

O canal de fragilização da política monetária

O choque inflacionário levará o BC a estender o ciclo de alta dos juros, aumentando as dívidas das famílias

Thiago de Moraes Moreira

Valor, 15/03/2022

Um dos temas recorrentes no debate macroeconômico diz respeito aos efeitos que as ações de política monetária provocam sobre o funcionamento da economia, em particular sobre o ritmo de crescimento, geração de empregos e, principalmente, sobre a inflação. Este tema ganhou maior relevância devido à forte expansão dos preços em diversas economias no ano passado, impulsionado no início de 2022 pela explosão nos preços das commodities como consequência da guerra na Ucrânia. Com isso, é crescente a expectativa de elevação das taxas básicas de juros pelos Bancos Centrais ao redor do mundo como resposta à dinâmica inflacionária.

No Brasil, sabemos que, com o mesmo propósito de controle inflacionário, o Banco Central já vem elevando a taxa básica de juros (Selic) desde março do ano passado, que depois de atingir o piso histórico de 2% ao ano em fevereiro de 2021 passou por sucessivos aumentos, e atualmente está 10,75% ao ano, com expectativa de que supere os 12% ao ano até o fim deste ano.

O choque inflacionário levará o BC a estender o ciclo de alta dos juros, aumentando o número de famílias insolventes

No entanto, a inflação brasileira, no comparativo do período acumulado em 12 meses, mais que dobrou desde o início do ciclo de alta da Selic, passando de 5,2% em fevereiro do ano passado para 10,5% em fevereiro de 2022. A evidente ineficácia da política monetária brasileira no combate inflacionário traz à tona a discussão sobre as “obstruções” nos chamados canais de transmissão da política monetária. Vale destacar que estes canais buscam justamente o entendimento sobre de que forma as variações na taxa básica de juros possibilitam o controle sobre a dinâmica inflacionária.

Na análise mais convencional, tal entendimento passa principalmente pela análise das seguintes variáveis: expectativas inflacionárias, taxa de juros de longo prazo (ou estrutura a termo da taxa de juros), taxa de câmbio e crédito. Neste artigo, vou me concentrar no funcionamento deste último canal.

Grosso modo, o canal do crédito funcionaria basicamente da seguinte forma: a elevação na taxa básica de juros ao encarecer o crédito provocaria uma redução na demanda pelo mesmo e, conseqüentemente, um desaquecimento da demanda agregada, o que contribuiria para arrefecer os preços.

Muitos economistas brasileiros costumam destacar a presença de obstruções no canal do crédito devido à ampla participação das modalidades do chamado crédito direcionado, nas

quais as instituições financeiras (principalmente bancos públicos) praticam taxas de juros subsidiados e/ou menores do que as praticadas no chamado crédito livre. Com isso, aponta-se para a baixa potência ou capacidade da Selic em controlar o crédito, o que costuma também ser apontado como elemento na argumentação acerca da necessidade de se praticar uma Selic mais elevada que a “natural”, uma vez que haveria necessidade de compensação dessa baixa potência.

Contudo, quando mergulhamos nos indicadores de crédito do Banco Central, denota-se que a dinâmica do crédito vem sendo fortemente impactada pela política monetária. O ciclo de redução da Selic praticado ao longo de 2020 e início de 2021 foi fundamental para acelerar as concessões do crédito, o que certamente contribuiu para a recuperação econômica após o choque sofrido com a pandemia.

As novas concessões mensais de crédito à pessoa física, depois de registrar uma média mensal de R\$ 176,5 bilhões em 2019, sofreram uma abrupta contração em abril de 2020, chegando a R\$ 140 bi. No ambiente de juros em queda, estes valores se recuperaram e superaram a marca de R\$ 200 bi no final de 2020, sendo puxados tanto pelo crédito livre quanto pelo direcionado. Com relação ao crédito livre, vale dizer que entre os meses de fevereiro de 2020 e 2021, as concessões nas modalidades de cheque especial, rotativo e parcelado do cartão de crédito registraram queda de 13%, significando que a maior parte das concessões esteve diretamente associada à aquisição de bens e não à “bola de neve” do endividamento cumulativo.

Com a reversão da política monetária a partir de março de 2021, o crédito às pessoas físicas continuou em franca expansão, chegando a valores próximos de R\$ 250 bilhões no fim de 2021. Surge então o questionamento: a subida nos juros não controlou a expansão do crédito devido à continuidade de uma dinâmica expansiva do crédito direcionado, corroborando a tese de obstrução do canal do crédito? A resposta é não! A principal modalidade do crédito direcionado, correspondente ao crédito imobiliário, depois de dobrar de tamanho entre fevereiro de 2020 e março de 2021, interrompeu a tendência de alta, mostrando uma relativa estabilização ao longo de 2021 e início de 2022.

O grande responsável pelo crescimento das concessões foi o crédito livre, impulsionado pelas modalidades do endividamento cumulativo, ou seja, cheque especial, rotativo e parcelado do cartão de crédito, cuja expansão de fevereiro de 2021 a janeiro de 2022 foi de 43,7%, atingindo a cifra de R\$ 65,5 bilhões. Isso significa que análise do crédito como mecanismo de transmissão da política monetária brasileira não deve focar na suposta perda de potência provocada pela influência do crédito direcionado, mas fundamentalmente nos impactos provocados sobre a própria composição do crédito livre.

Além de não estar sendo eficaz no combate inflacionário, o ciclo de alta na Selic vem provocando uma intensa fragilização financeira das famílias, o que tende a provocar um crescimento expressivo da inadimplência. Este, por sua vez, provocará aumentos no spread bancário, encarecendo ainda mais o crédito, em particular nas modalidades do cheque especial e rotativo do cartão de crédito, retroalimentando a “bola de neve” do endividamento privado.

Ademais, o choque inflacionário decorrente da disparada nos preços de diversas commodities impactadas pela guerra na Ucrânia provavelmente levará o Banco Central brasileiro a

estender o ciclo de alta da taxa básica de juros, o que reforçaria ainda mais a dinâmica de endividamento das famílias.

Em suma, no contexto de brusca redução do poder de compra, elevado nível de desemprego e baixos salários, o canal de fragilização financeira da política monetária torna-se ainda mais ativo, na medida em que leva a uma maior necessidade de uso do cheque especial e cartão de crédito. Este canal, pouco mencionado na análise mais convencional, nos ajuda a compreender o circuito que vincula inflação e juros em ascensão com uma forte expansão do crédito, estagnação (ou contração) no consumo privado e aumento do número de famílias financeiramente insolventes.

Thiago de Moraes Moreira é consultor em planejamento estratégico e professor do Corecon/RJ, Ibmec/RJ e IE/UFRJ