

## COPOM Dividido

O COPOM decidiu ontem elevar os juros em 75 pontos, como se esperava, mas a grande surpresa veio na fratura do comitê, com 3 dos 8 votos a favor de uma redução de ritmo para 50 bps. Decerto, muitos interpretarão esta divisão como um sinal de que o Banco Central tenha mudado de opinião acerca do tamanho do aperto total necessário para trazer a inflação de volta à meta dentro do horizonte desejado. Esta interpretação é prematura, mas os analistas devem prestar atenção em fenômenos que podem estar limitando a oferta de crédito, que ajudam o esforço de contenção da demanda de modo a garantir a convergência da inflação para a meta em 2009.

Certamente, não é provável que a estas alturas o COPOM tenha mudado de visão sobre a necessidade de manter a demanda sob controle, pois não se pode garantir que já haja um relinamento entre demanda e oferta agregadas, muito menos que as principais pressões sobre os preços que ameaçam a inflação de 2009 já se tenham dissipado. Uma razão para preocupação são os dados do PIB do segundo trimestre divulgados ontem. Ficou claro o vigor da demanda doméstica, com um crescimento da absorção interna em torno de 8% na comparação entre o primeiro semestre de 2008 e o mesmo período de 2007. O crédito no segundo trimestre ainda era o principal propulsor do consumo das famílias, e continuou a crescer à taxas alarmantes, cerca de 23% em termos reais, no início deste trimestre. Os preços ao produtor, tipicamente um bom indicador antecedente dos movimentos dos preços ao consumidor, como já argumentamos recentemente em nossos blogs, continuam a apresentar fortes elevações mensais -- na última divulgação do IGP-DI constatou-se ainda um aumento de 0,86% do IPA-Indústria. Finalmente, temos agora as possíveis contribuições negativas do câmbio para a inflação, caso a tendência de forte correção dos excessos de valorização continuem, e, mais ainda, se este processo de correção vier a resvalar para uma depreciação exagerada provocada pela fuga ao risco e pelo processo de liquidação de ativos que está ocorrendo em vários mercados. Note-se aqui que, como já argumentamos, o potencial "desorganizador" do câmbio não está relacionado ao nível da paridade real/dólar -- é certo que depois do forte movimento de apreciação, alguma correção fosse não só necessária como também desejável. O que desestabiliza o cenário de inflação não é o nível, mas sim a velocidade de desvalorização.

Há apenas um argumento sensato que poderia justificar a possível mudança de opinião do Banco Central quanto ao tamanho total do aperto monetário. E este não tem nada a ver com a acomodação dos preços das *commodities* às novas perspectivas da demanda mundial e da falta de apetite para o risco. O argumento é a mudança radical de cenário para a economia mundial, principalmente para as repercussões da desalavancagem financeira, que tornou-se mais preocupante desde a última reunião do COPOM, em julho. O aumento da aversão ao risco que tem repercutido nas bolsas e nos mercados de dívida privada, tem sido um dos fatores para o fortalecimento do dólar no

mercado mundial, e sinaliza que algum grau de privilégio exorbitante ainda beneficia a moeda norte-americana. Isso, provavelmente, terá repercussões para a oferta de crédito bancário no Brasil, dada a importância do *funding* externo para a expansão do crédito. O desaparecimento das fontes externas de *funding* repercute, de imediato, na oferta de crédito. Primeiro, pela rapidez com que desapareceu a oferta de fundos para as instituições financeiras. Segundo, pelo efeito imediato sobre os custos internos de captação no mercado doméstico, como efeito do aumento significativo dos custos de captação de CDBs.

Essa mudança de perspectivas na captação de recursos de instituições financeiras atua como um freio na oferta doméstica de crédito. O resultado é um encarecimento dos custos de empréstimos que já tem um efeito contracionista adicional sobre a demanda global. Dado o papel importante que o crédito tem tido na aceleração da demanda interna, a reversão desse processo mostra um vínculo entre o que se passa no mercado financeiro internacional e as repercussões internas que não pode ser ignorado pela política monetária. Os mercados financeiros verão esta novidade como um aumento da probabilidade de arrefecimento da alta dos juros primários, sem que isso signifique um afrouxamento da política monetária. A desaceleração na oferta de crédito interna provocada pela crise financeira externa pode ajudar o Banco Central no processo de promover um realinhamento mais rápido, aumentando a potência da política monetária, sem que isso signifique um recuo no objetivo do Copom de mirar no centro do intervalo-meta de inflação para 2009.