

No fio da navalha

A última reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) pode ter representado um marco histórico, não apenas pela redução surpreendente de 100 pontos básicos da taxa Selic, mas pelo fato de a mesma acompanhar um elenco medidas que visam combater a ameaça recessiva. Nesse encontro, o pêndulo do balanço de riscos nas decisões de política monetária, que desde a implantação do regime de metas inflacionária sempre tendeu fortemente para a questão da estabilidade de preços em detrimento dos custos para a atividade econômica, deslocou-se para o outro extremo.

Contudo, deve-se salientar que o comunicado oficial não expressa essa possibilidade. De acordo com o mesmo iniciou-se um processo de flexibilização monetária, cuja parte relevante do ajuste da taxa de juros foi realizada de imediato e sem prejuízo para o cumprimento da meta de inflação. A mensagem subliminar refere-se ao fato de que o afrouxamento monetário, não teria o intuito de impulsionar o ritmo de expansão da atividade, mas o de acomodar as novas condições propiciadas pela crise financeira internacional.

Assim, o objetivo central da política monetária continuaria sendo o da convergência da inflação para as metas traçadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Ainda que o estopim da crise, com a quebra do Lehman Brothers, produziu uma depreciação cambial de 40%, a redução de juros nessa magnitude não deverá comprometer a estabilidade de preços. A súbita retração da atividade econômica e a forte queda dos preços das “commodities” mais que compensam os efeitos inflacionários da depreciação cambial. Também parece não haver dúvidas de que “pass-through” para inflação será bem inferior ao verificado nas crises cambiais anteriores.

Embora esses argumentos sejam irretocáveis, a decisão segue a linha adotada pelos principais bancos centrais para combater a recessão e afastar o risco iminente de uma depressão. Além disso, a flexibilização monetária sintoniza com as inúmeras medidas econômicas já tomadas pelo governo para combater a crise, manifestada com uma queda rápida do nível de atividade, principalmente para os bens duráveis que são dependentes do crédito.

Internamente, a crise foi delineada pela quebra de confiança generalizada das famílias, empresas e instituições financeiras com uma corrida por liquidez que acabou interrompendo o fluxo da atividade econômica. O estancamento do fluxo de crédito externo, que fornecia “funding” ao sistema financeiro, provocou uma reação defensiva das instituições financeiras, que passaram a elevar as suas reservas de liquidez. Da mesma forma preventiva, as empresas reagiram reduzindo os seus estoques e adiando os investimentos e as famílias, reduzindo as suas compras e evitando o endividamento.

A decisão do Copom traz no seu bojo o pressuposto de que, pelo menos no curto e médio prazo, a política monetária não seja neutra, no que tange aos seus efeitos sobre a economia real. Para tanto, o afrouxamento da política monetária deverá auxiliar o processo de coordenação das expectativas. Se exitoso, o novo ciclo ajudaria a promover o investimento, a incentivar o consumo e, sobretudo, a manter o funcionamento adequado para o mercado de crédito, que tem sido o principal canal de transmissão da crise.

No que tange ao mercado de crédito, historicamente, a queda da taxa básica de juros tem uma forte correlação com a diminuição do spread bancário ou, mais especificadamente, com a redução da diferença entre as taxas de captação e aplicação das instituições financeiras. Assim, ainda que haja alguma defasagem temporal, é provável que, com a redução da Selic, haja uma redução considerável no custo de dinheiro para os indivíduos e as empresas.

Todavia, apesar de bem vinda e necessária, a redução em 100 pontos básicos da taxa Selic será insuficiente e deverá exigir medidas adicionais de apoio. O revigoramento do mercado de crédito envolve algumas questões, tais como a capitalização das instituições financeiras, a adequação da oferta potencial de crédito, da disposição dos agentes econômicos a emprestar e a se endividar, da margem de espaço para a redução do custo do dinheiro para as empresas e famílias.

Embora houvesse uma aceleração expressiva das operações de crédito, não há indícios de que o setor bancário tenha cometido os mesmos excessos dos bancos internacionais. O sistema mostra-se hígido, capitalizado e bem regulamentado. Em termos das recomendações do Comitê de Basileia, o índice de alocação de capital para o risco incorrido é de 11%, ante os 8% sugeridos internacionalmente. Apesar da redução nos dados referentes a junho de 2008 para 15,7%, o índice de Basileia tem-se mantido em patamar confortável.

No que se refere à oferta potencial de crédito em novembro, os recursos disponíveis para empréstimos das instituições (calculados pela diferença entre o agregado monetário mais amplo -M4 - e a base monetária ampliada - B2 -) remontavam R\$ 447,6 bilhões. A oferta tem apresentado uma consistente trajetória de crescimento, principalmente a partir das mudanças das regras de recolhimento de depósitos compulsórios que, segundo o Banco Central, seria capaz de sustentar uma expansão do crédito de 16% no ano de 2009.

A queda da taxa básica de juros e a expansão da oferta potencial do crédito são fatores favoráveis para o mercado de crédito. Mas o que estaria dificultando a sua retomada? A resposta poderia estar relacionada com o caráter pró-cíclico dos movimentos de mercado e, conseqüentemente, com a postura defensiva adotada não só pelas instituições financeiras, mas pelas empresas e famílias.

A mudança desse comportamento conservador dos agentes econômicos seria favorecida por uma redução sustentável do "spread" bancário, ou seja, da diferença entre as taxas de aplicação e captação das instituições financeiras. Uma margem menor - como fruto da diminuição da percepção de risco dos credores-, certamente, diminuiria a resistência das famílias e empresas ao endividamento.

Assim compreender o complexo mecanismo da formação do "spread" é de vital importância. Essa análise mostra os elementos fundamentais que o compõem. Se os mesmos apresentarem um comportamento inverso, poderão mais que compensar o efeito positivo da queda na taxa básica de juros. Segundo a metodologia adotada pelo Banco Central, o "spread" total é decomposto nos seguintes fatores: custo administrativo das instituições, custo dos compulsórios, tributos e taxas, impostos diretos, resíduo líquido e, sobretudo, a inadimplência.

No que tange aos custos administrativos, e com base em dados do ano de 2007, o relatório de Economia Bancária e Crédito do Banco Central indicou que os mesmos vinham apresentando desde 2005 uma tendência consistente de queda. Esse movimento, provavelmente, seria resultante dos ganhos de escala obtidos com o forte crescimento das operações de crédito. Da mesma forma, os efeitos das taxas vêm sendo favoráveis desde o ano de 2002.

As novas regras sobre o compulsório aplicadas, a partir de outubro de 2008, deverão também exercer uma pressão baixista sobre o spread bancário. Ainda em termos prospectivos, a realidade recessiva, a pressão competitiva e a necessidade controles nos custos administrativos deverão impor limites para a elevação do "spread".

A questão que se mostra mais complexa refere-se à inadimplência que, em 2007, representava 37% do total do "spread". Além de ser o fator mais significativo, é precificado "ex-ante" e, dessa forma, altamente contaminado pelo humor dos mercados. O que, nesse momento, com um aumento de riscos de crédito, mercado e de liquidez, se traduz em uma elevação do "spread".

Assim, a ausência de crédito seria imposta pela lógica imposta pelo ajuste da economia global. Essa lógica contém um caráter perverso e se essa aversão ao risco for exagerada, poderá levar ao aprofundamento da crise. De forma, a contornar esse entrave, as autoridades por todo mundo buscam coordenar as expectativas e combater a paralisia do mercado de crédito, de forma a diminuir o impacto da crise financeira sobre o lado real da economia.

Internamente, o governo está atuando através de medidas de cunho fiscal e monetário e com uma participação mais decisiva dos bancos oficiais. Nas palavras do presidente do Banco Central, o objetivo é o de estimular a concorrência no mercado financeiro e baratear o custo do crédito. Se positivo no combate à asfixia no segmento, essa política embute o risco de descontrole e o da repetição do fracasso de experiências anteriores. Definitivamente, as decisões de política econômica estão sendo efetuadas no fio da navalha.

Janeiro/2009

Everton P.S. Gonçalves

Assessor Econômico da ABBC e Dr em Economia pela FGV/SP - egoncalves@abbc.org.br