

PEDRO SANTOS WERNECK

Número de matrícula: 1211448

PROJETO DE MONOGRAFIA

A Ineficácia Da Política Monetária No Brasil De 2008 - 2015

Orientador: Tiago Couto Berriel
Tutor: Márcio Garcia

Rio de Janeiro, Brasil.
Junho 2017

PEDRO SANTOS WERNECK

Número de matrícula: 1211448

PROJETO DE MONOGRAFIA

A Ineficácia Da Política Monetária No Brasil De 2008 - 2015

Orientador: Tiago Couto Berriel

Tutor: Márcio Garcia

Rio de Janeiro, Brasil.

Maio 2017

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

Agradecimentos:

Agradeço à minha família pela paciência, apoio e amor de sempre, em qualquer que fosse a circunstância, ao longo da minha graduação. Agradeço aos meus amigos e ao meu orientador Tiago Berriel por toda a ajuda e a orientação.

Sumário

1.	Introdução.....	8
2.	Revisão de Literatura.....	9
3.	Mecanismos de Transmissão da Política Monetária.....	11
4.	BNDES e o Crédito Direcionado.....	12
5.	TJLP e SELIC.....	14
6.	A Política Monetária e o Crédito no Brasil.....	15
7.	Conclusão.....	19
8.	Referências Bibliográficas.....	20

Índice de Tabelas

- 1. Tabela 1.....9
- 2. Tabela 2.....10

Índice de Gráficos

1.	Gráfico 1.....	13
2.	Gráfico 2.....	14
3.	Gráfico 3.....	16
4.	Gráfico 4.....	16
5.	Gráfico 5.....	17
6.	Gráfico 6.....	18

1.Introdução

Em 2016 a economia brasileira se encontrava em um momento delicado. Os resultados de 2015 mostraram uma retração na economia com uma queda no PIB em 3,8%, a maior desde o início da série histórica atual, 1996. Além disso, a inflação acumulada no ano foi de 10,67%, a maior desde 2002, e a taxa de câmbio superou a faixa dos R\$/US\$ 4,00.

Modelos econômicos comprovam que um aumento na taxa de juros leva a um controle na evolução da inflação. No Brasil, o órgão executor da política monetária é o Banco Central e uma forma de desacelerar o aumento de preços seria adotar uma política contracionista, elevando a taxa SELIC, taxa básica de juros.

Com o avanço da inflação nos últimos anos, 6,41% em 2014, dentro do limite da meta, e 10,67% em 2015, o Banco Central do Brasil se utilizou desse recurso por diversas vezes. Em Janeiro de 2014, na 180ª reunião do COPOM, a taxa SELIC era de 10,50% a.a, enquanto que na última reunião de 2015, em novembro, a taxa já era de 14,25% a.a. O aumento da SELIC foi muito questionado nesse período, principalmente no ano de 2015, pois a taxa elevada não estava apresentando o efeito desejado sobre a inflação e o BCB insistia na estratégia. Além disso, esta implica em outras consequências, como a desaceleração da economia, com a menor oferta de crédito, o aumento da dívida pública, a diminuição do consumo e do investimento.

A ineficácia do aumento de juros no Brasil se dá por mecanismos de transmissão da política monetária parcialmente obstruídos decorrentes de algumas características da economia brasileira, como o alto volume de crédito direcionado.

Este trabalho visa identificar a influência que a composição do mercado de crédito brasileiro tem na política monetária e, conseqüentemente, os impactos causados na inflação. Essas relações serão explicadas a partir de uma análise quanto ao volume de crédito subsidiado oferecido por instituições financeiras públicas e a diferença entre a taxa básica de juros (SELIC) e a taxa de juros de longo prazo (TJLP).

2.Revisão de Literatura

Como exposto na introdução, analisaremos as mudanças na composição do mercado de crédito brasileiro. Em um estudo realizado em 2011 Eduardo Luis Lundberg¹ (2011) analisa a segmentação do mercado de crédito brasileiro identificando as características do crédito direcionado. O autor verifica o crescimento do mercado de crédito no Brasil a partir de 2007 e a participação das operações feitas pelas instituições federais.

Tabela 1: Crédito do Sistema Financeiro Nacional (STF)

	Saldos em R\$ bilhões				
	2002	2007	2008	2009	2010
1 - Crédito Livre Doméstico	183,0	592,3	780,4	899,6	1.067,1
- Pessoas Físicas	90,4	317,6	394,3	469,9	560,0
- Pessoas Jurídicas	92,6	274,7	386,1	429,7	507,1
2 - Crédito Livre Externo (Repasses)	57,2	68,5	90,8	54,9	48,9
- em US\$	6,2	38,7	38,9	31,5	29,3
3 - Créditos Direcionados	144,2	275,2	356,1	459,8	589,8
- BNDES	93,4	160,0	209,3	283,0	357,8
- Rural	24,9	64,3	78,3	78,7	86,8
- Habitacional	22,6	43,6	59,7	87,4	131,4
- outros	3,3	7,3	8,8	10,7	13,8
4 - Total do Crédito do SFN	384,4	936,0	1.227,3	1.414,3	1.705,8
Cr.Direcionado/Total (%)	37,5	29,4	29,0	32,5	34,6
Fonte: BCB/Depec – Séries Temporais (www.bcb.gov.br)					

Por mais que a proporção de crédito direcionado sobre o crédito total tenha caído de 37,5% para 29,0% de 2002 para 2008, isso se deu pelo grande aumento do crédito livre. O volume desse crédito, R\$ 144,2 bilhões em 2002 e R\$ 356,1 bilhões em 2008, passou de 8,3% para 11,4% do PIB.

¹ Departamento de estudos e pesquisas, Banco Central do Brasil

Tabela 2: Crédito do Sistema Financeiro Nacional (STF)

	Saldos em porcentagem (%) do PIB				
	2002	2007	2008	2009	2010
1 - Crédito Livre Doméstico	10,5%	21,1%	25,0%	28,2%	27,5%
- Pessoas Físicas	5,2%	11,3%	12,7%	14,7%	14,5%
- Pessoas Jurídicas	5,3%	9,8%	12,4%	13,5%	13,1%
2 - Crédito Livre Externo (Repasses)	3,3%	2,4%	2,9%	1,7%	1,3%
3 - Créditos Direcionados	8,3%	9,8%	11,4%	14,4%	15,2%
- BNDES	5,3%	5,7%	6,7%	8,9%	9,2%
- Rural	1,4%	2,3%	2,5%	2,5%	2,2%
- Habitacional	1,3%	1,6%	1,9%	2,7%	3,4%
- outros	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,4%
4 - Total do Crédito do SFN	22,0%	33,4%	39,4%	44,3%	44,0%
Fonte: BCB/Depec – Séries Temporais (www.bcb.gov.br)					

A partir de 2009, o crédito direcionado passa a aumentar, devido a maior atuação do governo federal, para compensar a queda proporcional do crédito livre. Esta que se deu por consequência da crise internacional de 2008/2009.

Segundo Marco Bonomo² e Bruno Martins³ (2016) as operações de crédito público direcionado tiveram um papel importante na crise financeira, mas estas continuaram a se expandir mesmo após a recuperação da atividade econômica. Como a taxa paga nesses financiamentos não é sensível à SELIC, a política monetária fica negativamente afetada, perdendo força.

Ricardo Barboza⁴ (2015) ilustra a obstrução que há na relação entre a taxa de juros básica e nas operações de crédito. Essencialmente, um aumento na taxa de juros (*i*) básica levaria a um aumento no *i* das operações de crédito, o que diminuiria o consumo e investimento, resultando em uma queda no hiato do produto e, conseqüentemente no controle da inflação.

Um estudo de Monica de Bolle (2015) mostra que, se os desembolsos subsidiados do BNDES em relação ao PIB caíssem à metade, a taxa real de juros poderia ser 30% menor.

² Insper

³ Departamento de Research, Banco Central do Brasil

⁴ BNDES

3. Mecanismos de Transmissão da Política Monetária

Segundo Taylor, “the monetary transmission mechanism is the process through which monetary policy decisions are transmitted into changes in real GDP and inflation”⁵. Este seria o processo de transmissão entre as decisões políticas e os objetivos traçados para produção e para a inflação do país. Assim, uma atuação do agente executor da política monetária, geraria um impacto em um dos canais de transmissão, o que culminaria em um impacto no produto e/ou nos preços. Os principais canais de transmissão são o crédito, o valor de ativos, o câmbio, o da taxa de juros e o das expectativas inflacionárias.

Para o tema que iremos abordar nesse estudo, veremos mais de perto qual seria o impacto da taxa de juros e do crédito nos objetivos da política monetária. Olhando sob a ótica brasileira, o BCB conseguiria impactar as taxas de juros de longo prazo, como uma alteração na taxa de curto prazo. Assim, um aumento na SELIC aumentaria as taxas de longo prazo, fazendo com que o custo do capital ficasse mais caro. Com as taxas elevadas, os investimentos por partes das indústrias cairiam dado que os financiamentos ficariam menos atrativos, acarretando em um desaquecimento da economia e impactando negativamente o produto e a inflação.

No mercado de crédito, um aumento na taxa de juros aumentaria o risco de inadimplência e faria com que crédito oferecido às famílias fosse mais limitado. A menor oferta de crédito tem um impacto negativo direto no consumo das famílias e no investimento. Mais uma vez, o produto e a inflação seriam contidos pelo desaquecimento da economia com a queda da demanda agregada.

Considerando esses mecanismos, por que a elevada taxa de juros no Brasil não tem o impacto esperado, principalmente, no controle da inflação?

A economia brasileira possui algumas características que obstruem os mecanismos de transmissão da política monetária e dificultam as medidas tomadas pelo Banco Central. Falaremos um pouco da segmentação do mercado de crédito no Brasil e o quais são as implicações do alto volume de crédito direcionado para a economia.

⁵ Taylor, John B.: “The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework”. Journal of Economic Perspectives-Volume 9, Number 4--Fall 1995-P. 11

4. BNDES e o Crédito Direcionado

Desde a criação em 1952, no segundo governo Vargas, o Banco Nacional do Desenvolvimento tinha como objetivo financiar, a longo prazo, investimentos em setores da economia. Visava o desenvolvimento do país aumentando a capacidade das indústrias brasileiras e o bem estar da população. Ao longo da história, o BNDES foi fundamental para o desenvolvimento do Brasil, financiando projetos em setores como de energia, metais, químicos e cimento. Além disso, teve papel importante no processo de substituição de importações e participação direta nas privatizações na década de 1990.

O princípio básico do financiamento de um banco de desenvolvimento não é apenas a análise das condições de pagamento do tomador, é preciso avaliar também as externalidades positivas e negativas e os impactos na economia. A partir dos anos 2000, o BNDES adotou uma política de financiamentos visando a criação de “campeões nacionais”, onde grandes empresas como Vale e Petrobras foram beneficiadas. Esse novo foco do banco recebeu duras críticas dado que essas empresas grandes poderiam se financiar de outras formas. O investimento direcionado para empresas desse tipo acabavam “estrangulando” o mercado de crédito brasileiro.

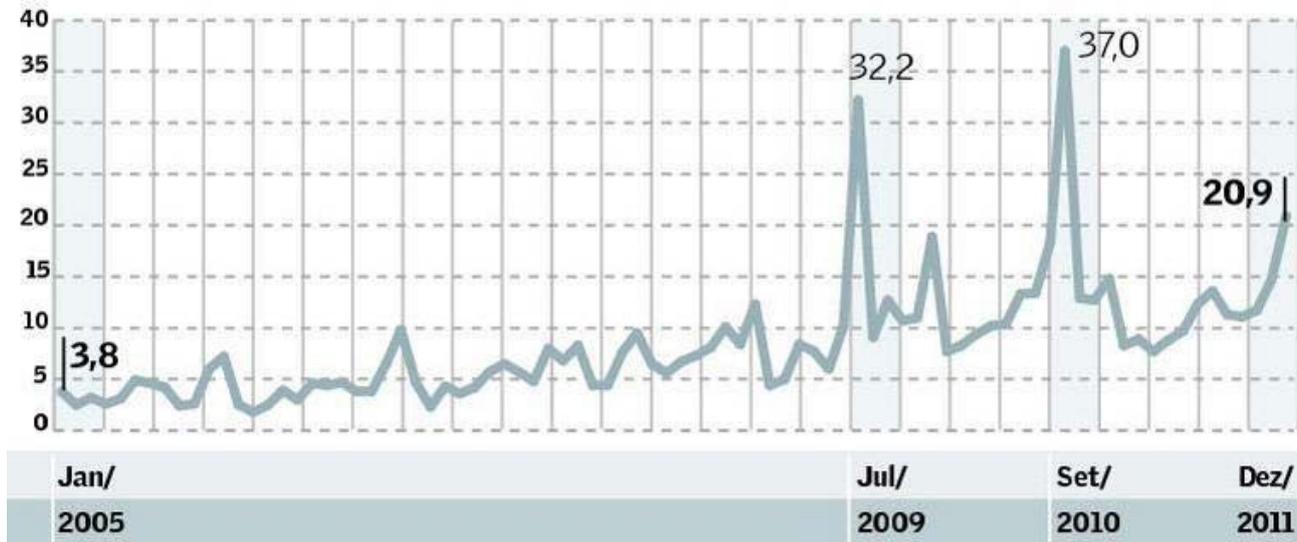
Com a crise do Sub-prime (2008-2009) a oferta de crédito no mundo retraiu, impactando países como o Brasil. Para compensar a falta de disponibilidade, o governo aumenta o volume de crédito direcionado para que os choque externos não tenham grande influência na economia brasileira.

O volume de crédito direcionado aumentou significativamente com a nova política adotada pelo banco nacional. Enquanto que em janeiro de 2005 o desembolso foi de R\$ 3,8 bilhões, em janeiro dos anos de 2009, 2010 e 2011, os gastos com financiamentos foram respectivamente R\$ 32,2 bi, R\$ 37,0 bi e R\$ 20,9 bi, como apresentado no gráfico abaixo.

Gráfico 1:

BNDES

Desembolso total mês a mês, em R\$ bilhões



Fonte: BNDES. Elaboração: Valor Data.

6

O nível elevado de crédito subsidiado dificulta as ações tomadas pelo Banco Central do Brasil e impacta negativamente a taxa de juros média do país. Visando controlar a inflação, o BCB deve compensar a grande oferta de crédito vinculado a baixa taxa de juros de longo prazo no mercado, com uma taxa básica de juros elevada para o crédito livre.

Esse empecilho à redução da SELIC, criado pela grande oferta de crédito direcionado, acaba comprometendo a eficácia da política monetária e, conseqüentemente, a atuação do Banco Central. A insatisfação do BCB ficou evidente quando uma crítica ao crédito subsidiado passou a ser recorrente nas atas do Comitê de Política Monetária (COPOM) a partir de abril de 2011 afirmando que “o comitê considera oportuna a introdução de iniciativas no sentido de moderar concessões de subsídios por intermédio de operações de crédito”.

⁶ <https://fernandonogueiracosta.wordpress.com/2012/02/15/credito-direcionado-e-politica-monetaria/>

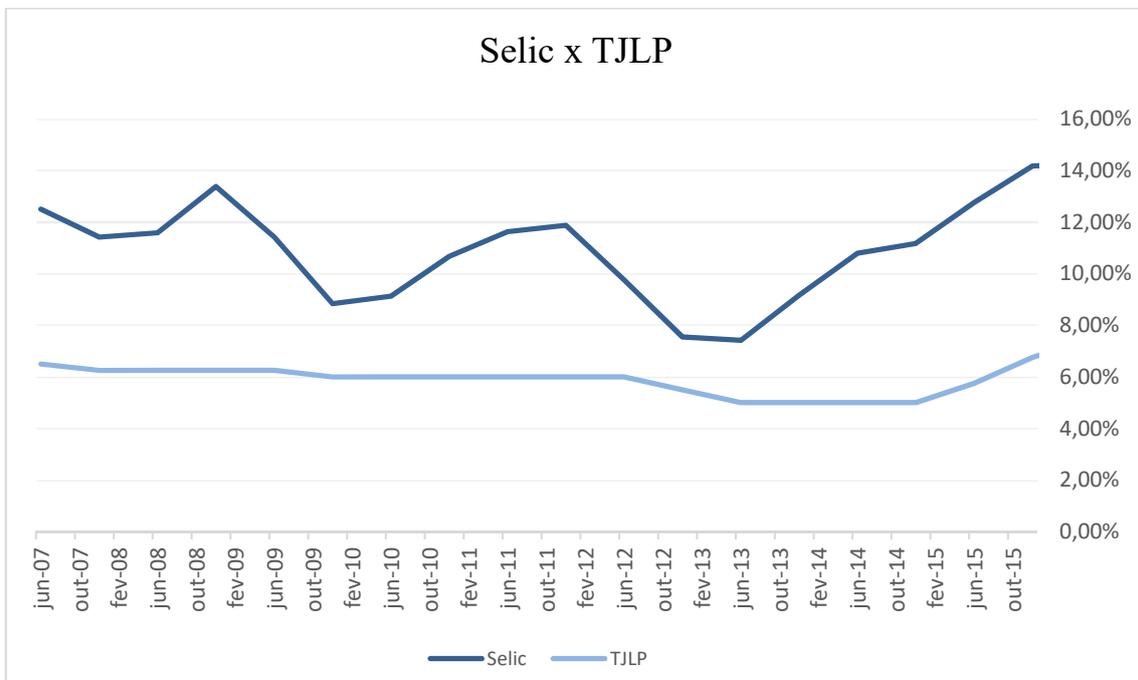
5.TJLP e SELIC

Os mecanismos compulsórios de financiamento ao investimento no Brasil foram criados em meados do século XX com a intenção de suprir uma lacuna no mercado de capitais. Acreditava-se que a poupança nacional não era suficiente para lastrear empréstimos de longo prazo, portanto esse novo mecanismo não deixaria que o investimento fosse prejudicado. O problema é que esses financiamentos de longo prazo estariam vinculados a uma taxa significativamente inferior à taxa de curto prazo.

Dado que a taxa de juros de longo prazo (TJLP) é inferior à SELIC, o comprometimento da política monetária se dá pelo spread entre as duas taxas e a proporção de operações vinculadas à primeira (crédito direcionado) e à segunda (crédito livre). Quanto maior o volume da oferta de crédito subsidiado e menor a taxa de longo prazo, menor será o efeito que a política monetária terá na inflação.

Podemos ver no gráfico abaixo a evolução das duas taxas ao longo do tempo (Gráfico 2).

Gráfico 2:



Fonte dados: BCB.

Analisando a Curva IS: $y = a - br + \epsilon_d$ e a Curva de Phillips: $\pi = \pi^e + dy + \epsilon_0$ e considerando que r (taxa de juros) é uma média ponderada da Selic e da TJLP, $r = \alpha(\text{Selic}) + (1 - \alpha)(\text{TJLP})$ podemos

fazer algumas análises com a proporção de crédito direcionado na economia. Quanto maior o r , menor o y e, conseqüentemente, menor a inflação. Logo, se $\alpha = 1$, um aumento de 1% na taxa básica de juros reduz o y em b e a inflação em bd . Já se $\alpha = 0,5$ e TJLP se mantiver constante, um aumento de 1% na taxa básica de juros reduz o y em $0,5b$ e a inflação em $0,5bd$. Assim mostramos que o crédito direcionado, remunerado pela TJLP, enfraquece a política monetária.

Parâmetros da equação: o y representa o hiato do produto, r a taxa de juros, ϵ_d choques de demanda, b é o parâmetro que indica quanto uma variação no r afeta o y ($\partial y / \partial r$), π inflação, π^e inflação esperada que em um regime de metas seria igual a meta, ϵ_o choques de oferta e o d representa o quanto uma variação em y afeta a π ($\partial \pi / \partial y$).

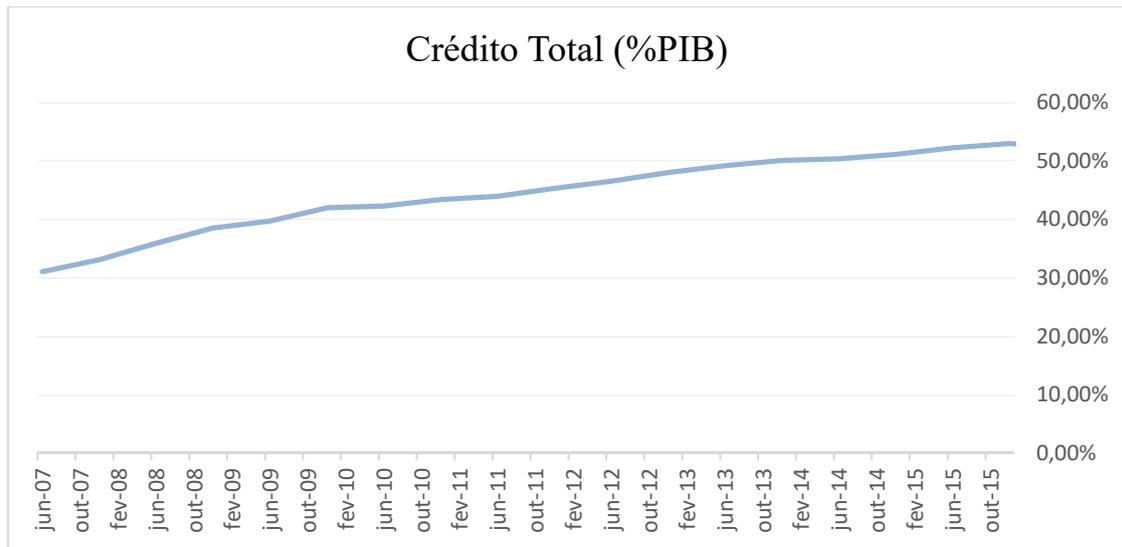
6. A Política Monetária e o Crédito no Brasil

A partir do que foi apresentado no estudo até agora, veremos mais a fundo como a política monetária e o crédito direcionado evoluíram ao longo do período de 2008 a 2015. Como vimos, o crédito direcionado é um dos fatores que obstruem os mecanismos de transmissão da política monetária no Brasil. Isso faz com que a taxa de juros brasileira seja uma das maiores do mundo. Hoje países desenvolvidos como os EUA, a Inglaterra, o Japão, entre outros, possuem uma taxa de juros nominal próxima ou, até, abaixo de zero.

A taxa de juros é um fator determinante para o mercado de crédito e seu nível influencia no comportamento dos agentes econômicos. O crédito tem extrema importância na economia por ser um mecanismo de financiamento para setores produtivos, mas, ao analisarmos a parcela que este representa historicamente, do PIB do país, vemos que os valores estão abaixo do resto do mundo. Uma justificativa seria que a taxa de juros elevada incentiva as instituições financeiras a alocarem seus recursos em títulos do governo ao invés de oferecer crédito.

Analisando a partir do ano de 2003, com o início do governo Lula, identificamos um aumento significativo da parcela do crédito total da economia em relação ao PIB. Do final de 2002 até o final de 2015 proporção do crédito com o PIB foi de 23,8% para 53,65%. Abaixo vemos a evolução de 2007 a 2015 (Gráfico 3).

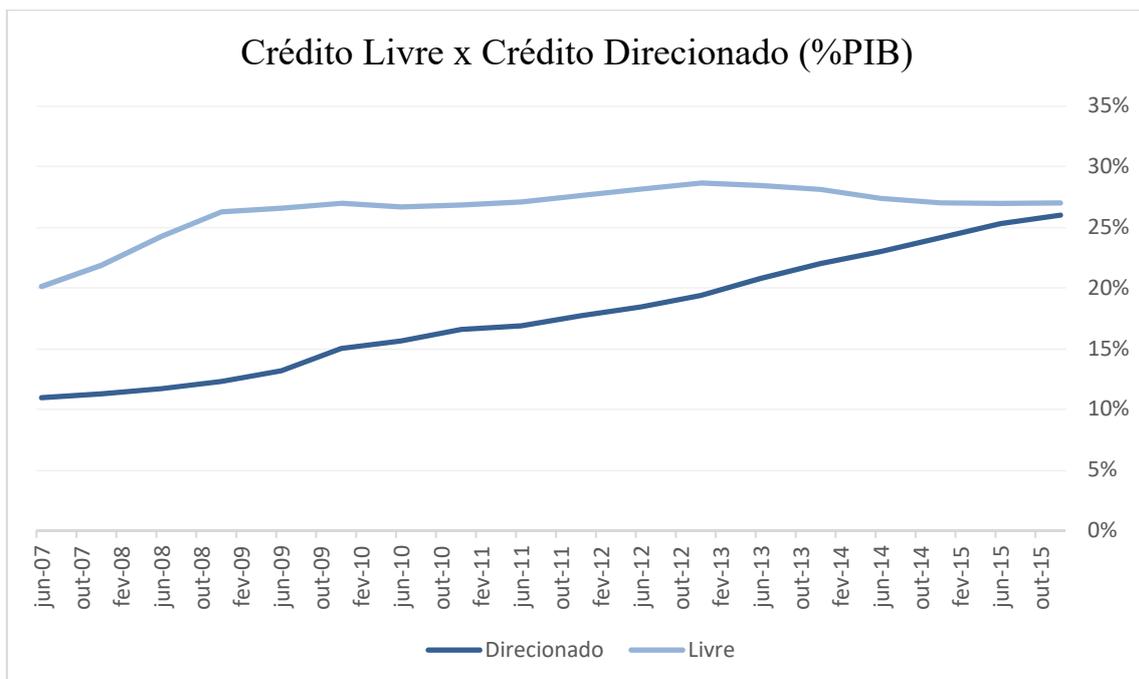
Gráfico 3:



Fonte dados: BCB.

O aumento do crédito estava sendo fundamental para o momento de prosperidade que o Brasil vivia nos anos 2000, em 2004 o crescimento real do PIB foi de 5,76% e em 2007 de 6,07%. Com a crise de 2008, a oferta de crédito livre caiu e o governo, com Dilma como presidente, usou do crédito direcionado para preencher a lacuna deixada, mantendo os níveis de crédito total em relação ao PIB (Gráfico 3). A evolução do crédito direcionado em relação ao PIB fica nítida no gráfico abaixo (Gráfico 4).

Gráfico 4:

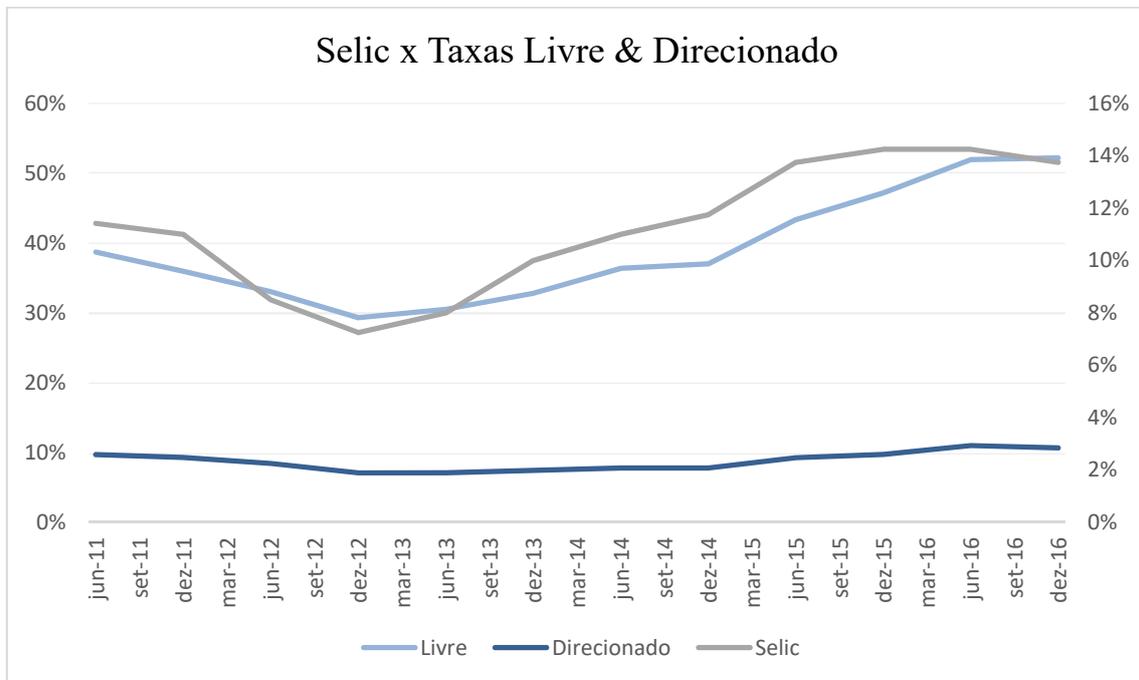


Fonte dados: BCB.

A estratégia adotada teve resultados positivos no curto prazo. No ano de 2009, ainda com resquícios da crise que tomou proporções mundiais, o PIB teve uma queda real de 0,13% e no ano seguinte (2010) o crescimento foi de 7,53%.

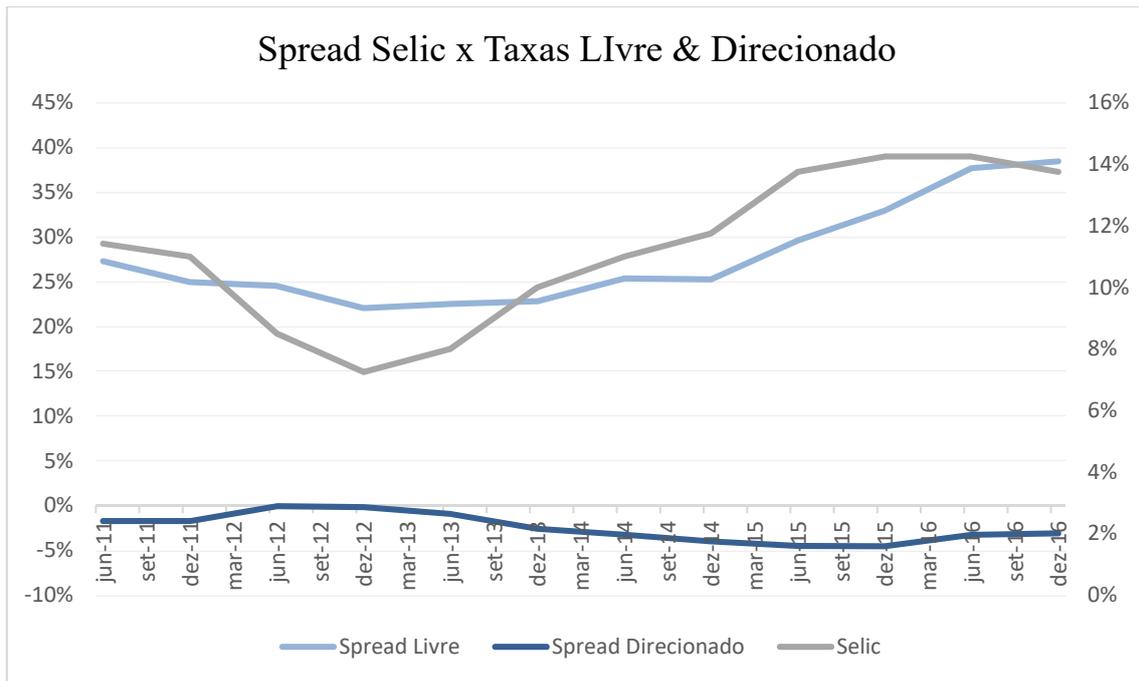
O aumento no crédito direcionado foi importante para garantir a parcela de crédito total em relação ao PIB, impedindo que a economia brasileira sofresse grandes impactos com a crise nos EUA. Essa medida foi fundamental para que a demanda agregada não recuasse no Brasil. O problema é que a taxa de juros subsidiada, que não é afetada pela Selic, ganhou um peso muito maior nas taxas do mercado de crédito. Podemos ver no gráfico (Gráfico 5) abaixo a diferença entre os níveis das taxas de crédito livre, direcionado e a taxa básica de juros. Além dos spreads das primeiras em relação a última (Gráfico 6).

Gráfico 5:



Fonte dados: BCB.

Gráfico 6:



Fonte dados: BCB.

7. Conclusão

A partir do primeiro mandato do governo PT nos anos 2000, com Luís Inácio Lula da Silva, vimos um grande avanço da economia, com crescimentos expressivos do PIB. Um dos fatores que teve grande influência nesse período de prosperidade econômica foi o aumento da oferta de crédito que proporcionou o aumento do consumo e, conseqüentemente, o da demanda agregada.

O crédito total que representava aproximadamente um quarto do PIB no final de 2002 chegou a mais de 50% no final de 2015. Esse crescimento se manteve mesmo nos anos de 2008 e 2009 quando a crise do *sub-prime* fez com que a oferta de crédito mundial caísse significativamente. Isso foi possível, principalmente, pela disponibilização de crédito direcionado que foi concedido nesse período visando preencher a lacuna deixada pela diminuição do crédito livre. O crédito direcionado passou de um terço do crédito total em 2003 para 50% em 2015 e, em relação ao PIB, ele passou a representar 25% da parcela total, enquanto que em 2003 ele significava menos de 15% do produto interno bruto.

Por ser um assunto recente, não há muitos estudos no Brasil que analisam o efeito do alto volume de crédito direcionado na política monetária, mas a discussão se torna cada vez mais presente. O crédito subsidiado é remunerado a uma taxa de juros do longo prazo, a TJLP, e, por conta disso, não tem sensibilidade a mudanças na taxa básica de juros.

Por conta disso, o objetivo de conter a inflação através de uma taxa de juros elevada, como encontramos na situação do Brasil a partir de 2008, é obstruído pela parcela da economia que não responde a essas mudanças, setores subsidiados. A decisão do Banco Central do Brasil de aumentar a SELIC como solução para a estabilização dos preços é ineficaz, não resultando no esperado.

Através desse estudo podemos entender um pouco mais o panorama econômico vivido no Brasil entre os anos de 2008 e 2015 sob a ótica da ineficácia da política monetária, resultante, pelo menos parcialmente, de uma política de crédito má estabelecida. Estudos comprovam que o aumento da taxa de juros controlam os preços da economia, logo, a partir dos fatos mencionados anteriormente, podemos identificar o volume de crédito direcionado como um possível “vilão” para a política monetária.

8.Referências Bibliográficas

- **Marco A. C. Bonomo e Bruno Martins (2016):** The Impact of Government-Driven Loans in the Monetary Transmission Mechanism: what can we learn from firm-level data?
- **Ricardo de Menezes Barboza (2015):** Taxa de juros e mecanismos de transmissão da política monetária no Brasil
- **Eduardo Luis Lundberg (2011):** Bancos Oficiais e Crédito Direcionado – o que diferencia o mercado de crédito brasileiro?
- **Bolle, M. B. (2015):** Do Public Development Banks Hurt Growth? Evidence from Brazil. Policy Brief nº PB15-16. Peterson Institute for International Economics. Setembro de 2015;
- **ARIDA, P. (2005):** Mecanismos compulsórios e mercados de capitais: propostas de política econômica. Instituto de Estudos de Política Econômica, Washington Casa das Garças, maio de 2005 (Texto para Discussão, 8);