bastante contida dos preços, apesar das recentes altas causadas por fatores exógenos, e da nova rodada de apreciação da taxa de câmbio do real. Até Affonso Celso Pastore, o monetarista mais convicto na atualidade brasileira, tem preconizado uma redução mais acelerada da taxa Selic. Ele pergunta “será que a elevação recente do núcleo

do IPCA poderá atemorizar o Banco Central impedindo que optasse por esse caminho?” e adverte que, ao se negar a fazê-lo “o real continuará se apreciando (ou ele terá de acumular montanhas de reservas) e a atividade econômica continuará se desacelerando. O resultado desta atitude seria uma inflação abaixo da meta... mas este resultado não traria nenhuma glória, por-

que seria obtido em troca de custos muito elevados e a política monetária que o produziu jamais poderia ser classificado como uma *política monetária ótima*”.<sup>6</sup>

Ao atuar desta forma, a autoridade monetária parece estar desatenta ao fato que os resultados da política monetária levam tempo para se fazer sentir. Embora ela mesma estime, em seus Relatórios de Inflação, este *lag* em aproximadamente 6 meses, pouco se lembrou dele ao fixar a taxa de juros básica da economia. A queda da produção industrial e as expectativas de crescimento nulo ou até negativo do Produto Interno Bruto no terceiro trimestre deste ano (ver SEÇÃO V) refletiriam assim as decisões de política monetária tomadas até o mês de março deste ano. Tudo parece indicar que o Banco Central se fixou *in petto* o objetivo de conseguir alcançar, em 2006, uma inflação inferior à meta fixada de 4,5%. A apreciação da taxa de câmbio do real tem sido claramente utilizada pela autoridade monetária como fator determinante para obter a

<sup>6</sup> Pastore, A. C. e Pinotti, M. C. *É preciso acelerar a queda da Taxa Selic*. Valor Econômico, 14 e 15 nov. 2005, p. A8

convergência dos preços para a meta de inflação desejada. Mas, a utilização deste instrumento tem altos custos, embora esses também possam levar tempo para se manifestar (ver SEÇÃO II). Como veremos adiante, a anômala taxa de juros básica e a resultante apreciação cambial já tiveram efeito nos lucros das empresas. Mesmo que outros efeitos demorem mais para se manifestar, a apreciada taxa de câmbio certamente deverá ter impactos na balança comercial e nos investimentos destinados à exportação, reduzindo a competitividade internacional dos produtos brasileiros que, ademais, já começa a sentir os efeitos da concorrência chinesa em produtos semi e manufaturados. Parece pouco provável que uma apreciação cambial da magnitude da verificada no Brasil seja neutra nas suas relações comerciais com o resto do mundo.

## **2 Juros, câmbio e mercados financeiros**

Em contextos internacionais de elevada liquidez e reduzida aversão aos riscos, economias abertas com livre movimentação de capitais e com taxa de câmbio com baixíssimo grau de intervenção pública, como a brasileira, a inter-relação entre política monetária e política cambial é levada a seu limite extremo, já que diferenciais internacionais de taxas de juros passam a constituir uma das principais influências na determinação da taxa de câmbio. Como resultado de variações na taxa de câmbio corrente, a política monetária também tem impactos reais, embora defasados, sobre o saldo da balança do país e o investimento para produção de bens exportáveis ou destinados a substituir importações.

Em princípio, diferenciais positivos de taxas de juros em relação às praticadas nas demais economias atraem capitais levando à apreciação cambial; enquanto diferenciais negativos levariam à fuga de capitais provocando a depreciação da taxa de câmbio. Mas, nas economias emergentes,

dotadas de moeda inconversível e sujeitas a bruscas alternâncias da disponibilidade de fluxos internacionais de capitais, os diferenciais de taxas de juros só podem ser comparados com as economias desenvolvidas agregando-se o risco percebido pelos investidores internacionais do qual o risco país medido pelo J.P.Morgan pode ser considerado uma *proxy*.

Em tempos de liquidez internacional farta e baixa aversão aos riscos, numa economia aberta, com livre circulação de capitais e baixíssimo grau de intervenção pública na taxa de câmbio, a política monetária é ao mesmo tempo uma política cambial. Com o risco país do Brasil e das demais economias emergentes caindo desde 2003 em função da elevada liquidez internacional e da baixa aversão aos riscos (ver SEÇÃO II), o fato da taxa de juros básica no Brasil ser a mais elevada do mundo todo, tanto em termos nominais quanto em termos reais, não poderia deixar de resultar na taxa de câmbio que mais se valorizou no mundo a partir de setembro de 2004.

Essa nova etapa de valorização iniciou-se ao mesmo tempo em que o Banco Central começava a elevar a taxa básica de juros. Até o fim do ano de 2004, ela conviveu com um período de desvalorização do dólar americano face às demais moedas e foi então atribuída pelas autoridades a este fator. Em sua interpretação, não era o real que se valorizava, mas o dólar que se depreciava. Mas, a partir de janeiro de 2005, o dólar voltou a se valorizar diante das outras moedas, enquanto o real, impávido, continuava se apreciando e a taxa de juros básica seguia sua trajetória de alta.

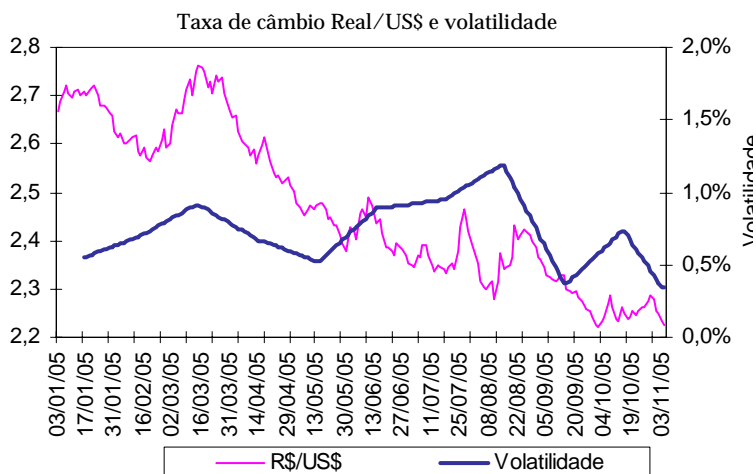
Conforme dissemos acima, acreditamos que a valorização do real foi resultado direto da elevação da taxa básica de juros e que tal valorização foi ativamente procurada pelo Banco Central como instrumento para reduzir a inflação. A flagrante anomalia dessa divergência entre a



forte alta da taxa de juros básica e a queda do risco país tem condicionado os movimentos verificados nos mercados de ativos brasileiros, notadamente nos que negociam a taxa de câmbio.

O Gráfico 8 mostra a evolução no ano da taxa de câmbio do real e de sua volatilidade. Consta-se, a partir de maio de 2005, uma elevação acentuada da volatilidade da taxa de câmbio, devido aos percalços políticos do governo que, entretanto, não impediu a continuidade da valorização cambial. Apesar do início de redução da taxa Selic e da continuidade da alta da taxa de juros básica dos EUA, verifica-se novo *round* de valorização acentuada do real a partir do final de outubro/início de novembro. Procuraremos mostrar, a seguir, que as apostas dos investidores estrangeiros na valorização da taxa de câmbio e dos demais ativos brasileiros contribuíram decisivamente para o que se convencionou chamar de “blindagem da economia” em tempos de crise política, pelo menos enquanto esta não atingir efetivamente o Ministério da Fazenda ou a Presidência da República.

Gráfico 8



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Nas economias que adotaram o regime de câmbio flutuante e abriram suas contas de capitais, mercados de derivativos financeiros líquidos e sem limitações à atuação dos

investidores internacionais passam a ter papel muito importante na determinação das taxas de câmbio e da estrutura a termo das taxas de juros. Ademais, potencializam os efeitos dos ciclos internacionais de liquidez e da volatilidade da alternância entre atração (busca de rendimentos) e aversão aos riscos.

A partir do último trimestre de 2004, coincidindo com o início da elevação da taxa básica de juros da economia brasileira, tem se verificado um extraordinariamente elevado volume de negócios com ativos financeiros brasileiros e sobretudo com seus derivativos, tanto no mercado doméstico quanto no mercado internacional. O inusitado volume de operações financeiras com esses ativos e seus derivativos desperta a atenção e suscita questões sobre seus motivos. Procuraremos mostrar que, dentre esses motivos, salientam-se as expectativas favoráveis quanto à evolução dos preços desses ativos e a atração que tais expectativas exerceram sobre os investidores estrangeiros, levando-os à realização de apostas elevadíssimas. Reforçando-se mutuamente, esses dois fatores podem estar levando ao surgimento de uma bolha especulativa.

Em primeiro lugar, a predominância de expectativas favoráveis quanto aos preços dos ativos financeiros brasileiros se deve, em grande medida, à anomalia constituída pela taxa de juros básica da economia brasileira, num contexto de elevada liquidez internacional e baixa aversão aos riscos. Tal anomalia suscitou vários tipos de apostas na evolução dos preços dos ativos brasileiros. Ocorreram significativas operações de arbitragem, com apostas tanto na valorização do real, em prazo curto, quanto numa “inevitável” queda da taxa de juros, em prazos mais longos. Outras, em função dos mesmos parâmetros incluíram apostas numa futura

valorização das ações brasileiras decorrente da prevista redução de juros. Em seguida, nota-se que os investidores estrangeiros assumiram posições muito elevadas nos ativos brasileiros, chegando a tornar-se em alguns mercados – como o de ações negociadas na Bovespa – o principal agente.

É neste cenário que se elevaram os volumes das posições em ativos brasileiros, que os agentes aceitaram correr mais riscos e, muito provavelmente, aumentaram o grau de alavancagem das carteiras. No suplemento 5 de *Política Econômica em Foco*, n. 5, afirmamos que quanto mais elevadas forem as posições com riscos, a participação de capitais estrangeiros voláteis de curto prazo e a alavancagem das carteiras, potencialmente maior e mais abrupta poderá ser a repercussão negativa de uma mudança de cenário causada pela redução da liquidez internacional, pela queda do apetite dos investidores por risco ou por algum outro fator impossível de determinar *ex-ante*.

No mês de outubro, o cenário externo acabou concentrando as atenções e determinando o desempenho dos mercados brasileiros, com a bolsa fechando em queda<sup>7</sup> e o dólar em alta<sup>8</sup> em função da liquidação de parte das posições assumidas, em particular por investidores estrangeiros. Nesse período, a volatilidade dos mercados financeiros brasileiros, muito mais acentuada que a verificada em outros países, representou pequena amostra do potencial disruptivo do acúmulo de posições especulativas em ativos brasileiros e seus derivativos. Mas, a queda dos preços do petróleo e o arrefecimento dos temores de uma política monetária mais restritiva nos Estados Unidos levaram os preços

dos ativos brasileiros e o interesse dos investidores estrangeiros por eles a voltar a se elevar, já no final de outubro e início de novembro.

Nos negócios à vista no mercado internacional, um grande volume tem sido registrado com títulos da dívida externa pública e privada e com ações de empresas brasileiras negociadas nos EUA (ADRs). As negociações com derivativos tendo ativos brasileiros como subjacente, em especial os relativos à taxa de câmbio do real, também cresceram significativamente no mercado internacional. Os *Non Deliverable Forwards* (NDFs) são o instrumento privilegiado para a negociação *offshore* da taxa de câmbio da moeda brasileira bem como das demais moedas inconvertíveis. Na medida em que esses instrumentos são negociados em mercados de balcão, é difícil obter estimativas dos volumes negociados. Os números divulgados num *survey* do Federal Reserve Bank de Nova Iorque<sup>9</sup> indicavam que, no mês de abril de 2004, o giro desses derivativos de câmbio do real negociados nos Estados Unidos alcançava a cifra de US\$ 15,235 bilhões de dólares para prazos superiores a 2 dias úteis e US\$ 10,368 bilhões para prazos inferiores a 2 dias úteis (que representam uma *proxy* dos negócios à vista de dólares contra reais no mercado doméstico, embora não contemplem entrega efetiva), que somados a outros instrumentos de derivativos alcançavam um total de US\$ 34,88 bilhões. Estimativas mais recentes publicadas na imprensa especializada apontam para valores atuais situados entre US\$ 50 e US\$ 60 bilhões.

<sup>7</sup> Os dados da Bolsa de Valores de São Paulo indicam uma queda de 4,40% do Ibovespa que não repetiu o bom desempenho dos meses anteriores.

<sup>8</sup> Contrariando a tendência anterior, o dólar oficial, medido pela Ptax, registrou alta de 1,44% em outubro

<sup>9</sup> Federal Reserve Bank of New York Interest Rate Derivatives Markets: Turnover in the United States April 2004. Disponível em: <[http://www.ny.frb.org/markets/triennial/fx\\_survey.pdf](http://www.ny.frb.org/markets/triennial/fx_survey.pdf)>

No mercado doméstico, o aumento de volume dos contratos em aberto<sup>10</sup> de derivativos pode ser mais claramente dimensionado no que se refere aos negociados em Bolsa. Na BM&F, entre setembro de 2004 e novembro de 2005, os derivativos que têm o índice Bovespa<sup>11</sup> por ativo subjacente tiveram um aumento de 28,66% dos contratos em aberto, os que têm juros de curtíssimo prazo (DI de 1 dia)<sup>12</sup> por ativo subjacente aumentaram em 34,25% enquanto os derivativos de taxa de câmbio real/dólar americano<sup>13</sup> subiram 130,92% (Tabela 1).

Os investidores estrangeiros tiveram importância decisiva no imenso aumento do volume de negócios com ativos financeiros brasileiros e seus derivativos. O tamanho de suas apostas na valorização do real, na queda da taxa de juros e na valorização das ações aparecem tanto nos volumes negociados de ativos brasileiros no exterior do país, quanto nos dados divulgados pela Bovespa e pela BM&F sobre o perfil dos agentes e suas posições nos mercados financeiros domésticos.

**Tabela 1**  
BM&F: Contratos em aberto (em número de contratos)

	15/09/04	15/10/04	16/11/04	15/12/04	14/01/05	15/02/05	15/03/05
Índice Bovespa	46.132	52.960	57.942	45.924	50.956	76.677	57.253
Taxas de juro	4.089.608	3.335.512	3.887.183	4.303.453	3.583.042	3.706.449	4.123.522
Taxas de câmbio	400.540	420.172	433.021	547.935	462.377	576.861	732.293

	15/04/05	16/05/05	15/06/05	15/07/05	15/08/05	15/09/05	14/10/05	10/11/05
Índice Bovespa	56.012	61.617	51.902	56.922	68.988	59.367	54.178	59252
Taxas de juro	4.086.902	4.515.894	4.755.972	4.615.406	5.130.127	5.512.189	5.270.677	5.493.875
Taxas de câmbio	716.621	754.859	865.553	911.898	852.162	916.096	893.543	924.990

**Fonte:** BM&F. Elaboração própria.

O último relatório do Bank for International Settlements (BIS)<sup>14</sup> assinalava que, no fim de junho de 2005, o volume de contratos em aberto registrado na BM&F (US\$ 44 bilhões) era o segundo maior do mundo, só perdendo para os derivativos da taxa de câmbio do euro (US\$ 49 bilhões) entre os derivativos de câmbio negociados em mercados organizados fora dos EUA.

O efeito do elevado volume dessas apostas expressou-se nos preços dos ativos. O Gráfico 8 acima mostra a apreciação da taxa de câmbio do real, enquanto o Gráfico 9 ilustra a evolução do índice Bovespa em reais e em dólares. O Gráfico 10 aponta a influência que tiveram as apostas dos investidores estrangeiros de redução da taxa básica de juros brasileira na curva de juros apurada através dos contratos futuros de juros da BM&F. Essas posições chegaram a provocar quedas das taxas futuras de prazos mais longos mesmo durante o “processo” de elevação da taxa básica de juros, contrariando as intenções de política monetária do BCB de provocar contração da demanda pela elevação dos custos do crédito.

<sup>10</sup> Os contratos em aberto são uma medida do estoque de posições assumidas e não liquidadas. Para cada contrato em aberto, existe um comprador e um vendedor.

<sup>11</sup> O valor de cada contrato é obtido multiplicando-se o índice Bovespa em pontos por R\$ 3,00.

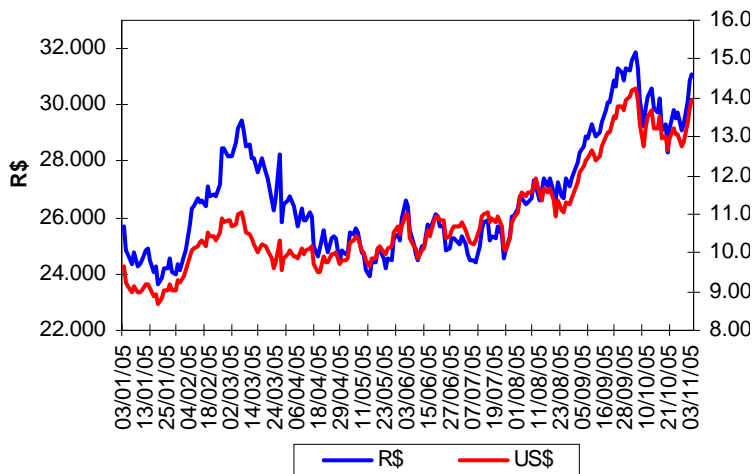
<sup>12</sup> Cada contrato de DI de 1 dia será equivalente, no seu vencimento, a R\$100 000,00

<sup>13</sup> Os contratos de derivativos de câmbio são equivalentes, no seu vencimento, a US\$ 50 000,00.

<sup>14</sup> *BIS Quarterly Review*, Sept. 2005, chap. 4, p. 55.

**Gráfico 9**

Índice Bovespa em R\$ e em US\$

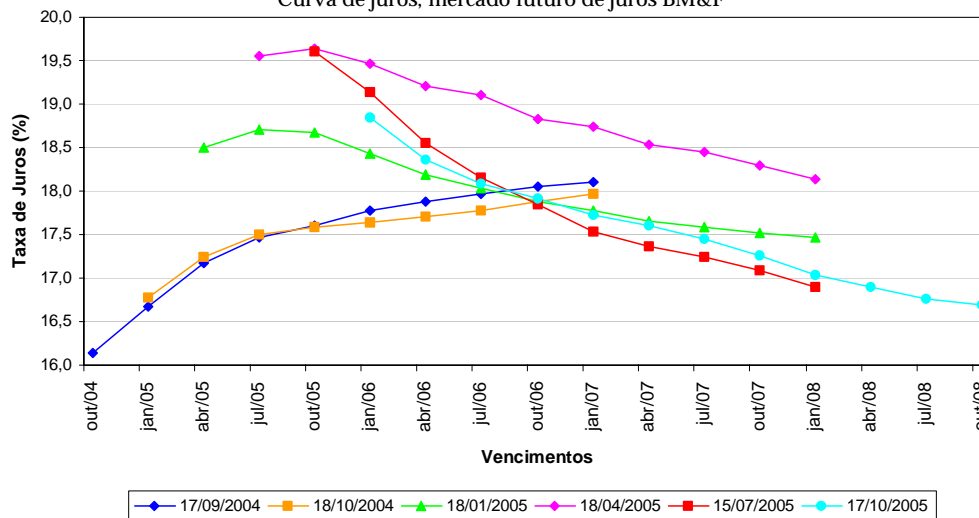


Fonte: Bovespa. Elaboração própria.

na segunda posição, tendo ampliado sua presença de 26,55% para 29,19%. As pessoas físicas foram a terceira classe de investidor com maior expressão, com uma fatia de 25,73% do total, ante 28,20% do mês anterior. As instituições financeiras vieram na seqüência, com 11,53% em outubro, ante 9,86% de setembro, seguidas de empresas (1,23%, frente aos 1,52% do mês anterior). Mas, a segunda parte da tabela também mostra que, em 2005, a participação dos investidores estrangeiros na negociação de ações no mercado doméstico constitui um recorde histórico que supera os valores

**Gráfico 10**

Curva de juros, mercado futuro de juros BM&F



Fonte: BM&F. Elaboração própria.

Mas, em outubro, dados divulgados pela Bovespa mostraram que o saldo de capital estrangeiro na Bolsa de Valores de São Paulo foi negativo em R\$ 59,070 milhões em outubro, quando as vendas de ações totalizaram R\$ 12,223 bilhões e as compras, R\$ 12,164 bilhões. Entretanto, no acumulado do ano, o saldo continua positivo em R\$ 4,026 bilhões. Embora, as saídas de recursos de estrangeiros tenham superado as entradas, a Tabela 2 mostra que este tipo de investidor continuou liderando a movimentação, com 32,15% do volume total da bolsa. Em setembro, essa participação havia sido de 33,70%. Já os investidores institucionais ficaram

alcançados até em 1997, ano da privatização do sistema Telebrás.

O mesmo se verifica nos derivativos do índice Bovespa negociados na BM&F. O Gráfico 11 mostra as posições líquidas<sup>15</sup> nesse mercado por tipo de investidores. Ele aponta claramente o predomínio dos investidores institucionais estrangeiros na compra desse derivativo.

O tamanho dessas posições compradas tanto no mercado à vista quanto na BM&F foi fator preponderante na alta dos preços das ações e do índice Bovespa. Somada à valorização do real, essa alta tornou as posições dos investidores estrangeiros extremamente lucrativas tanto para os que operaram no mercado à vista (Bovespa ou ADRs), quanto para aqueles que preferiram utilizar o mercado de derivativos para usufruir de um mecanismo de alavancagem.

<sup>15</sup> As posições líquidas representam o total das posições compradas menos o total das posições vendidas nesse contrato. Nos gráficos, as posições líquidas compradas situam-se acima da linha horizontal, as vendidas abaixo dela.

**Tabela 2**

Participação dos Investidores na Bovespa - (Compras + Vendas)

Fratia de investidores mês a mês (%)				
Mês/Tipo Invest.	Pes. Físicas	Instit.	Estrangeiro	Instit. Financ.
jan/04	29,4	28,3	27,0	12,1
fev/04	24,7	28,1	28,6	15,2
mar/04	29,2	28,0	27,3	11,8
abr/04	26,9	28,1	28,6	13,8
mai/04	27,6	25,5	31,9	12,5
jun/04	27,1	25,9	27,2	16,8
jul/04	30,1	27,0	25,7	14,2
ago/04	27,9	30,6	24,5	14,8
set/04	29,0	28,9	24,6	13,3
out/04	25,0	27,5	27,6	14,4
nov/04	28,9	27,7	28,4	12,6
dez/04	24,5	29,6	27,0	14,5
jan/05	26,1	28,5	32,8	10,9
fev/05	23,6	30,1	32,1	12,3
mar/05	26,4	24,4	32,2	9,8
abr/05	24,3	28,2	32,2	13,9
mai/05	26,2	28,1	31,5	11,4
jun/05	25,2	27,2	31,0	14,3
jul/05	25,1	27,0	34,7	11,1
ago/05	25,7	26,7	33,3	12,5
set/05	28,2	26,6	33,7	9,9
out/05	25,7	29,2	32,2	11,5
nov/05(*)	25,3	26,8	36,9	9,3
2005(*)	25,7	27,5	32,6	11,7

Nota: Considerada a soma do volume de compra e venda.

(\*) Até dia 7/nov

Fonte: Bovespa. Elaboração própria.

Participação dos Investidores na Bovespa - (Compras + Vendas)

Anos anteriores (%)				
Mês/Tipo Invest.	Pes. Físicas	Instit.	Estrangeiro	Instit. Financ.
2004	27,5	28,1	27,3	13,8
2003	26,2	27,6	24,1	18,0
2002	21,9	16,5	26,0	32,1
2001	21,7	16,0	25,1	34,0
2000	20,2	15,8	22,0	36,7
1999	15,9	15,6	22,3	39,1
1998	12,3	17,6	25,1	37,0
1997	10,4	19,0	25,9	40,1
1996	9,9	13,0	28,6	45,1
1995	11,3	15,8	26,4	41,3
1994	9,7	16,4	21,4	45,5

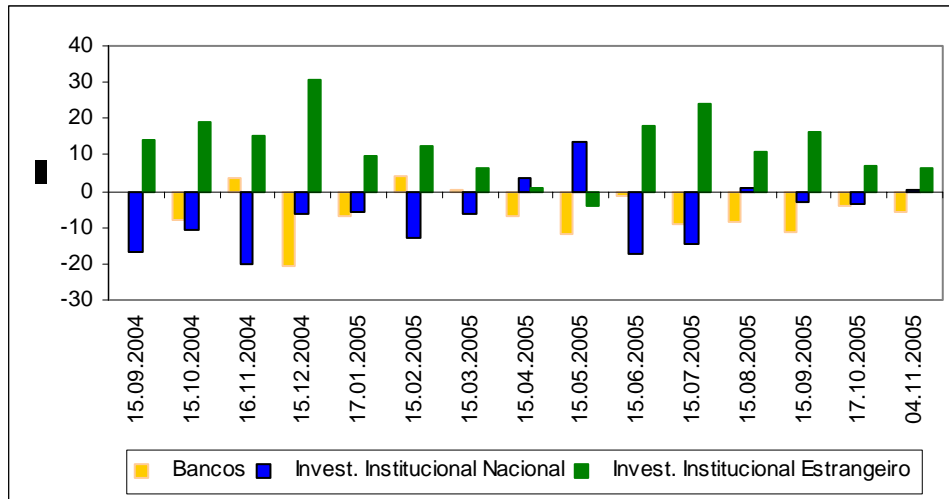
O surgimento nos mercados internacionais de temores relacionados à política monetária

americana provocou, a partir de começo de outubro, elevada volatilidade dos preços dos ativos brasileiros com fortes quedas sendo seguidas de alguma recuperação. Como é usual neste tipo de circunstâncias, os agentes se dividiram entre os que acreditavam que estes movimentos abruptos representavam apenas pequena correção dos preços e os que lhe atribuíam o caráter de uma decisiva reversão. Note-se a redução das posições dos investidores estrangeiros ocorrida ao longo daquele mês. Esta redução das posições dos investidores estrangeiros foi, em grande parte, responsável pela queda registrada no período pelo índice Bovespa e pela sua intensa volatilidade. Mas, o mercado de ações e o mercado futuro de índice Bovespa são, aparentemente, os únicos em que a participação dos investidores estrangeiros não voltou a se elevar neste início de novembro.

Esta particularidade envolvendo as ações brasileiras reflete o fato que, pela primeira vez desde que o BC começou a elevar a taxa de juros em setembro de 2004, a combinação juros elevados e câmbio apreciado começou a derrubar o lucro das companhias abertas brasileiras. No terceiro trimestre, segundo levantamento feito pelo Valor Data, o resultado líquido de 84 empresas que haviam divulgado seus resultados até 10/11/2005 caiu em média 7,4% na comparação com o mesmo período do ano passado. Essa média decorre de resultados muito díspares. A queda dos lucros foi mais acentuada nas empresas exportadoras e em setores como papel e celulose e petroquímicas que têm seus preços internos atrelados ao dólar. Além disso, o consumo interno fraco afetou os lucros de diversas empresas cujos produtos se destinam ao mercado doméstico, sobretudo no setor de varejo. Por outra parte, destacam-se ainda mais os elevadíssimos lucros obtidos pelos bancos dos quais trataremos ao examinar a evolução do crédito.

**Gráfico 11**

Posições líquidas dos investidores em contratos futuros de índice Bovespa



Fonte: BM&F. Elaboração própria.

Queda dos lucros das empresas e forte elevação dos lucros dos bancos, queda da produção industrial e, provavelmente, números negativos para o PIB do terceiro tri-mestre representam alguns dos efeitos defasados da política monetária temerária, o que explica a cautela dos investidores com as ações brasileiras. Tais efeitos podem ainda vir a se intensificar bem como seus reflexos nos preços das ações.

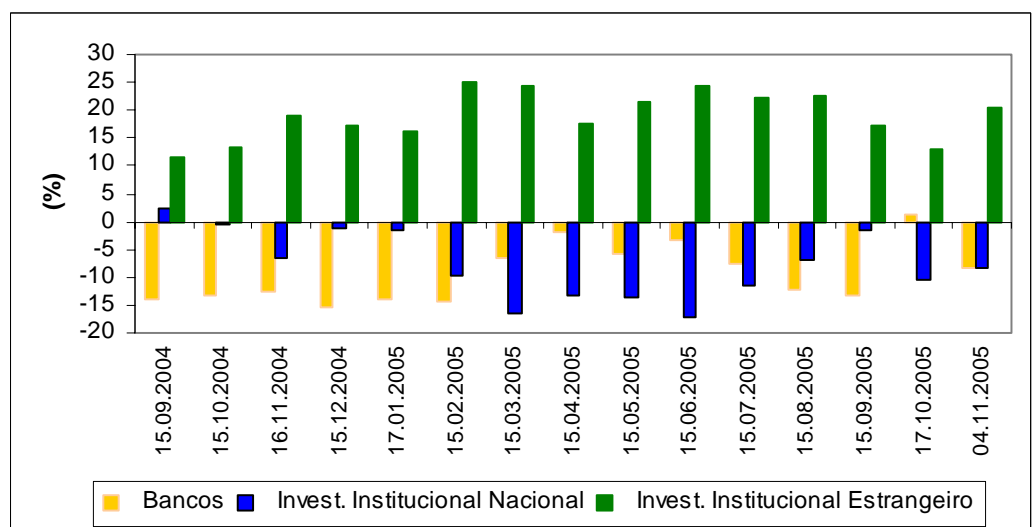
Por outro lado, como se pode ver no Gráfico 12, uma extremamente elevada participação dos investidores estrangeiros se verifica no mercado de derivativos de taxas de juros. Neste mercado, há um ano – ou seja desde que o Banco Central iniciou o “processo de elevação da taxa de juros” que levou a Selic de 16% para

19,75% – que os investidores institucionais estrangeiros reinam incontestes na ponta comprada, aquela que representa uma aposta na queda da taxa Selic. Os investidores institucionais estrangeiros apostaram sobretudo nos vencimentos mais longínquos, acreditando que a taxa de juros básica da economia brasileira não poderá manter-se indefinidamente em patamar tão

superior ao dos praticados por outras economias emergentes. São essas posições que explicam que vencimentos mais longínquos passaram a ter uma liquidez e um volume de contratos em aberto elevados. É importante insistir que foi sua atuação e o grande volume de operações que realizaram que impediu que a curva de rendimentos se elevasse na mesma proporção que a alta da taxa básica determinada pela política monetária.

**Gráfico 12**

Posições líquidas dos investidores em contratos futuros de DI de 1 dia



Fonte: BM&F. Elaboração própria.

Após terem reduzido sua participação neste mercado no mês de outubro, o Gráfico 12 também assinala que os investidores estrangeiros voltaram a assumir posições elevadas, refletindo a continuidade da busca por rendimento, uma vez atenuados os temores ligados à política monetária americana.

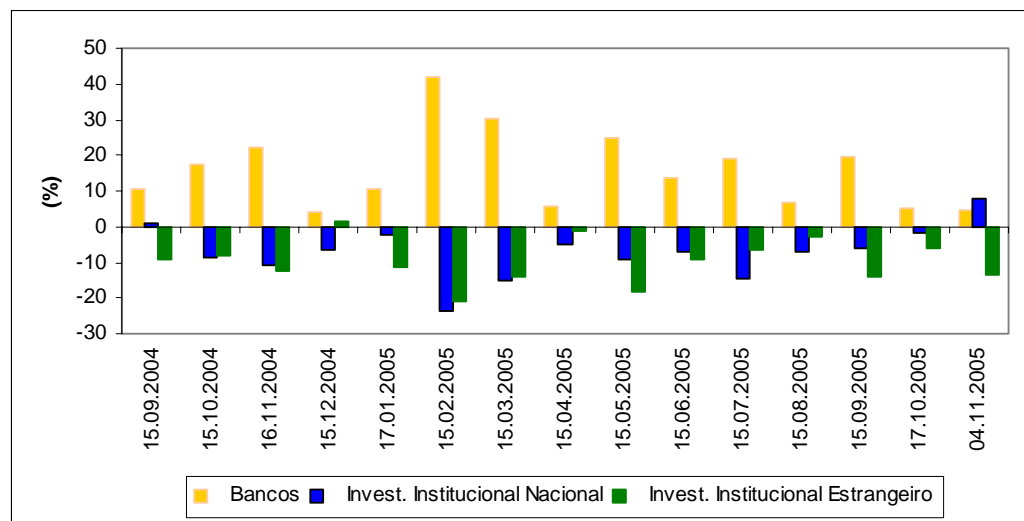
Nos derivativos de câmbio, os investidores institucionais estrangeiros compartilharam a posição líquida vendida – aquela que realiza lucros quando o real se aprecia – com os investidores institucionais nacionais, enquanto os bancos detinham a posição líquida comprada (Gráfico 13), o que pode ser explicado, pelo menos em parte, como cobertura de riscos das posições vendidas em câmbio que vêm mantendo no mercado à vista além de outras dívidas contraídas em divisas. Convém, entretanto, sublinhar que a posição líquida vendida dos investidores institucionais estrangeiros reduziu-se consideravelmente até outubro em relação à que detinham em fevereiro/março deste ano. A forte atuação do Banco Central no mercado de câmbio naquele período que antecedeu o anúncio da não renovação do acordo com o FMI e a acentuada apreciação da taxa de câmbio verificada desde então pode explicar esta queda de sua posição líquida ou, em outras palavras, de suas apostas unilaterais. Tal redução das posições líquidas dos estrangeiros acentuou-se em outubro, em função dos já mencionados temores de deterioração do cenário externo e do

retorno da autoridade monetária às operações de compra de divisas.

Mas, essas posições líquidas voltaram a se elevar de forma acentuada no início de novembro, apesar do fato que o Banco Central voltou a comprar divisas no mercado à vista e da redução do diferencial de juros resultante de um lado da ligeira queda da Selic e de outro lado da alta da taxa básica de juros americana. Este aumento das posições vendidas em dólar/compradas em reais dos estrangeiros tem sido decisivo na nova rodada de apreciação de 5,33% em apenas nove dias do real, a despeito do fato que o dólar acentuou sua valorização diante das demais moedas. Nos três primeiros dias úteis de novembro, os investidores estrangeiros acrescentaram US\$ 850 milhões em suas posições vendidas em dólar nos derivativos de câmbio negociados na BM&F; nos seis primeiros dias úteis deste mês as apostas na queda do real do investidor institucional internacional aumentaram de US\$ 1,56 bilhão.

**Gráfico 13**

Posições líquidas dos investidores em contratos futuros de taxa de câmbio



Fonte: BM&F. Elaboração própria.

Se considerarmos o volume total atingido pelos contratos em aberto de derivativos de câmbio na BM&F e o presumido dos negócios em NDFs, próximo a US\$ 100 bilhões, não resta

dúvidas que essas posições dos estrangeiros em derivativos de câmbio do real, além de lhes render polpidos resultados financeiros, influenciam fortemente a formação dessa taxa e contribuem para a acentuada apreciação da moeda brasileira.

No contexto de elevada liquidez internacional e baixa aversão aos riscos, o conjunto das economias emergentes beneficiou-se de uma acentuada redução dos *spreads* de risco e de valorização de seus ativos. Entretanto, por si só, esse fator não explica o tamanho das apostas feitas por estrangeiros em ativos brasileiros, bastante superior às que eles costumam manter no país. Elas expressam, sobretudo, suas expectativas de rendimentos dos ativos brasileiros mais elevados que os demais, que resultam tanto do atual patamar das taxas de juros brasileiras quanto da convicção que, em dado momento, elas terão de se ajustar às praticadas no restante do mundo.

Os organismos internacionais como o FMI e o BIS, alguns organismos privados como o Institute for International Finance (IIF) e economistas e analistas dos mais variados matizes têm alertado para a existência de diversas bolhas especulativas de ativos, como a verificada no mercado imobiliário de alguns países desenvolvidos ou a que envolve a baixa percepção de riscos na precificação dos ativos de economias emergentes. Devido ao extraordinário volume de posições assumidas em ativos brasileiros e à sua valorização superior à dos ativos das demais economias emergentes, tal bolha tende a ser ainda mais acentuada aqui.

Enquanto ela se forma, uma bolha especulativa pode transmitir sensação de euforia e até atrair novos investidores mais incautos. O diabo é que tais bolhas têm o mau costume de não se perpetuar indefinidamente e de, em algum ponto no tempo, estourar espalhando prejuízos.

No caso dos preços dos ativos brasileiros, as elevadíssimas posições e sua concentração na mão de investidores estrangeiros potencializam os riscos que uma reversão de suas posições acarrete forte volatilidade financeira e instabilidade macroeconômica.

A intensa volatilidade registrada nos preços dos ativos brasileiros em outubro mostra claramente que uma reversão deste tipo pode se verificar por motivos totalmente alheios à economia brasileira. Mas, ademais, o temor de tal reversão pode constituir entraves suplementares à atuação do Banco Central e o coloca, efetivamente, em uma encruzilhada: se reduzir a taxa básica de juros ao ponto de aproximá-la das praticadas por outras economias emergentes, pode provocar uma desvalorização do real com reflexos na taxa de inflação. Se, ao contrário, se contentar com doses homeopáticas de redução da taxa de juros pode desencadear movimentos de impaciência ou de decepção daqueles investidores estrangeiros que apostaram que, ao fim e ao cabo, a taxa de juros brasileira teria de se aproximar das praticadas em outras partes do mundo.

O Brasil reduziu de alguns graus a vulnerabilidade externa proveniente de sua balança de pagamentos, mas um novo flanco de vulnerabilidade está surgindo do elevado grau de abertura de seus mercados de ativos e de derivativos financeiros e do elevado volume de apostas dos investidores estrangeiros. Se tal hipótese for verdadeira, as políticas monetária e cambial do país perderam mais alguns raros e preciosos graus de liberdade.

### **3 Taxa de juros e crédito**

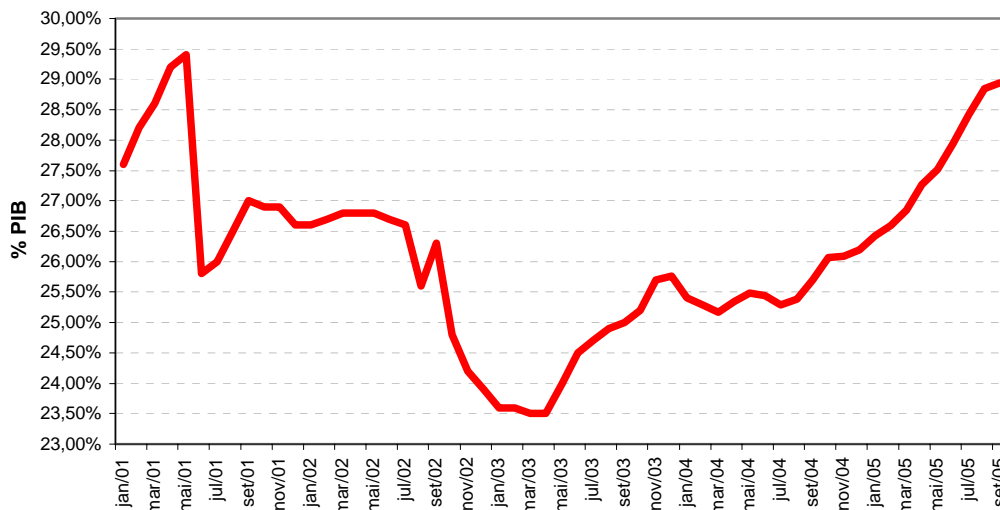
O forte desempenho exportador e a elevação do volume de crédito têm sido apresentados como determinantes para o fato que a política monetária de altíssima taxa básica de juros não tenha ainda levado a economia à



recessão. Uma análise prospectiva do impacto da política monetária tem, assim, de incluir o importante aspecto do crédito enquanto fator de demanda agregada que depende de financiamento para sua realização.

Em setembro, o estoque total das operações de crédito do sistema financeiro, considerados os recursos livres e direcionados, atingiu R\$ 548,1 bilhões em setembro, com crescimentos de 1,2% no mês e de 18% em doze meses. Em consequência, a relação desse agregado com o PIB manteve o patamar observado no mês anterior, 28,9%, ante 25,7% em setembro de 2004. Embora tenha se elevado, a relação crédito/PIB no Brasil permanece muito baixa e ainda se encontra em patamar inferior ao registrado em maio de 2001, como mostra o Gráfico 14.

**Gráfico 14**  
Operações de crédito do sistema financeiro – total/PIB



Fonte: Banco Central. Elaboração própria.

Mas, foram sobretudo os créditos com recursos livres que cresceram, enquanto aqueles com recursos direcionados permaneceram estáveis em setembro. A relação entre os créditos com recursos direcionados e o PIB tem até se reduzido como se vê no Gráfico 15, apesar da alta que voltou a ser registrada no crédito habitacional.<sup>16</sup>

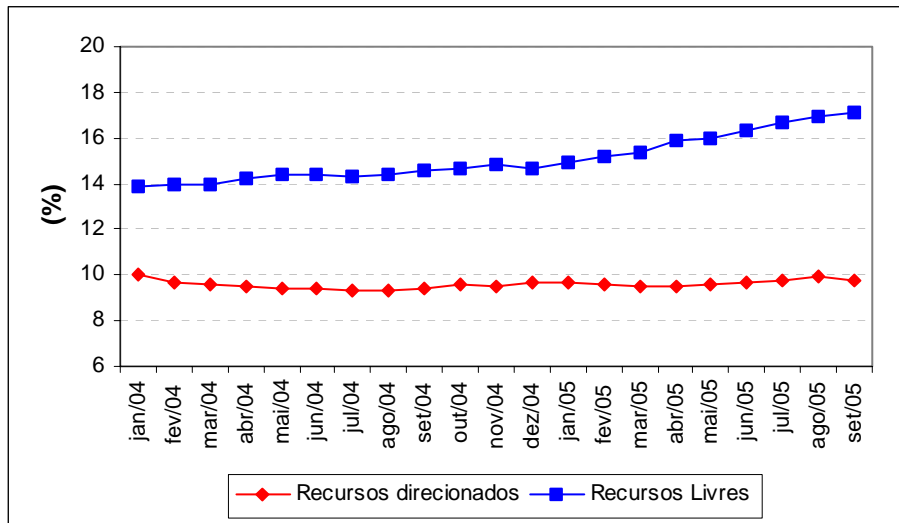
<sup>16</sup> Em setembro de 2005, foram destinados R\$ 519,42 milhões para o financiamento habitacional, o que representou um

A evolução dos empréstimos no período continuou a ser condicionada ao desempenho das operações com recursos livres, decorrente sobretudo da trajetória expansionista das carteiras de pessoas físicas. Após a queda verificada em julho, os empréstimos concedidos com recursos livres (58,6% do total do sistema) em agosto somaram R\$317,4 bilhões, com elevações de 1,6% no mês e de 22,8% no período de doze meses. Já em setembro, o crédito concedido com recursos livres teve participação de 59% no total do sistema financeiro e alcançou R\$323,3 bilhões, constatando-se aumentos de 1,8% no mês e de 22,9% em doze meses. Esse comportamento em setembro foi determinado pelos incrementos de 2,3% nos empréstimos destinados a pessoas físicas e de 1,4% nas operações contratadas com pessoas jurídicas. Conforme se constata no Gráfico 16, esses números indicam que a recuperação do

ritmo de crescimento dos créditos concedidos, verificada em agosto, não se sustentou em setembro. Na medida em que o crescimento se concentrou nas carteiras destinadas às pessoas físicas, essa observação parece condizente com o fraco desempenho do comércio no período.

incremento de 86,73% em relação ao mesmo mês de 2004. Essa explosão do financiamento habitacional é reflexo da combinação da regulamentação de leis que trouxeram mais segurança para as operações de crédito imobiliário – como a alienação fiduciária, que substituiu o sistema de hipoteca – com resoluções do CMN (Conselho Monetário Nacional), que passaram a incentivar a ampliação da contratação de crédito para a habitação. Neste ano, o CMN fixou meta de 50% para a expansão do crédito imobiliário no segundo semestre. Essa meta é uma alternativa para os bancos que não conseguem cumprir a exigência de aplicar 65% dos depósitos da poupança em habitação.

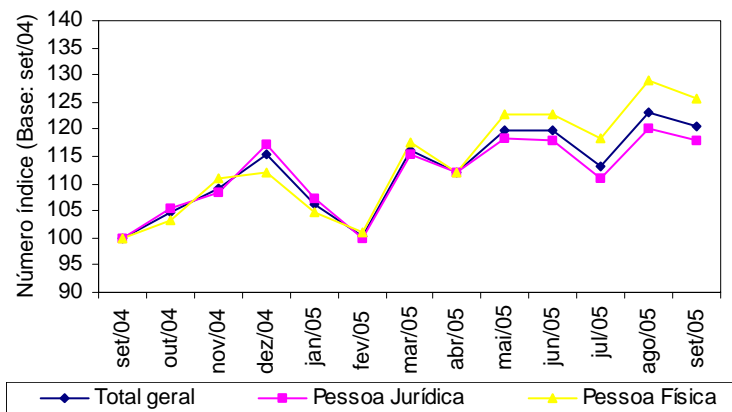
**Gráfico 15**  
Operações de crédito do sistema financeiro por tipos de recursos/PIB



Fonte: Bacen. Elaboração própria.

**Gráfico 16**

Concessões mensais consolidadas de crédito com recursos livres



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Confirma-se a constatação feita no relatório anterior que a evolução dos novos créditos passou, a partir de janeiro de 2005, a ser bem menos consistente do que em 2004, como pode ser verificado pela sucessão de quedas e aumentos que se refletem nos gráficos pelo aspecto de “serra dentada”. Tal sucessão no total geral advém sobretudo do fato que, em que pese a perda de dinamismo dos créditos concedidos às pessoas físicas, eles continuaram crescendo, enquanto os créditos concedidos às pessoas jurídicas se alteraram muito pouco (Tabela 3).

Mantendo igualmente o padrão que vem se afirmando desde o ano passado, as emissões de debêntures já ultrapassaram R\$ 30 bilhões neste ano. Com novas autorizações de emissão da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e os pedidos que ainda estão em análise, o total pode passar de R\$ 40 bilhões em 2005. Ao mesmo tempo, as operações de securitização de recebíveis atingiram R\$ 5,4 bilhões, nos primeiros nove meses do ano. A

continuidade deste movimento parece sugerir que, seguindo o padrão internacional, o financiamento das empresas tende a ser obtido mais nos mercados do que junto ao sistema bancário, com a exceção do BNDES. Entretanto, é necessário sublinhar que este crescimento do mercado de capitais não pode ser dissociado da situação de relativa estabilidade econômica observada no período e que a situação pode mudar se houver novo período de volatilidade financeira acentuada.

Para as pessoas físicas, destacaram-se as operações de crédito pessoal, de crédito pessoal (que englobam o crédito consignado), com crescimento de 2,7% e de financiamento de veículos, expansão de 2,9%. que continuaram sendo determinantes. O crédito às pessoas físicas, embora continue registrando aumento de volume, se mostra bem menos consistente do que o verificado em 2004. As razões para isto estão, de um lado, nas expectativas dos consumidores que reduzem sua demanda dado que a elevação da taxa Selic induz à cautela e, de outro lado, em função 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.

**Tabela 3**  
Concessões consolidadas das operações de crédito c/recursos livres (R\$ milhões) –  
Pessoas Jurídicas

	Hot 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
1º tri. 2004	2,530	15,461	0,498	19,830	50,310	0,044	4,001	10,813	31,465	160,641
2º tri. 2004	2,600	17,588	0,444	20,952	54,089	0,052	4,715	11,761	34,227	178,854
3º tri. 2004	2,364	19,680	0,500	22,074	57,789	0,026	5,354	13,196	38,006	185,500
4º tri. 2004	2,131	21,493	0,504	26,343	60,181	0,038	6,017	14,494	46,114	204,248
1º tri. 2005	1,978	19,361	0,435	23,381	58,323	0,046	6,487	12,636	47,265	199,135
2º tri. 2005	2,061	21,404	0,466	27,984	62,075	0,091	6,966	13,892	49,225	215,089
set/04	0,637	6,899	0,176	7,658	19,378	0,005	1,822	4,502	12,865	61,744
out/04	0,688	6,672	0,161	7,656	19,477	0,008	1,854	4,434	15,127	65,004
nov/04	0,680	7,211	0,176	8,746	19,863	0,016	1,984	5,391	15,215	66,935
dez/04	0,764	7,609	0,167	9,940	20,840	0,014	2,179	4,669	15,773	72,309
jan/05	0,688	6,295	0,153	7,313	19,760	0,008	2,090	4,414	16,133	66,189
fev/05	0,661	5,934	0,128	7,308	18,155	0,009	1,957	3,847	14,591	61,761
mar/05	0,629	7,132	0,154	8,761	20,409	0,029	2,440	4,376	16,541	71,186
abr/05	0,679	6,997	0,149	8,705	19,666	0,042	2,219	4,284	15,582	69,273
mai/05	0,687	7,300	0,161	9,079	21,346	0,010	2,263	5,007	16,965	72,972
jun/05	0,695	7,107	0,155	10,199	21,063	0,039	2,484	4,601	16,678	72,844
jul/05	0,815	6,657	0,162	8,816	20,632	0,023	2,127	4,265	15,708	68,415
ago/05	0,792	7,366	0,185	8,476	22,077	0,031	2,270	5,434	17,147	74,091
set/05	0,641	7,118	0,169	8,763	21,712	0,015	2,390	5,169	17,584	72,791

Fonte: Banco Central do Brasil.

Note-se, assim em setembro, que embora tenha sofrido leve redução, a carteira de cheque especial continua em patamares elevados. (Tabela 4 e Gráfico 17). Essa carteira de cheque especial deve ser acompanhada com redobrada atenção, na medida em que pode indicar que a capacidade de endividamento das famílias em linhas menos dispendiosas está se esgotando.

A questão do limite do endividamento das famílias já começa a se colocar claramente no que se refere ao crédito consignado, principal responsável pelo crescimento do crédito pessoal. O sucesso dessa modalidade de crédito, com desconto em folha de pagamento, decorreu das menores taxas de juros cobradas pelos bancos, em virtude do fato que ele apresenta um risco muito menor, já que a prestação devida é descontada

diretamente do rendimento mensal do tomador de crédito. Têm surgido na imprensa informações ainda esparsas, como as avaliações de federações de câmaras lojistas do Nordeste<sup>17</sup> que estimam que, nas localidades em que as principais fontes de renda são os salários de funcionários públicos e, sobretudo, as pensões e aposentadorias, já estão ocorrendo perdas de venda do comércio por causa dos empréstimos consignados.

Com efeito, na busca de minimizar ainda mais o risco desse tipo de crédito, os bancos deram preferência absoluta aos tomadores que recebem sua renda do Estado, sob a forma de salários (funcionários públicos) ou de transferências (aposentados e pensionistas) que

<sup>17</sup> Fernandes, K. Dívida no consignado derruba consumo no NE. *Folha de São Paulo*, 09 out. 2005.

**Tabela 4**

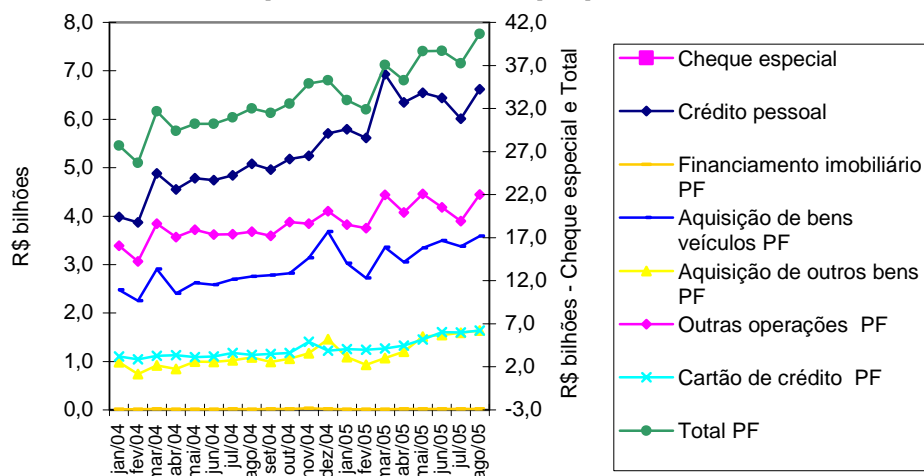
Concessões consolidadas das operações de crédito c/recursos livres (R\$ milhões) - Pessoas físicas

	Cheque especial	Crédito pessoal	Financiamento imobiliário PF	Aquisição de bens veículos PF	Aquisição de outros bens PF	Cartão de crédito PF	Outras operações PF	Total PF
1º tri. 2004	42,332	12,729	0,041	7,632	2,645	9,383	10,298	85,061
2º tri. 2004	44,713	14,080	0,041	7,609	2,832	9,686	10,901	89,861
3º tri. 2004	46,770	14,884	0,051	8,235	3,097	10,518	10,897	94,452
4º tri. 2004	48,989	16,134	0,072	9,633	3,685	12,404	11,823	102,740
1º tri. 2005	47,131	18,336	0,045	9,101	3,095	12,168	12,022	101,898
2º tri. 2005	50,660	19,338	0,061	9,885	4,256	15,707	12,714	112,622
set/04	15,633	4,962	0,018	2,784	0,988	3,516	3,595	31,497
out/04	16,000	5,180	0,020	2,819	1,054	3,607	3,875	32,556
nov/04	16,578	5,248	0,030	3,136	1,171	4,906	3,844	34,914
dez/04	16,411	5,706	0,022	3,678	1,459	3,890	4,103	35,270
jan/05	15,171	5,792	0,015	3,023	1,093	4,044	3,826	32,962
fev/05	14,842	5,612	0,015	2,724	0,932	3,997	3,754	31,876
mar/05	17,118	6,932	0,015	3,355	1,070	4,128	4,442	37,060
abr/05	16,119	6,349	0,018	3,050	1,200	4,471	4,075	35,283
mai/05	17,577	6,548	0,021	3,340	1,510	5,192	4,456	38,646
jun/05	16,965	6,440	0,021	3,495	1,546	6,044	4,183	38,693
jul/05	16,354	6,010	0,019	3,373	1,589	6,011	3,900	37,257
ago/05	18,136	6,620	0,019	3,584	1,641	6,209	4,445	40,654
set/05	17,276	6,299	0,020	3,733	1,305	6,602	4,344	39,578

Fonte: Banco Central.

**Gráfico 17**

Principais modalidades de crédito para pessoas físicas



Fonte: BCB. Elaboração própria.

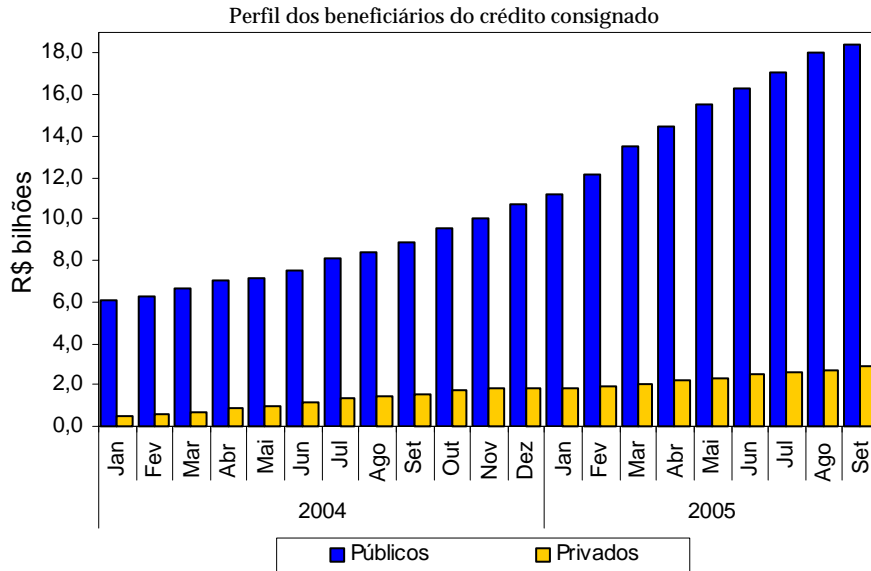
correm muito menos risco de se ver, de um dia para o outro, desempregados e incapacitados de reembolsar o empréstimo (Gráfico 18). Mas, esse contingente é pouco elástico além de ser o que apresenta aumentos muito baixos ou inexistentes de renda: os funcionários públicos federais tiveram um reajuste linear de 0,1% em 2005, enquanto os aposentados e pensionistas que

recebem valores superiores a 1 salário mínimo apenas repuseram a inflação.

Embora mais barato que outras modalidades de crédito para as pessoas físicas, o custo do crédito consignado é muito elevado, considerando que os riscos de inadimplência são quase nulos. Tendo em conta sua rentabilidade e o baixo nível de risco, sua expansão respondeu a uma estratégia deliberada dos bancos, que o tem promovido

com insistência, de elevar seus lucros. Não é por acaso que o BMG, banco mais ativo nessa modalidade com 2,5 milhões clientes com contratos ativos de crédito consignado em 30 de junho de 2005, fechou o balanço do primeiro semestre deste ano com um lucro líquido de R\$ 266,22 milhões, quase 250% maior que os R\$ 76,57 milhões registrados no mesmo período do ano passado.

**Gráfico 18**

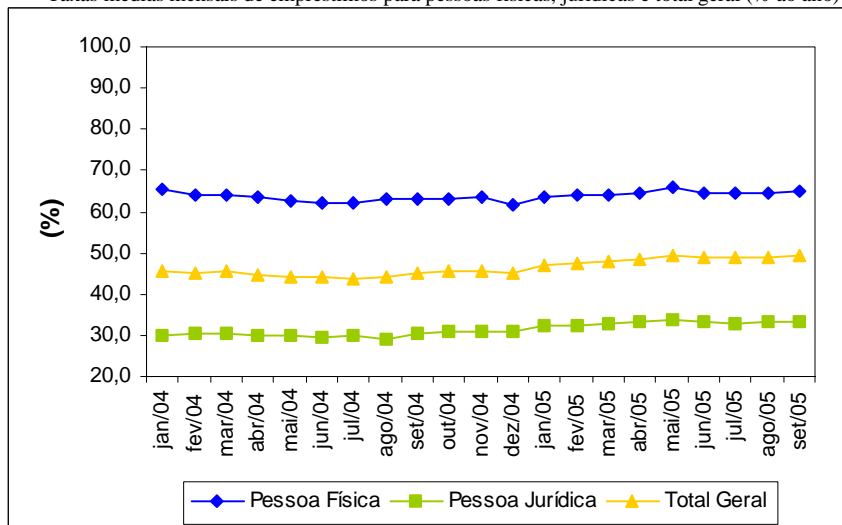


Fonte: Banco Central. Elaboração própria.

Ademais, para entender a predileção dos bancos em conceder crédito para as pessoas físicas, é importante salientar que as taxas de juros cobradas das famílias em todas as modalidades de crédito (64,9% ao ano, em setembro de 2005) são muito superiores às cobradas das pessoas jurídicas (38,3% aa, no mesmo período) como aponta o Gráfico 19.

**Gráfico 19**

Taxas médias mensais de empréstimos para pessoas físicas, jurídicas e total geral (% ao ano)



Fonte: Bacen. Elaboração própria.

O mesmo gráfico mostra também que, com pequenas alterações, as taxas de juros cobradas

para empréstimos muito pouco se alteraram desde o início de 2004. Essa relativa estabilidade representou uma certa queda do *spread* bancário, em função da elevação da taxa Selic. Mas, ela é principalmente sintomática do fato que, com um diferencial de juros entre o custo de financiamento e as taxa de juros cobradas dos clientes tão alto, o crédito no Brasil não constitui um canal eficiente de transmissão de política monetária, porque qualquer mudança de política monetária acaba por se diluir no *spread*, atenuando

seu impacto.

Entretanto, a expansão do crédito para pessoas físicas em modalidades com baixos riscos de inadimplência tem sido extremamente eficiente para garantir lucros expressivos para os bancos. Em 2005, os lucros dos principais bancos privados do país foram extremamente elevados. O Bradesco obteve lucro líquido de R\$ 4,051 bilhões entre janeiro e setembro deste ano, um aumento de 102,3% em relação aos primeiros nove meses de 2004, que somou R\$ 2,002 bilhões. O Itaú, no período, lucrou R\$ 3,827 bilhões e o Unibanco obteve R\$ 1,329 bilhão de lucro. Nesses três bancos, a principal origem desses resultados superlativos foram as operações de crédito que renderam mais que as receitas de serviços, de tesouraria ou de gestão de recursos de terceiros.

A carteira de crédito do Bradesco cresceu 25,5% nos últimos doze meses e

respondeu por 39% do lucro. Isso se deveu sobretudo ao crescimento do financiamento ao consumo que se elevou 81,21% entre o final de setembro do ano passado e igual período de 2005, impulsionado pelas parcerias operacionais da instituição com redes de varejos e bancos de pequeno e médio porte. Em setembro do ano passado a carteira de crédito proveniente de acordos operacionais era de apenas R\$ 89 milhões. No final do terceiro trimestre de 2005 já alcançava R\$ 5,238 bilhões. Somente a parceria com a rede Casas Bahia, fechada em novembro do ano passado, já rende ao banco uma carteira de crédito no valor R\$ 1,5 bilhão.

No Itaú, a comparação entre os primeiros nove meses de 2004 e de 2005 revela um aumento de 15,7% da carteira de crédito. Mas, os empréstimos para pessoas físicas saltaram de 40,1% em comparação com um aumento de apenas 4,1% para as empresas. Enquanto isso, o volume de crédito do Unibanco expandiu-se 24% em doze meses.

### **Conclusão**

Os custos potenciais de uma política monetária que levou a rigidez ao extremo absoluto, que viemos apontando nos boletins anteriores quando sua principal manifestação estava nas contas públicas e na apreciação da taxa de câmbio do real, começam a se mostrar na realidade das estatísticas de produção, nos lucros das empresas e na deterioração das expectativas de crescimento. A defasagem existente entre mudanças de política monetária e seu impacto nas variáveis reais faz com que tais repercussões sejam ainda iniciais e possam se acentuar ainda mais. Não se pode descartar que, eventualmente, elas venham a ampliar-se para outras variáveis como a balança comercial e o nível de emprego.

A concretização desses custos parece ter tomado muitos de surpresa. É notável que, nesse

momento, apareçam críticas à condução da política monetária e sugestões de rápida reversão de rumos e de taxa de juros advindas de setores liberais. Para esses, o que ocorreu foi um erro de dosagem na política monetária que elevou a taxa básica de juros acima do necessário. Teria sido esse erro que provocou efeitos colaterais danosos. Nessa interpretação baseada nas análises de Milton Friedman, a moeda continua sendo neutra na economia e seriam os erros de política monetária que a levariam a ter impactos macroeconômicos que ultrapassam os níveis de preços.

Os defensores da teoria novo-clássica sobre a qual se assenta o regime de metas de inflação recusam tal interpretação e mantêm a neutralidade da moeda, mesmo no curto prazo. Eles continuam defendendo a idéia que somente a total independência do Banco Central poderia evitar impactos negativos da política monetária. Segundo eles, tal medida, ao elevar a credibilidade da autoridade monetária, reduziria a necessidade de aumento da taxa de juros para controlar a inflação. Entretanto, têm mantido um prudente silêncio nesse momento em que começa a se revelar o alcance das repercussões da política monetária

No quadro teórico da não-neutralidade da moeda, própria das análises keynesianas, o simples fato de existir moeda interfere nos motivos e nas decisões dos agentes. A política monetária exerce um impacto real e prolongado sobre a economia ao afetar não apenas a produção corrente, mas também as decisões de investimento e, portanto, as possibilidades reais da economia mesmo no longo prazo.

É com base nesse quadro teórico que, no caso do Brasil, têm sido insistentemente apontados, inclusive aqui, os custos econômicos e sociais atuais e futuros da política monetária

praticada pela atual diretoria do Banco Central. Os custos atuais se referem à perda de dinamismo da economia e ao baixo proveito tirado de uma situação internacional excepcionalmente favorável que permitiu um forte crescimento da grande maioria das economias emergentes. Por si só, esses custos podem constituir uma pesada hipoteca sobre o futuro, à medida que investimentos para exportação podem ser simplesmente anulados em função da volatilidade cambial excessiva do Brasil. Em outros termos, mesmo que a taxa de câmbio venha a registrar alguma desvalorização, decisões de investimento podem não ser tomadas por medo que essa desvalorização seja apenas passageira.

Já, os potenciais custos futuros estão estreitamente vinculados à valorização cambial,

decorrente do maior diferencial de juros do mundo. Em algum momento, esta poderá vir a afetar os resultados da balança comercial e de capitais. Ademais, ela reproduz, no regime de câmbio flutuante, a armadilha cambial verificada no primeiro mandato de Fernando Henrique Cardoso, num regime de câmbio administrado. Mas, tal reprodução está sendo feita em escala ampliada em função da criação de um amplo mercado *offshore* de derivativos da taxa de câmbio do real e da autorização dada, pela Resolução 2689 do Banco Central de 26 de janeiro de 2000 às operações dos investidores estrangeiros nos mercados de derivativos domésticos. Em consequência, também ampliam-se os temores de abruptas reversões das posições dos investidores estrangeiros e de seus impactos.