

UNIVERSIDADE FEDERAL FLUMINENSE
INSTITUTO DE CIÊNCIAS E DESENVOLVIMENTO REGIONAL
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS DE CAMPOS

CHARLES ANTÔNIO DE SOUZA MEDINA FARIA

**O CRÉDITO DIRECIONADO NO BRASIL E AS CONSEQUÊNCIAS PARA O
REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO**

Campos dos Goytacazes

2019

Ficha catalográfica automática - SDC/BUCG
Gerada com informações fornecidas pelo autor

F224c Faria, Charles Antônio de Souza Medina
O crédito direcionado no Brasil e as consequências para o regime de metas de inflação / Charles Antônio de Souza Medina Faria ; FELIPE SANTOS TOSTES, orientador. Campos dos Goytacazes, 2019.
41 f.

Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências Econômicas)-Universidade Federal Fluminense, Instituto de Ciências da Sociedade e Desenvolvimento Regional, Campos dos Goytacazes, 2019.

1. Crédito direcionado. 2. Regime de Metas de Inflação. 3. Canal do crédito. 4. Crédito rural, habitacional e empresarial. 5. Produção intelectual. I. TOSTES, FELIPE SANTOS, orientador. II. Universidade Federal Fluminense. Instituto de Ciências da Sociedade e Desenvolvimento Regional. III. Título.

CDD -

CHARLES ANTÔNIO DE SOUZA MEDINA FARIA

**O CRÉDITO DIRECIONADO NO BRASIL E AS CONSEQUÊNCIAS PARA O
REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO**

Monografia apresentada como requisito para
obtenção do título de bacharel em Ciências
Econômicas da Universidade Federal
Fluminense.

Orientador: Prof. Dr. Felipe Santos Tostes

Campos dos Goytacazes

2019

CHARLES ANTÔNIO DE SOUZA MEDINA FARIA

**O CRÉDITO DIRECIONADO NO BRASIL E AS CONSEQUÊNCIAS PARA O
REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO**

Monografia apresentada como requisito para
obtenção do título de bacharel em Ciências
Econômicas da Universidade Federal
Fluminense.

Orientador: Prof. Dr. Felipe Santos Tostes

BANCA EXAMINADORA

Prof^o. Dr. Felipe Santos Tostes – Orientador

Universidade Federal Fluminense

Prof^a. Dr^a. Vanuza da Silva Pereira Ney

Universidade Federal Fluminense

Prof^o. Dr. Breno Augusto da Silva e Silva

Universidade Federal Fluminense

AGRADECIMENTOS

Mais um sonho realizado, o tão sonhado diploma de Bacharel em Ciências Econômicas. Menino de classe média, observei meu patamar social cair após o falecimento de meu pai. Porém, a obstinação de minha mãe em criar os seus dois filhos de maneira íntegra, correta e justa, me tornou o homem que sou hoje e esse aprendizado ensinarei para meu filho, Nicolas e, se Deus quiser, para os próximos que virão.

Sei que tudo nesta vida tem um propósito, então não posso deixar de agradecer a Deus, que sempre está presente comigo, nos momentos ruins, me ensinado a corrigir os caminhos que errei e a traçar novos e nos bons, mostrando que esses são os que realmente importam.

Agradeço também à minha família, como citei, minha mãe Maria, que foi pai e mãe para mim, devo tudo a ela, me ensinou que a persistência é a alma do negócio e que devemos sempre fazer o bem e dar a outra face para bater, mas sempre de cabeça erguida, meu exemplo. À minha irmã, Eliane, que sempre me apoia, me dando conselhos e orientações, me mostrando quando estou no caminho errado e me guiando para o correto.

À minha esposa, Luana, que me cobra quando tem que cobrar, que me apoia quando tem que me apoiar, que me suporta e é meu suporte no dia a dia e me deu a minha maior riqueza, meu pequeno Nicolas.

Ao meu orientador Felipe, que prontamente aceitou me orientar, no momento que mais precisei, pela sua competência e apoio. Obrigado por me orientar, por toda confiança e dedicação.

Aos professores da UFF, que muito me ajudaram e apoiaram, sabendo do meu tempo escasso, mas, que sempre tiveram a certeza que nesse exíguo tempo daria o meu melhor e sempre, acreditaram em mim. A Graciela que me ajudou em muitos momentos, e entendeu minhas dificuldades na graduação e me ensinou que microeconomia e principalmente econometria, são importantíssimas e tem seu valor; a Vanuza, que sempre recebe todos os alunos de braços abertos e mostra que pode ser feita educação de ensino superior de forma diferente e atraente para os alunos; ao professor Breno que junto a Felipe abraçaram e conduzem de forma profissional e com dedicação a área de macroeconomia da UFF; as professoras Patrícia e Simone pela entrega e competência em suas aulas.

Agradeço aos meus amigos e aos meus colegas de turma e também, a todos, que de alguma maneira me ajudaram e apoiaram nessa caminhada.

RESUMO

A inflação até hoje gera preocupação nas gerações que a presenciaram nas décadas de 1980 e 1990, quando o país vivia o terror da hiperinflação. Solucionado o problema a partir do plano Real e após a implantação do Regime de Metas de Inflação em 1999, economistas se mantêm preocupados com um possível retorno da inflação e sempre analisam e buscam fatores e motivos para estancar sua volta. Um fator levado em voga é a chamada obstrução do canal crédito, que é um dos mecanismos de transmissão da política monetária. Esta obstrução seria ocasionada por um excesso ou significativo aumento do seguimento crédito direcionado. Esses recursos direcionados são voltados para crédito rural, empresarial e imobiliário, tanto para pessoas físicas, bem como para pessoas jurídicas. Por outro lado, o crédito direcionado pode ser um importante aliado na formatação de políticas públicas, como geração de renda, trabalho e incremento do PIB. Ao adotar a política de direcionamento do crédito o Bacen possivelmente diminui a eficiência da taxa básica de juros Selic, instrumento da política monetária para controlar a inflação, prejudicando o Regime de Metas de Inflação, obstruindo desta maneira o canal de transmissão da política monetária no que se refere ao canal crédito, com consequências na relação inflação e taxas de juros básica, SELIC. Diante desse quadro, para buscar respostas quanto a esta questão, serão abordados os aspectos do Regime de Metas de Inflação e como foi implantado no Brasil, canais de transmissão da política monetária e a obstrução no canal crédito, o crédito direcionado e seus tipos no Brasil, benefícios que o crédito direcionado trás e levantamento de dados sobre como o crédito direcionado influencia ou não na elevação ou queda das taxas de juros. Faz-se necessário levantamento sobre os tipos de crédito direcionado, citando no crédito rural seus quatro tipos, custeio, comercialização, investimento e industrialização. No habitacional é citado suas três vertentes, Sistema Nacional de Habitação de Interesse Social, Sistema Financeiro Imobiliário e Sistema Financeiro de Habitação.

Palavras-chave: Crédito direcionado; regime de metas de inflação; canal crédito; crédito rural, crédito habitacional; crédito empresarial.

SUMÁRIO

Lista de figuras	VIII
Lista de tabelas	IX
Lista de abreviaturas e siglas.....	X
INTRODUÇÃO	11
1. Regime de Metas de Inflação e os Mecanismos de Transmissão da Política Monetária	14
1.1. Aspectos do Regime de Metas de Inflação (RMI)	14
1.2 O Regime de Metas de Inflação no Brasil.....	16
1.3. Mecanismos de transmissão da política monetária	17
1.3.1. Canais de transmissão da política monetária.....	17
1.3.1.1. Canal da taxa de juros	18
1.3.1.2. Canal crédito	18
1.3.1.3. Canal da taxa de câmbio.....	19
1.3.1.4. Canal das expectativas inflacionárias	19
1.3.1.5. Canal valor dos ativos	20
1.3.2. Obstrução no canal crédito	20
2. Crédito livre e direcionado na economia brasileira	23
2.1. Crédito rural	24
2.2. Crédito habitacional	25
2.3. Crédito empresarial	25
3. Análise de dados do crédito livre e direcionado	26
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	36
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	38

Lista de figuras

Figura 1. Mecanismos de transmissão da política monetária	18
Figura 2. Histórico PIB (US\$ milhões) e da taxa SELIC (% a.a.) (dezembro de 2011 a abril 2019).	26
Figura 3. Saldo crédito direcionado (R\$ milhões) e evolução da taxa básica Selic (% a.a.) (dezembro de 2011 a abril 2019).....	29
Figura 4. Saldo crédito livre (R\$ milhões) ascensão taxa Selic (% a.a.) (dezembro de 2011 a abril 2019).	30
Figura 5. Relação crédito livre e direcionado com a SELIC (% a.a.)	33
Figura 6. Evolução IPCA e SELIC (% a.a.).....	34
Figura 7. Análise Saldo crédito direcionado (R\$ milhões) em relação a produção industrial (índice).	35

Lista de tabelas

Tabela 1. Crédito direcionado por setor e segmento no Brasil.....	27
Tabela 2. Análise dos saldos livre e direcionado e taxa Selic no Brasil	31
Tabela 3. Evolução do crédito livre e direcionado em relação ao PIB.....	32

Lista de abreviaturas e siglas

BACEN	Banco Central do Brasil
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CEF	Caixa Econômica Federal
CMN	Conselho Monetário Nacional
FAT	Fundo de Amparo ao Trabalhador
FGTS	Fundo de Garantia por Tempo de Serviço
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
MCMV	Minha Casa Minha Vida
PF	Pessoa Física
PIB	Produto Interno Bruto
PJ	Pessoa Jurídica
RMI	Regime de Metas de Inflação
SCD	Saldo de Crédito Direcionado
SCL	Saldo de Crédito Livre
SCT	Saldo de Crédito Total
Selic	Taxa básica de juros da economia
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
SFH	Sistema Financeiro de Habitação
SFI	Sistema Financeiro Imobiliário
SNCR	Sistema Nacional de Crédito Rural
SNHIS	Sistema Nacional de Habitação de Interesse Social

INTRODUÇÃO

Após o lançamento do plano Real, a manutenção da estabilidade de preços era realizada por meio da conservação da taxa de câmbio, porém, com a ocorrência das crises na Ásia, em 1997, e na Rússia, em 1998 com forte fuga de capitais, o Brasil se viu em meio a uma enorme crise cambial e a perda de eficiência da sua política de estabilização implementada com o Plano Real. Desta forma, foi necessário que o país abandonasse o regime de taxa de câmbio fixo e adotasse o câmbio flutuante

Assim, em julho de 1999, diante de um cenário de esgotamento das reservas cambiais, o governo brasileiro decidiu adotar o Regime de Metas de Inflação (RMI). A política econômica passou a ficar estruturada no tripé metas de inflação, taxa de câmbio flutuante e superávits primários das contas públicas.

Após a adoção do Regime de Metas de Inflação (RMI), o controle inflacionário é alcançado por meio do gerenciamento da taxa de juros, aumentando os juros quando a expectativa de inflação está acima da meta planejada e diminuindo a taxa assim que a alta das expectativas de preços se encontra dentro da meta de inflação. Para sua eficácia existem alguns mecanismos de transmissão de sua política monetária, canal da taxa de juros, canal crédito, canal da taxa de câmbio, canal das expectativas inflacionárias e o canal valor dos ativos.

Porém, um problema em questão relacionado à eficiência do RMI, é que o Banco Central do Brasil (Bacen) vem ao longo do tempo fazendo um grande esforço para conter o aumento dos preços, aumentando dessa forma as taxas de juros para um nível além do necessário para se atingir a meta de inflação.

Além do controle da inflação, outra variável muito importante para o governo é o Produto Interno Bruto (PIB). Dessa maneira, diferentes governos têm adotado políticas públicas e propostas para o crescimento do PIB que variam de acordo com a linha de pensamento econômico. Pode ser observado no Brasil, no período analisado, dezembro de 2011 a maio de 2019, nos governos Dilma, Temer e Bolsonaro, que o país permanece a sentir os efeitos negativos transmitidos pela conjuntura econômica global de recessão, afetada pela crise americana do *subprime* ocorrida em 2008 e as consequências das ações tomadas pelos governos dos países centrais, que alavancou o endividamento público e as ações dos governos citados aqui no Brasil.

Desta forma, diversas foram as propostas para o crescimento do PIB, medidas com o objetivo de evitar um comportamento cíclico negativo na atividade econômica nacional. Uma

medida em especial, como forma de sanar a falta de oferta de crédito por parte de instituições financeiras privadas em momentos de crise, uma proposta importante no que se refere a sustentar linhas de financiamento para pessoas jurídicas e físicas nos períodos de instabilidade econômica é o de direcionamento de crédito realizado por meio de políticas públicas com finalidades específicas.

O chamado direcionamento de crédito são ofertas de créditos realizadas por meio de subsídios para os setores rural, imobiliário e empresarial/infraestrutura. Destaca-se o Banco do Brasil como agente do crédito rural, a Caixa Econômica Federal no setor imobiliário e o BNDES para créditos à empresas e setor de infraestrutura.

Ocorre que o Bacen, ao adotar essa política de taxas de juros diferenciadas, por meio dos chamados créditos direcionados, pode estar diminuindo a eficiência da taxa básica de juros Selic, principal instrumento da política monetária, em controlar a inflação e a expectativa de inflação, medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). Isso ocorre porque a taxa básica de juros da economia, Selic¹, que de acordo com o Bacen é o principal instrumento de política monetária utilizado pelo Banco Central do Brasil para controlar a inflação, não afeta diretamente o IPCA, mas por meio dos chamados canais de transmissão da política monetária. Nesse sentido, a importância do mecanismo de transmissão da política monetária por meio do canal crédito e sua relevância no processo da estabilidade de preços tem sua efetividade e seus efeitos parcialmente restringidos por causa dos créditos direcionados.

Desta forma, há necessidade de análise do crédito direcionado no Brasil, no que diz respeito aos benefícios trazidos pelo direcionamento do crédito e também de que forma ele influencia no grau de elevação ou de redução da taxa de juros. Pois o crédito direcionado interfere na necessidade de maior esforço para na política de juros do RMI, deixando o sistema menos eficiente e com isso o Banco Central tem que trabalhar com taxas de juros mais altas.

Observada a obstrução nos canais de transmissão da política monetária no Brasil no que se refere ao canal do crédito, no segmento crédito direcionado, o objetivo geral é tentar verificar a influência dessa obstrução específica sobre o Regime de Metas de Inflação com suas consequências em relação à inflação e a taxa de juros básica, SELIC, no Brasil, de modo

¹ O nome da taxa Selic vem da sigla do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia. Tal sistema é uma infraestrutura do mercado financeiro administrada pelo Bacen. Nele são transacionados títulos públicos federais. A taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados nesse sistema corresponde à taxa Selic (Bacen, 2019).

a apresentar brevemente os aspectos do Regime de Metas de Inflação – RMI e como ele foi implantado no Brasil; discutir a cerca dos canais de transmissão da política monetária e a obstrução no canal crédito; tentar desvendar o que é crédito direcionado e seus tipos no Brasil, bem como procurar apontar alguns benefícios que o crédito direcionado trás; analisar por meio dos dados levantados sobre como o crédito direcionado influencia ou não na elevação ou queda das taxas de juros aplicadas no país e suas consequências sobre o RMI.

Assim, o presente trabalho está dividido em quatro seções além dessa introdução. Na primeira delas tratamos do regime de metas de inflação, com seus aspectos e características e a sua implementação no Brasil a partir de 1999. Na segunda seção são expostos os mecanismos de transmissão da política monetária e seus cinco canais: canal da taxa de juros, canal crédito, canal da taxa de câmbio, canal das expectativas inflacionárias e o canal valor dos ativos e a obstrução do canal de crédito. Na terceira seção, apresentamos o crédito livre e direcionado no Brasil e os tipos de crédito direcionado, rural, imobiliário e empresarial. Na quarta seção é feita uma análise dos dados levantados do crédito direcionado e os benefícios para áreas específicas, e ao fim as considerações finais.

1. Regime de Metas de Inflação e os Mecanismos de Transmissão da Política Monetária

1.1. Aspectos do Regime de Metas de Inflação (RMI)

Esta seção apresenta argumentações pertinentes a artigos da literatura relacionados sobre o regime de metas de inflação que demonstre sua eficiência no controle da inflação.

Segundo o Bacen (2007), “o regime de metas para a inflação é um regime monetário no qual o Banco Central se compromete a atuar de forma a garantir que a inflação observada esteja em linha com uma meta pré-estabelecida, anunciada publicamente”.

O regime de metas inflacionárias propõe uma meta de crescimento para algum índice de inflação, que é anunciada no início de um determinado período. A meta é estabelecida pelo governo e/ou parlamento e deve ser perseguida pelo Banco Central. A política monetária passa a ter um único objetivo, alcançar a meta inflacionária determinada. Assim, os dirigentes do Banco Central não devem se preocupar com o desempenho de outras variáveis macroeconômicas. (CARVALHO, 2000, p. 227).

Os defensores da adoção de metas de inflação acreditam que a política monetária não é um instrumento que pode estimular o investimento e, conseqüentemente, reduzir o desemprego (SICSÚ, 2002, p. 24).

O regime de metas de inflação é de acordo com Arestis (2009, p.2) um regime de política monetária que tem sido adotado por um número significativo de países, Nova Zelândia, Canadá, Reino Unido, Suécia, Finlândia, Austrália e Espanha foram os países desenvolvidos que nos últimos anos adotaram o regime de metas inflacionárias. O Brasil aderiu ao mesmo regime no ano de 1999 (SICSÚ, 2002, p.23). Outros países emergentes como, Chile, Colômbia, México, Peru, Polônia, Coreia do Sul, Turquia, África do Sul e Tailândia, também adotaram o RMI.

De acordo com Araújo (2013), o regime de metas de inflação apresenta cinco grandes características: a) seu foco principal é a estabilidade dos preços por meio de três grandes condições: credibilidade; flexibilidade; e legitimidade. b) A maior eficiência e flexibilidade da política monetária fazem com que esta domine a política fiscal, sendo um poderoso instrumento da política macroeconômica. c) deve haver um banco central independente, reprimindo o problema da inconsistência temporal passando maior credibilidade aos mercados financeiros. d) os mecanismos de abertura, transparência e responsabilidade são elementos fundamentais na formulação da política macroeconômica. e) a estabilidade de preços acompanhada de uma taxa de câmbio flutuante é a melhor forma de evitar desdobramentos negativos sobre a taxa de câmbio.

O regime de RMI (sigla em inglês relativa a “*inflation targeting*”, *IT*) é uma estrutura de política monetária em que os anúncios públicos das metas oficiais de inflação, estão comprometidos com a estabilidade de preços (ARISTIS, 2009, p.2).

De acordo com o Bacen (2007), o regime de RMI não pode atribuir à política monetária metas adicionais para o câmbio ou crescimento econômico, por exemplo, pois sua ação se baseia no controle da taxa de juros de curto prazo. Segundo Arestis (2009, p.3) o foco é a estabilidade de preços obtida a partir de três objetivos: credibilidade, flexibilidade e legitimidade.

A alta inflação no médio e longo prazo cria um ambiente desfavorável aos investimentos e penaliza as camadas mais pobres da sociedade gerando concentração de renda. O Bacen (2007) continua ressaltando que os principais bancos centrais do mundo adotam de forma implícita ou explícita, a estabilidade de preços como principal objetivo da política monetária. No regime de RMI, a política monetária é o principal instrumento da política macroeconômica (ARESTIS, 2009, p. 3).

Consoante Aresits (2009), a política monetária é um instrumento flexível para se alcançar o objetivo de estabilidade de preços, dado que, no longo prazo, o índice de inflação é a única variável macroeconômica que pode ser afetada pela política monetária. Para Arestis (2009), a política monetária não afeta a atividade econômica, como, por exemplo, níveis de emprego e produto, no longo prazo e finaliza argumentando que a política monetária não deve ser operacionalizada por políticos, mas sim, por especialistas na forma de um banco central “independente” trabalhando com critérios técnicos.

De acordo com Araújo (2013), a operacionalização da política monetária sob o RMI é feita por meio da conhecida regra de Taylor.

$$i_t = r^* + b(\pi_t - \pi^*) + c(y_t)$$

Onde i_t é a taxa nominal de juros, r^* é a taxa natural de juros π_t é a inflação corrente, π^* é a meta de inflação, y_t é o hiato de produto, b e c são os coeficientes de resposta aos desvios da inflação e do produto. Ponto fundamental para a operação desse regime é a existência de um trade-off entre a transparência (e, portanto, credibilidade) e a flexibilidade do regime, entendida como a habilidade do banco central em reagir efetivamente a acontecimentos de curto prazo (DELGALLO, 2006).

Segundo Araújo (2013), a estabilidade de preços não significa inflação zero, mais sim uma carestia próxima a 2% ao ano, pois inflação zero pode levar a um aumento na taxa

natural de desemprego e um risco de ocorrer deflação na economia. Já para Delgallo (2006), a meta imposta deve ser baixa o suficiente para que os agentes econômicos possam continuar efetuando suas decisões do dia-a-dia, ele cita que algo em torno de 1% a 3% ao ano, o que é o praticado na maioria dos países que adotam tal regime.

Para implementação de um regime de metas de inflação existem características essenciais como: a própria definição da meta; o valor numérico para a meta; período de tempo relevante para a meta (alguns países utilizam o horizonte de doze meses); circunstâncias em que a meta poderia ser modificada; quais informações considerar para o alcance do alvo e; o que fazer caso a meta não seja atingida (DELGALLO, 2006). Também, para adoção do sistema de metas é preciso que o sistema financeiro nacional esteja estável, com metas críveis (BACEN, 2007, p.9).

Para Delgallo (2006), a autoridade monetária pode escolher um ponto alvo ou um intervalo com um ponto central. Caso opte por um alvo fixo o Bacen demonstra maior comprometimento com o alcance da estabilidade, mas perde flexibilidade a eventos não previstos. Se optar por um intervalo de tolerância, existe maior flexibilidade na condução da política monetária e a depender da dimensão dos intervalos, não implica em perda de credibilidade. Deste modo, quanto mais sujeitas a choques estiverem as economias, maior a flexibilidade esperada do regime de metas de inflação.

1.2 O Regime de Metas de Inflação no Brasil

Na seção anterior vimos aspectos do Regime de Metas de Inflação e nesta presente divisão observaremos particularidades acerca de sua adoção no Brasil.

Desde o lançamento do Plano Real, a estabilidade da taxa de câmbio vinha sendo o pilar de manutenção da estabilidade dos preços da economia brasileira. Contudo, as inquietações ocorridas nos mercados internacionais de capitais provenientes das sucessivas crises ocorridas na Ásia, em 1997, e na Rússia, em 1998, implicaram em significativas fugas de capitais dos países emergentes (DELGALLO, 2006), dentre eles o Brasil.

No final de 1998 e início de 1999, as Autoridades Monetárias brasileiras não conseguiram manter a estrutura da política de estabilização implementada com o Plano Real, visto que a crise cambial brasileira era profunda. O Brasil foi forçado a abandonar o regime de taxa de câmbio fixo e passou a adotar o regime de câmbio flutuante, ocasionando pressões sobre a inflação (ARESTIS, 2009, p 9). Segundo Delgallo (2006), o regime de metas de inflação surgiu com o objetivo de substituir a taxa de câmbio como a principal âncora nominal da economia.

De acordo com o Bacen (2007) o Brasil adotou formalmente o regime de metas para a inflação como diretriz da política monetária em 1º de julho de 1999, apreensivo com uma explosão inflacionária, tendo a meta para a inflação definida em termos da variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, IBGE. Delgallo (2006), relata que o Bacen implementou o RMI em um período exíguo de tempo, num contexto de enorme instabilidade frente à mudança do regime de câmbio fixo para o regime de câmbio flexível o que levou a autoridade monetária a adotar um modelo bastante rígido para o Regime de Metas de Inflação brasileiro.

Para efeito de ilustração relativo ao controle de inflação no RMI no Brasil, em 30 de junho de 1999, por meio da Resolução n.º 2.615, o Bacen fixou as metas de inflação para o ano de 1999 em 8% (oito pontos percentuais), com intervalo de tolerância de menos 2% (dois pontos percentuais) e de mais 2% (dois pontos percentuais). Já no ano de 2018, a Resolução n.º 4.671 do Bacen fixou meta para a inflação e seu intervalo de tolerância para o ano de 2021, definindo, a meta para a inflação de 3,75% (três inteiros e setenta e cinco centésimos por cento), com intervalo de tolerância de menos 1,50 p.p. (um e meio ponto percentual) e de mais 1,50 p.p. (um e meio ponto percentual) para o ano de 2021.

1.3. Mecanismos de transmissão da política monetária

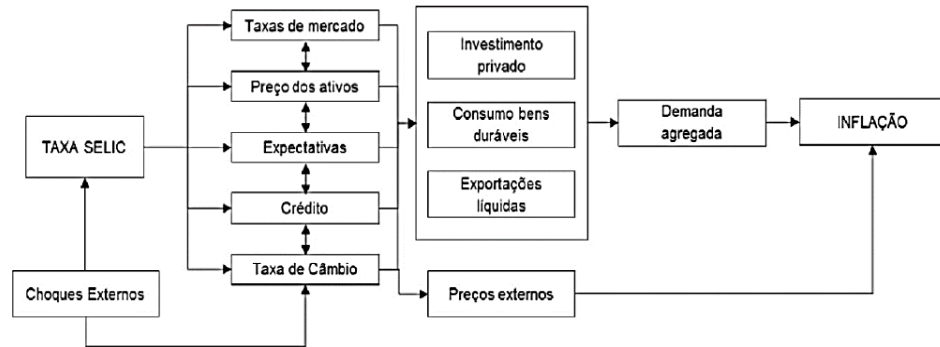
1.3.1. Canais de transmissão da política monetária

Como podemos observar, no regime de RMI a política monetária é o principal instrumento da política macroeconômica, agindo sobre a economia, por meio de múltiplos canais, ou mecanismos de transmissão (CARVALHO, 2005, p.328). Esses mecanismos de transmissão da política monetária são os canais por meio dos quais mudanças na taxa de juros básica afetam o comportamento de outras variáveis econômicas, principalmente preços e a atividade econômica (BACEN 2007, p.10). São, portanto, os elos que conectam instrumento e objetivo da política monetária (BARBOZA, 2015, p.138). O principal mecanismo de atuação da política monetária, na maioria dos países, atualmente, é o controle das taxas de juros, conhecidas como taxas de juros básicas do mercado monetário (MATSUMOTO, 2000, p. 9).

Para a realização da política monetária, existem diversos mecanismos de transmissão, dentre os quais, destacam-se (BARBOZA, 2015, p.138): i) canal da taxa de juros; ii) canal crédito; iii) canal da taxa de câmbio; iv) canal das expectativas inflacionárias e o; v) canal valor dos ativos.

A Figura 1 apresenta, simplificada, os cinco principais mecanismos de transmissão da política monetária citados acima.

Figura 1. Mecanismos de transmissão da política monetária



Fonte: Relatório de Inflação do BCB (jun-1999).

1.3.1.1. Canal da taxa de juros

O canal de transmissão por intermédio das taxas de juros é o canal mais conhecido da política monetária, sendo o mais utilizado nos livros-texto (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 1999). A consideração do canal das taxas de juros passa pela suposição de existência de uma estrutura a termo da taxa de juros (ou curva de rendimentos) bem definida. (BARBOZA, 2015, p.140). Considerando-se que no curto prazo os preços são rígidos, a ação do banco central também eleva as taxas reais de juros (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 1999). O canal de juros passa pela quantidade de moeda e pela taxa de juros. Ele aborda o impacto direto das taxas de juros sobre a demanda e a produção, envolvendo, ainda, efeitos renda e substituição, assim como a influência da variação na quantidade de moeda sobre o comportamento dos agentes (MATSUMOTO, 2000, p. 9).

A interpretação do efeito de uma variação da taxa de juros sobre a economia é feita sob uma perspectiva keynesiana. (MENDONÇA, 2001).

1.3.1.2. Canal crédito

O canal do crédito transmite os impulsos de política monetária em direção à economia real via alterações no preço do crédito. (BARBOZA, 2015, p.138). Desta forma, o canal de crédito incentiva ou não os gastos com investimento e, além disso, pode ser importante também para o consumo das pessoas (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 1999).

Ele pode ser representado pelos empréstimos bancários, e funciona da seguinte maneira: ao diminuir a taxa de juros, e aumentar o volume de reservas na economia, o banco central permite que os bancos comerciais aumentem seus empréstimos. Esses empréstimos são particularmente importantes para as pequenas empresas, que não têm acesso direto ao mercado de capitais (e.g. emissão de ações, debêntures etc.). (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 1999).

Ocorrendo uma elevação na taxa de juros básica, que pode ser rapidamente transmitida às taxas de juros predominantes no mercado de crédito, verifica-se redução da capacidade de empréstimo dos Bancos comerciais que por sua vez reduzem a oferta de crédito ao consumidor e as empresas que não possuem acesso ao mercado de capitais para captação de recursos, ocorrendo desta maneira, uma redução dos investimentos e da demanda agregada, que pressionará o índice de preços para baixo (OLIVEIRA, p.20).

1.3.1.3. Canal da taxa de câmbio

O canal da taxa de câmbio mostra-se especialmente importante em economias mais abertas (Bacen, 1999), com taxa de câmbio flutuante e livre movimentação de capitais, transmitindo os impulsos monetários adiante de duas maneiras distintas: via alterações nas exportações líquidas e via alterações nos preços dos bens comercializáveis internacionalmente (os chamados “tradables”). (BARBOZA, 2015, p.139). Como sabemos, ao subir a taxa de juros, o banco central ocasiona a valorização da moeda doméstica. Por sua vez, a valorização da taxa de câmbio transmite os efeitos da política monetária (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 1999). Assim, o canal cambial, por sua vez, retrata os efeitos indiretos sobre a inflação e a atividade econômica real provocados pela variação na paridade da moeda nacional, em consequência da mudança no diferencial de juros internos e externos ao país (MATSUMOTO, 2000, p. 9).

1.3.1.4. Canal das expectativas inflacionárias

As expectativas de inflação possuem papel importante na determinação da dinâmica inflacionária e costumam responder negativamente a alterações na taxa básica de juros (BARBOZA, 2015, p.140), esse é o chamado Canal das Expectativas Inflacionária. Ao alterar a taxa de juros, a ação do banco central pode alterar as expectativas dos agentes econômicos quanto à evolução presente e futura da economia (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 1999).

Ao elevar a taxa de juros de curto prazo para evitar o surgimento da inflação, o banco central pode restabelecer a confiança no desempenho futuro da economia, e provocar uma queda nas taxas de juros esperadas para prazos mais longos. A queda da taxa de juros durante uma recessão pode significar que tempos melhores virão, estimulando o consumo da população (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 1999).

Um aumento da taxa de juros na tentativa de evitar um aumento da inflação causa efeitos recessivos no curto prazo, no entanto, o Bacen pode restabelecer a confiança no

desempenho futuro da economia, fazendo com que as taxas de juros esperadas de médio e longo termo sejam menores (MENDONÇA, 2001).

1.3.1.5. Canal valor dos ativos

O canal do valor de ativos afeta o comportamento de consumidores via efeito riqueza. (BARBOZA, 2015, p.139), atua por meio de variações na riqueza financeira dos agentes econômicos, em virtude de alterações da taxa de juros (Bacen, 1999).

Geralmente uma queda das taxas de juros eleva o preço das ações, pois estimula o crescimento da economia e o lucro das empresas, mais ainda, o valor dos títulos públicos pré-fixados aumenta. Nessa situação, o aumento do volume de riqueza financeira faz com que as pessoas sintam-se mais ricas, estimulando o nível de consumo (Bacen, 1999).

Vale ressaltar que o canal de preço dos ativos é relevante para países como Estados Unidos e Inglaterra, entretanto, no caso da economia brasileira, a participação de consumidores no mercado acionário apesar de crescente, ainda não é muito significativa como nos países citados acima, o que torna esse mecanismo de transmissão de pouca relevância prática para o Brasil (MENDONÇA, 2001).

1.3.2. Obstrução no canal crédito

De acordo com Barboza (2015, p.138) o canal do crédito transmite os impulsos de política monetária em direção à economia real via alterações no preço do crédito. Ainda, segundo Barboza (2015, p.138), com taxas mais elevadas, as famílias resistem à contratação de dívidas, o que pode impactar negativamente no consumo agregado, e as empresas tornam-se mais relutantes em iniciar novos projetos de investimento em resposta a custos de financiamentos mais elevados e a perspectivas de recuo no consumo das famílias.

A herança inflacionária se manifesta na persistência de instituições e mecanismos para conviver com a alta inflação; ao longo do período inflacionário, diversos mecanismos de proteção foram sendo montados, para preservar preços e créditos da corrosão inflacionária e que reduzem a potência da política monetária como os créditos direcionados e os preços administrados (BACHA, 2010).

Neto (2018) relata que no caso brasileiro, é possível argumentar que há uma série de obstruções nos mecanismos teóricos de ligação entre taxa de juros e taxa de inflação o que diminui a eficiência da política monetária no país. Barboza (2015) propõe que essas obstruções são justamente o que explica a taxa de juros elevada no país; como os mecanismos não funcionam de forma adequada, obrigam o Banco Central a definir taxas elevadas para

alcançar um mesmo resultado desejado. Segundo o autor uma dessas obstruções é: segmentação no mercado de crédito, com alta participação do crédito direcionado.

Desta maneira, para entender essa obstrução, precisamos analisar melhor o funcionamento do canal crédito no Brasil, e ter ciência de como está fundamentado o mercado de crédito brasileiro, onde as operações de crédito estão divididas em dois grandes segmentos: o crédito livre e o crédito direcionado, tendo como principal diferença e a causa da obstrução, basicamente, o fato de que as taxas de juros dos empréstimos direcionados não serem sensíveis aos movimentos da política monetária e em geral inferiores a taxa Selic (OLIVEIRA, p. 21).

Segundo Schwartzman (2011), a taxa básica de juros (Selic) influencia parte do crédito no país, mas não tem nenhum impacto sobre outra grande parcela, o crédito direcionado, composto por crédito realizados pelo BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico, crédito rural em sua grande parte pelo Banco do Brasil e o crédito habitacional com forte predomínio da Caixa Econômica Federal. Schwartzman (2011) argumenta que o nível da taxa Selic afeta menos a demanda privada doméstica do que faria na ausência do crédito direcionado. Isso pode explicar como uma Selic elevada convive com o forte ritmo de expansão da demanda doméstica privada.

Assim, a existência de um mercado de crédito significativamente segmentado, onde parcela importante dos empréstimos não é afetada pela taxa em que o Bacen realiza a política monetária, torna o mecanismo de transmissão do crédito parcialmente obstruído no Brasil (BARBOZA, 2015, p.141). Uma solução para isso, de acordo com Bacha (2010, p.17), seria ampliar o alcance da política monetária sobre a oferta de crédito, de forma que ela passe a influenciar não só o custo do crédito livre (via taxa Selic), mas também o volume do crédito direcionado. No país há necessidade de uma Selic mais alta para conter a inflação, já que as decisões do Bacen não fazem efeitos no crédito direcionado (BACHA, 2010, p.17).

Outro problema percebido é que mesmo sendo o único segmento do crédito responsável por transmitir adiante os impulsos de política monetária no Brasil, o crédito livre é pouco representativo para fins de determinação da demanda agregada (BARBOZA, 2015, p.142).

Prováveis soluções para queda da taxa Selic são apontadas por (SCHWARTSMAN, 2011) que propõe duas opções: a) o peso do direcionado voltar a cair significativamente; ou b) as taxas de juros nesta modalidade de crédito se aproximarem das taxas de juros de mercado².

² No fim de 2003, o Banco Central do Brasil levantou pela primeira vez a questão do impacto que o crédito direcionado teria sobre as taxas de juros de mercado (FILHO, 2006, p.45).

De acordo com Bacha, a proposta, então, é que o volume dos créditos direcionados passe a ser determinado periodicamente pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), de forma compatível com a postura da política monetária andando *pari passu* como a taxa Selic.

2. Crédito livre e direcionado na economia brasileira

Conforme o Bacen, em abril de 2019, cerca de 55% do crédito bancário brasileiro são aplicados de acordo com critérios próprios das instituições financeiras, observadas as normas de prudência fixadas pela entidade normalizadora. Os outros 45% restantes recebem do governo algum tipo de direcionamento.

A oferta de crédito no Brasil, no que diz respeito a longo prazo, é feito por meio do crédito direcionado executado principalmente pelos três grandes bancos federais, Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), Caixa Econômica Federal (CEF) e Banco do Brasil como relata Lundberg (2001, p.5).

De acordo com Bacen (2005) intervenções no mercado de crédito estão baseadas na tentativa de corrigir falhas de mercado em determinados setores da economia, como exemplo o setor rural e o setor habitacional por meio de direcionamento de crédito. Segundo Filho, (2009, p. 13), o objetivo é afetar a distribuição do crédito no interior do mercado em favor de segmentos da economia, como os citados acima, julgados prioritários pelo governo. A justificativa para a presença de créditos direcionados por meio dos bancos é a de suprir determinados setores que não teriam acesso a volumes de financiamentos (COSTA, 2004, p.2). O crédito direcionado com recursos públicos é o destaque de parte da arrecadação fiscal para ser utilizada no financiamento a investimentos de empresas e famílias (FILHO, 2006, p.38). Os mecanismos de direcionamentos obrigatórios de crédito são adotados para reduzir o problema de racionamento de crédito em setores social importantes (COSTA, 2004, p.2).

Podemos dividir o crédito direcionado em crédito rural, crédito habitacional e créditos para empresas por meio do BNDES. No fim 2005 de acordo com Filho (2006, p.37) o saldo do crédito direcionado era de 202,1 bilhões, o que representava 33% do crédito total, nesse contexto, o BNDES respondia por 61%, o crédito rural, por 22,1%, e o financiamento habitacional, por 13,9%. Os 3% restantes referiam-se a outras classificações. Em abril de 2019 a participação do crédito direcionado no total do crédito era de 45,38% (Bacen, 2019) onde, o BNDES respondia por 32,49%, o crédito rural, por 17,24%, e o financiamento habitacional, por 43,89% e outras classificações por 6,38%.

O crédito direcionado com recursos públicos significa parte da arrecadação fiscal que é utilizada no financiamento a investimentos de empresas ou famílias. Os beneficiários finais tomam esses financiamentos com a condição de realizar investimentos em setores ou atividades consideradas prioritárias (FILHO, 2006, p.38).

O Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) é um exemplo de mecanismo fiscal que tem como objetivo o desenvolvimento e o emprego gerando recursos para o crédito direcionado. Outro mecanismo são as poupanças parafiscais com recursos arrecadados de entes privados, como os trabalhadores, tendo como exemplo é o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS). De acordo com Filho (2006) esses recursos deveriam ser utilizados pelo Estado para financiar projetos imobiliários ou de desenvolvimento urbano por meio de financiamento bancário.

2.1. Crédito rural

Considera-se crédito rural o suprimento de recursos financeiros, por instituições do Sistema Nacional de Crédito Rural (SNCR), para aplicação exclusiva nas finalidades e condições estabelecidas no Manual de crédito rural do Bacen (MCR, 2018, p.7) tendo como um de seus objetivos estimular os investimentos rurais para produção, extrativismo não predatório, armazenamento, beneficiamento e industrialização dos produtos agropecuários.

O crédito rural foi institucionalizado em 1965. Segundo a Revista Política Agrícola (2017), ele tem como objetivo estimular o incremento ordenado dos investimentos rurais, favorecer o custeio oportuno e adequado da produção dos produtos agropecuários. O MCR (2018) relata que o crédito rural pode ter quatro tipos de finalidades: custeio, destinado a cobrir despesas normais dos ciclos de produção; investimento, para aplicação em bens ou serviços cujo desfrute se estenda por vários períodos produtivos; comercialização, imputada nos casos de produtor rural, para cobrir despesas posterior à coleta de sua exploração a cooperativas de produtores rurais na atividade de beneficiamento e de industrialização; e à industrialização de produtos agropecuários, quando efetuada por cooperativas ou pelo produtor na sua propriedade rural. Para Costa (2004, p.10) um dos principais objetivos do programa de crédito rural é o fomento da produção agrícola, de forma a abastecer o mercado interno e gerar excedentes exportáveis.

O SNCR é responsável por conduzir a política creditícia formulada pelo Conselho Monetário Nacional é constituído por órgãos básicos, Banco Central do Brasil, Banco do Brasil, Banco da Amazônia e Banco do Nordeste, tendo como órgão vinculados, BNDES, agências de fomento, bancos estaduais, inclusive de investimento, bancos privados, CEF, cooperativas autorizadas a operar com crédito rural e sociedades de crédito, financiamento e investimento (MCR, 2018, p.9).

2.2. Crédito habitacional

A formação de um mercado ativo de crédito imobiliário e o de financiamento habitacional em particular vem perfazendo parte das prioridades de políticas públicas em vários países em desenvolvimento. Preocupação, essa, se baseia no aumento de bem-estar associado a um mercado de financiamento habitacional eficaz com efeitos de crescimento de emprego e renda (LUNDBERG, COSTA).

Mudanças na legislação referentes ao crédito imobiliário e a construção civil, a estabilidade de preços, a queda na taxa de juros, programas de obras públicas e os programas de incentivo para aquisição da casa própria pela população de baixa renda são as explicações mais recorrentes para este fenômeno do crescimento do crédito direcionado (MENDONÇA, 2013, p.460).

Segundo Mora (2015, p.27), o financiamento habitacional no Brasil possui três vertentes, Sistema Nacional de Habitação de Interesse Social (SNHIS), subsidiado pelo governo destinado à população de baixa renda. Sistema Financeiro de Habitação (SFH), utiliza recursos da poupança e do FGTS e o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), para valores superiores aos permitidos pelo SFH. O crédito habitacional é financiado por meio do Sistema Brasileiro da Habitação com recursos do fundo de garantia por tempo de serviço FGTS, e do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SPBE) (BONDUKI, 2008, p.73).

2.3. Crédito empresarial

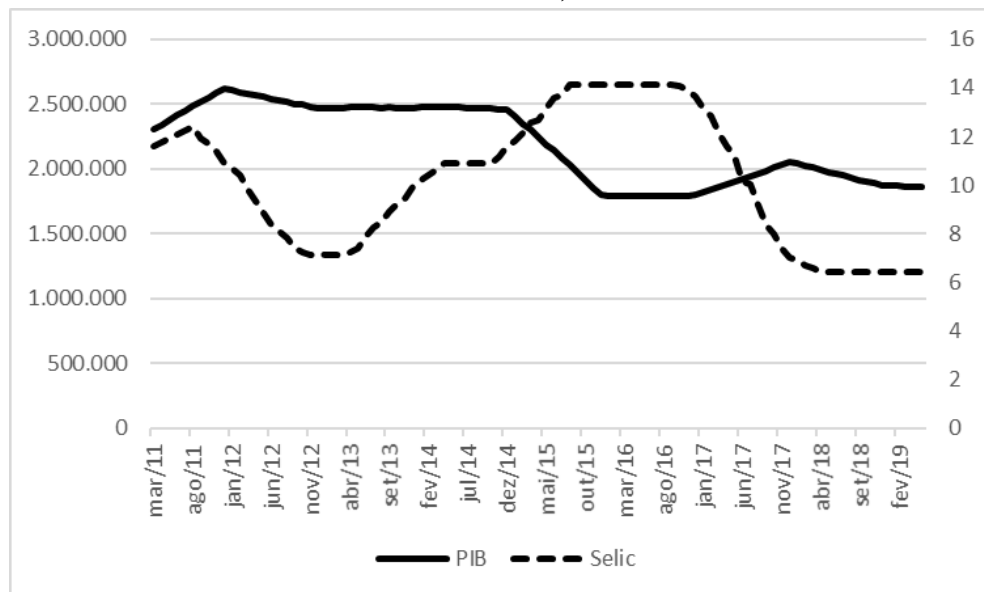
O financiamento para empresas é realizado por meio do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), por ser uma empresa pública e não um banco comercial o BNDES avalia a concessão do apoio com foco no impacto socioambiental e econômico no Brasil (BNDES, 2017).

O BNDES exerce um importante papel de estabilizador no mercado de crédito nacional. Nos momentos em que o mercado se contrai, o Banco tem como objetivo ampliar sua participação relativa ao garantir acesso ao crédito às empresas em momentos de falta de liquidez. Por outro lado, quando o mercado de crédito se expande, o BNDES vê a sua participação se reduzir, deixando o atendimento da demanda por crédito a cargo do setor privado (Sant'anna, 2009).

3. Análise de dados do crédito livre e direcionado

Nesta sessão, foi feita uma análise sobre os efeitos e consequências do crédito direcionado no regime de metas de inflação. Foi elaborada uma análise gráfica do período de dezembro de 2011 a abril de 2019 com dados levantados junto ao Bacen. A busca é por entender, de fato, se há evidência de um maior esforço da autoridade monetária para redução do índice de preços, IPCA? O PIB é afetado positivamente por um maior volume de direcionamento de recursos? Existe um crescimento da atividade rural, habitacional e empresarial com o maior volume de recursos direcionados? Ocorre realmente um fator positivo para estabilidade econômica e o crédito direcionado pode ser um mecanismo de política econômica? O crédito direcionado é fator de obstrução do canal crédito para a política monetária? Respostas essas que tentaram ser obtidas após análise dos dados e gráficos levantados. Assim, para nos aprofundar no assunto em questão, iniciamos a análise por meio da Figura 2 (Histórico PIB e da taxa SELIC) que apresenta comparação dos dois itens mencionados no título da figura, com observações entre dezembro de 2011 a abril de 2019.

Figura 2. Histórico PIB (US\$ milhões) e da taxa SELIC (% a.a.) (dezembro de 2011 a abril 2019).



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados Bacen tabelas 4192 e 4189

Observa-se por meio da Figura 2 uma relação inversa entre o PIB e a taxa básica de juros SELIC. Um aumento com mais veemência, na taxa básica como ocorrido entre outubro de 2014 a agosto de 2015, ocasiona uma redução significativa no PIB, fato observado até o fim do ciclo de aperto monetário do período em setembro de 2016. Outra circunstância

importante a ser levada em consideração no que se refere a redução no PIB é que o simples aumento da taxa SELIC não provoca de imediato uma redução na atividade econômica como pode ser evidenciado em abril de 2013, tendo o PIB começado a declinar lentamente até um aperto mais vigoroso da política monetária.

Na Tabela 1 o crédito direcionado é apresentado por setor, rural, imobiliário e empresarial e por segmento, Pessoa Jurídica (PJ) e Pessoa Física (PF).

Tabela 1. Crédito direcionado por setor e segmento no Brasil

Data	Recursos direcionados - R\$ (milhões)												
	Pessoas jurídicas					Pessoas físicas					Participação		Recursos direcionados Total
	Crédito rural	Imobiliário	BNDES	Outros créditos	Total	Crédito rural	Imobiliário	BNDES	Outros créditos	Total	PJ	PF	
dez/11	44.355	32.201	393.392	37.049	506.997	76.160	190.155	24.767	1.508	295.315	63,19%	36,81%	802.312
dez/12	50.163	42.947	446.699	45.195	585.004	94.634	257.083	29.172	1.974	386.914	60,19%	39,81%	971.919
dez/13	69.432	53.776	514.479	61.191	698.879	119.567	340.730	37.067	4.104	507.188	57,95%	42,05%	1.206.067
dez/14	74.128	66.200	595.221	71.752	807.302	146.093	437.006	43.182	2.552	634.898	55,98%	44,02%	1.442.200
dez/15	77.262	72.706	633.368	91.832	875.167	153.745	505.785	46.040	1.905	713.085	55,10%	44,90%	1.588.251
dez/16	79.059	71.296	552.305	95.058	797.719	162.495	541.150	48.688	1.074	758.511	51,26%	48,74%	1.556.230
dez/17	69.738	59.729	487.274	92.102	708.843	176.184	571.929	51.356	600	804.857	46,83%	53,17%	1.513.700
dez/18	69.912	46.392	444.262	90.758	651.324	190.837	598.963	53.101	530	848.554	43,43%	56,57%	1.499.879
jan/19	68.205	45.075	434.954	91.144	639.378	190.867	598.960	53.556	526	849.054	42,96%	57,04%	1.488.432
fev/19	66.652	44.750	433.441	90.978	635.821	191.285	602.502	54.462	521	853.928	42,68%	57,32%	1.489.750
mar/19	65.199	44.189	431.814	90.938	632.140	192.012	605.514	54.339	507	857.519	42,44%	57,56%	1.489.659
abr/19	63.890	43.114	427.587	88.908	623.499	191.704	607.821	54.208	508	859.494	42,04%	57,96%	1.482.993
mai/19	61.095	41.809	423.436	88.849	615.189	191.689	610.790	52.238	506	860.647	41,68%	58,32%	1.475.836

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados Bacen.

Ao analisarmos a Tabela 1 notamos que em dezembro de 2011 a distribuição dos recursos direcionados era majoritária para o seguimento PJ com 63,19%, distribuídos entre rural, imobiliário e BNDES, com grande destaque para o crédito empresarial onde dos mais de R\$506 bilhões em recursos, R\$393 bilhões foram direcionados para esse seguimento. É observado também o grande aumento dos recursos direcionados no período levantado passando de R\$802 bilhões para R\$1,475 trilhão em estoque de crédito um crescimento de mais de 83% em pouco mais de 7 anos. Outro fato importante também a ser comentado é que durante o período analisado, entre dezembro de 2011 a maio de 2019 ocorreu uma mudança de mãos no direcionamento do crédito, passado do seguimento PJ para o PF, com forte destaque para o setor imobiliário PF que saltou de R\$190 bilhões para R\$610 bilhões, por meio principalmente do programa Minha Casa Minha Vida³ (MCMV), voltado para famílias com menor renda, um crescimento de mais de crescimento 221% que merece atenção.

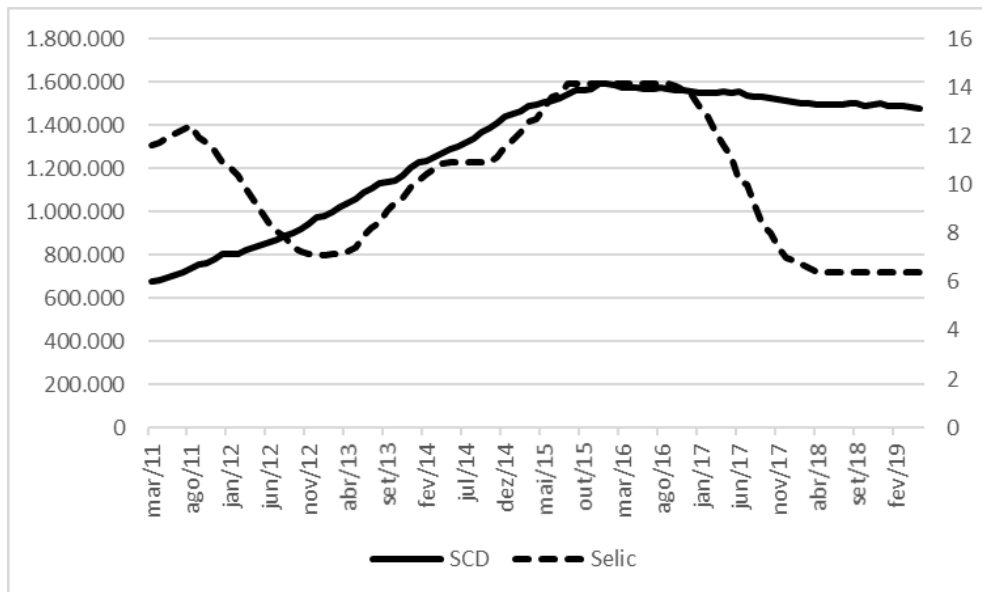
³ A partir de 2011, em sua segunda fase, o MCMV foi incluído no Programa de Aceleração do Crescimento - PAC, sugerindo que a política habitacional tenha passado a responder mais fortemente às estratégias de alavancagem do desenvolvimento do país – aceleração do crescimento –, sendo a habitação o produto entregue desta política de desenvolvimento, e não necessariamente o contrário, como se poderia esperar (KRAUSE, p. 8, 2013).

Podemos destacar então, que o governo Dilma teve grande destaque para o direcionamento de crédito, com elevações auspiciosas dessa modalidade, o que evidencia uma política baseada no consumo das famílias, agricultura familiar e incremento do setor imobiliário, com o programa Minha Casa, Minha Vida, alcançando enorme relevância, até o fim de seu primeiro mandato. Já o governo Temer e Bolsonaro, seguiram com uma mudança de estratégia da política creditícia, porém de forma um pouco mais acentuada, reduzindo os recursos direcionados.

O crescimento do direcionamento de crédito para o setor imobiliário pessoa física, no período analisado, apresentou o seu maior fôlego entre dezembro de 2011 a dezembro de 2015 começando a reduzir o seu ânimo ou fim de uma política pública de fomento da economia por meio do consumo das famílias e incremento do setor da construção cível a partir desse período destacado.

O setor rural também teve destaque no período exposto, novamente com destaque para o seguimento pessoa física, que cresceu mais de 151%, novamente baseado no consumo das famílias. Contudo, como as taxas do crédito direcionado não são baseadas na taxa básica de juros Selic o esforço realizado para conter o IPCA é maior, o que pode ser identificado comparando as evoluções do Saldo de Crédito Direcionados (SCD) e a evolução da Selic na Figura 3.

Figura 3. Saldo crédito direcionado (R\$ milhões) e evolução da taxa básica Selic (% a.a.) (dezembro de 2011 a abril 2019).

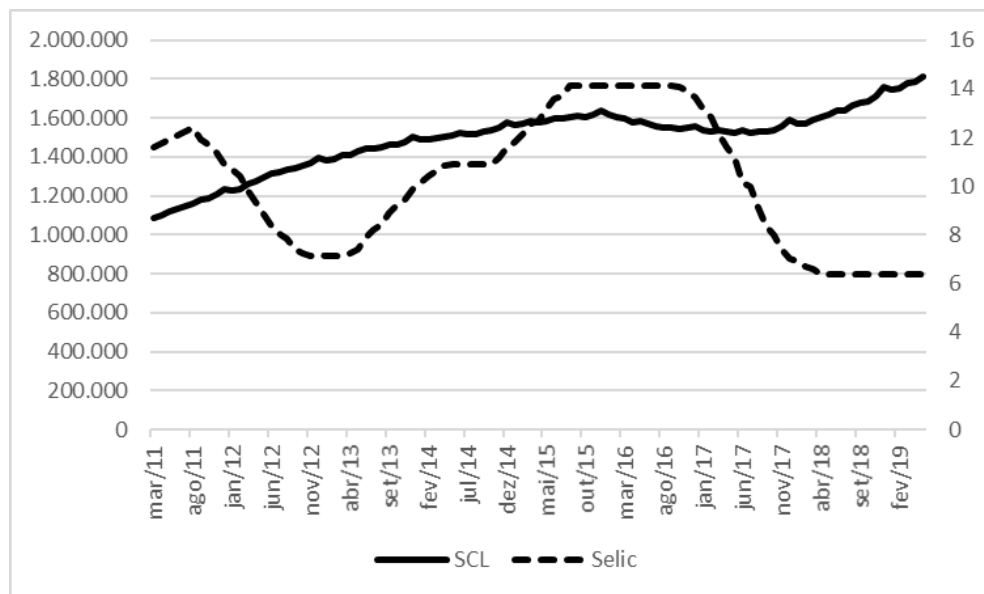


Fonte: Elaboração própria a partir dos dados Bacen tabelas 20593 e 4189

Baseado na Figura 3, aumentos na liberação de recursos direcionados como ocorreu a partir de dezembro de 2011 influenciam positivamente no aumento da Selic, pois conforme Barboza (2015) como os mecanismos não funcionam de forma adequada, o Banco Central se vê obrigado a definir taxas elevadas para alcançar um mesmo resultado desejado, o que é mostrado claramente na Figura 3; quanto mais recursos direcionados maior o esforço da autoridade monetária.⁴ O que também pode ser evidenciado na Figura 4 que mostra a relação entre Saldo do Crédito Livre (SCL) e taxa Selic.

⁴ A partir de janeiro de 2017 a taxa básica de juros reduz significativamente. Isso se deve a recessão pela qual o país atravessa e que permitiu ao Bacen fazer tamanha redução.

Figura 4. Saldo crédito livre (R\$ milhões) ascensão taxa Selic (% a.a.) (dezembro de 2011 a abril 2019).



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados Bacen tabelas 20542 e 4189

A partir do momento que se observa uma maior força no aumento nos saldos de recursos livres, também é constatado que o esforço para redução da inflação passa a ser menor e conseqüentemente o resultado para manutenção da estabilidade da política de preços é mais rapidamente alcançado. Essa percepção representada nas Figuras 3 e 4 pode ser facilmente verificada quando investigamos a Tabela 2 referente a análise dos saldos de recursos livre e direcionado e a taxa Selic.

Tabela 2. Análise dos saldos livre e direcionado e taxa Selic no Brasil

	Em R\$ (milhões)			%		Participação	
	SCL	SCD	SCT	SELIC	IPCA	SCL	SCD
dez/11	1.231.641	802.312	2.033.954	11,00%	6,50%	60,55%	39,45%
dez/12	1.396.419	971.919	2.368.338	7,25%	5,84%	58,96%	41,04%
dez/13	1.505.304	1.206.067	2.711.371	10,00%	5,91%	55,52%	44,48%
dez/14	1.575.256	1.442.200	3.017.456	11,75%	6,41%	52,20%	47,80%
dez/15	1.641.008	1.588.251	3.229.259	14,25%	10,67%	50,82%	49,18%
dez/16	1.560.055	1.556.230	3.116.285	13,75%	6,29%	50,06%	49,94%
dez/17	1.588.398	1.513.700	3.102.098	7,00%	2,95%	51,20%	48,80%
dez/18	1.757.803	1.499.879	3.257.681	6,50%	3,75%	53,96%	46,04%
jan/19	1.744.501	1.488.432	3.232.933	6,50%	3,78%	53,96%	46,04%
fev/19	1.753.786	1.489.750	3.243.536	6,50%	3,89%	54,07%	45,93%
mar/19	1.778.965	1.489.659	3.268.624	6,50%	4,58%	54,43%	45,57%
abr/19	1.785.263	1.482.993	3.268.256	6,50%	4,94%	54,62%	45,38%

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados Bacen

Como pode ser observado na Tabela 2 o saldo de crédito total (SCT) no Brasil evoluiu de R\$2,033 trilhões para R\$3,268 trilhões de reais em pouco mais de 7 anos, um crescimento de 60,74%. Já os saldos de créditos direcionados (SCD) saltaram prósperos 84,84% no mesmo período coletado, o que evidencia uma forte destinação para os créditos direcionados, pois o saldo de crédito livre aumentou apenas 44,95%. O que nos demonstra fortemente a presença de uma política governamental apoiada no crédito direcionado, como é aparente na Tabela 1, com grande destinação dos recursos para o setor imobiliário e rural no seguimento pessoa física.

A taxa básica Selic, por meio dos dados coletados junto ao Bacen e exibidos na Tabela 2, destaca o maior esforço da autoridade monetária em conter o crescimento da inflação, como podemos ver no mês de dezembro de 2015 a taxa Selic bateu a casa de 14,25% e o IPCA alcançou o percentual de 10,67%, ou seja, o Bacen teve que aumentar bastante a taxa Selic para compensar a obstrução do canal crédito sobre os créditos direcionados, já que estes recursos não são afetados diretamente por elevação da taxa básica.

A Tabela 3, mostra a evolução da participação no PIB dos recursos destinados ao crédito livre e ao crédito direcionado.

Tabela 3. Evolução do crédito livre e direcionado em relação ao PIB

(Em % do PIB)

	Recursos livres	Recursos direcionados	Total
dez/11	28,14	18,33	46,48
dez/12	29	20,19	49,19
dez/13	28,23	22,62	50,85
dez/14	27,26	24,96	52,21
dez/15	27,37	26,49	53,86
dez/16	24,89	24,83	49,72
dez/17	24,24	23,1	47,33
dez/18	25,75	21,97	47,71
jan/19	25,48	21,74	47,21
fev/19	25,48	21,64	47,13
mar/19	25,8	21,6	47,4
abr/19	25,75	21,39	47,14

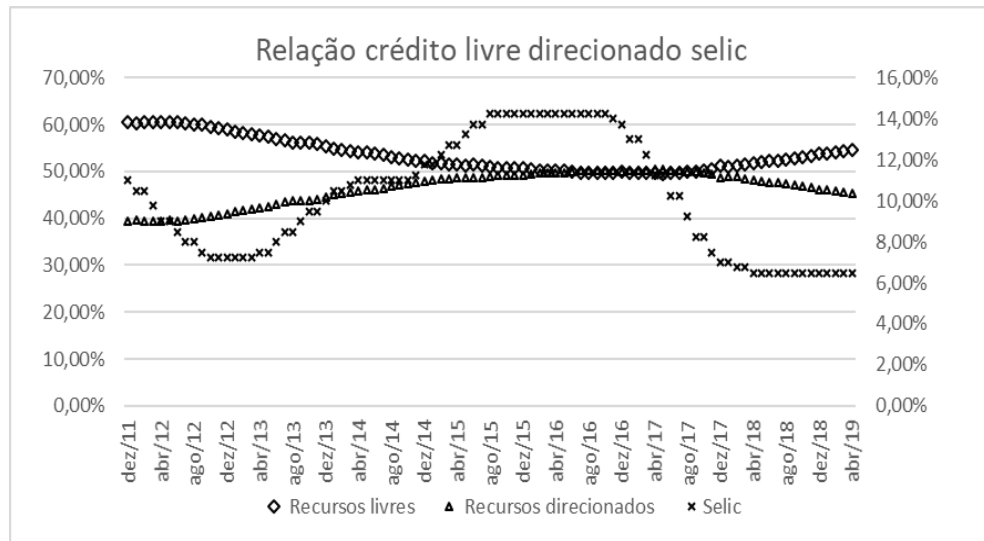
Fonte: Elaboração própria a partir dos dados Bacen

Como observado na Figura 3 e na Tabela 3, houve um movimento, no período analisado de dezembro de 2011 a abril 2019, de crescimento dos recursos direcionados, em especial até o final do ano de 2016, atingindo praticamente o mesmo patamar do recurso livre, com 49,94% e 50,06, respectivamente para o direcionado e livre. Conseqüentemente os seus percentuais em relação ao PIB, variaram conforme o crescimento de seu saldo de crédito. Após esse período aparece um declínio do saldo de crédito no que concerne ao recurso direcionado.

No entanto, observa-se um aumento na participação dos créditos livre e direcionado em relação ao PIB, saindo de 46,48% em dezembro de 2011 para 47,14% em abril de 2019, porém, durante o período essa relação chegou a 53,86% do produto interno em dezembro de 2015 graças à uma maior participação do recurso direcionado no PIB, que nessa data representava 26,49% partindo de uma participação de 18,33% em dezembro de 2011.

A Figura 5, mostra a relação entre a oferta de crédito livre, a oferta de crédito direcionado (eixo primário) e a taxa de juros Selic (eixo secundário). Ao analisarmos a Figura 5 podemos verificar melhor a relação entre crédito direcionado e a taxa básica Selic.

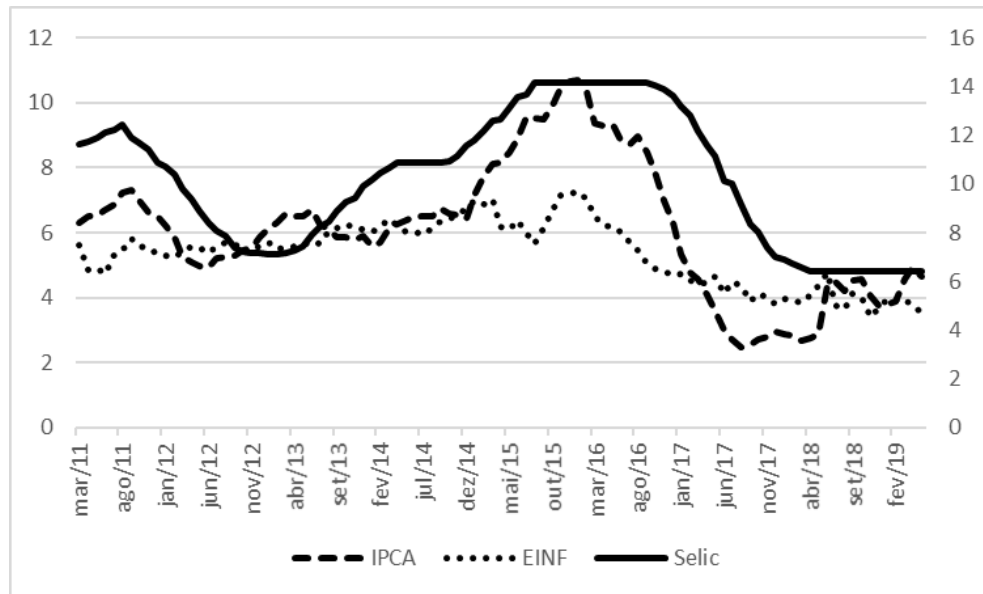
Figura 5. Relação crédito livre e direcionado com a SELIC (% a.a.)



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados Bacen

No Brasil, conforme dados do Banco Central do Brasil, em abril de 2019 54,60% do crédito foi realizado por meio de recursos próprios das instituições financeiras, outros 45,40% são alocados de acordo com o direcionamento do governo, no assim chamado de crédito direcionado; no mês citado a taxa básica de juros apresentava o valor de 6,50%. Importante ressaltar que em dezembro de 2012 o crédito livre representava 58,96% e o direcionado 41,04%, com uma Selic de 7,25% e em agosto de 2016, a menor relação entre o crédito livre e direcionado no recorte apresentado pela Figura 6 foi de, 49,69% direcionado, e 50,31% livre, para uma Selic de 14,25%. Também fica bastante evidente que quando o crédito direcionado sobe a Selic acompanha e quando ele cai a taxa básica também se reduz, conforme Figura 5.

A Figura 6, mostra a relação entre a taxa básica de juros Selic (eixo secundário), o IPCA e a expectativa de inflação (eixo primário).

Figura 6. Evolução IPCA e SELIC (% a.a.)

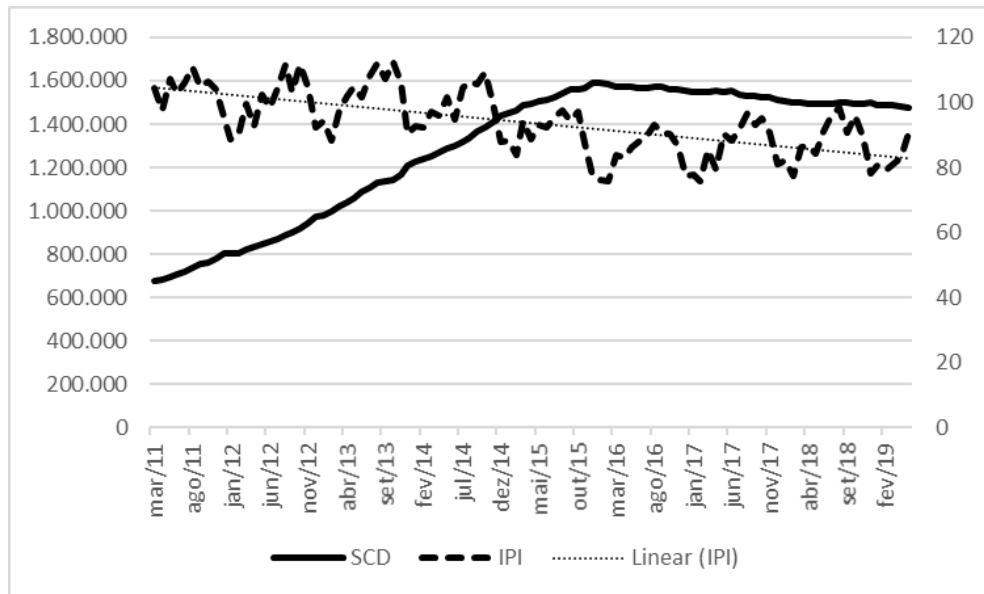
Fonte: Elaboração própria a partir dos dados Bacen

Na Figura 6 podemos notar claramente o desempenho do regime de metas de inflação pois como pode ser observado a expectativa de inflação não foi uma boa ancora nominal para o resultado do IPCA no período de dezembro de 2014 a janeiro de 2017, o que demandou uma elevação maior da taxa básica de juros Selic. Nos demais períodos, a taxa de juros serviu razoavelmente como referência para a expectativa de inflação que, por sua vez, foi capaz de ancorar a inflação medida pelo IPCA.

Nos últimos anos, principalmente até o ano de 2016, a economia brasileira tem convivido com uma inflação resistente que não tem respondido da maneira esperada às alterações da taxa Selic necessitando de altas taxas para execução de sua política monetária, o que evidencia o não funcionamento dos mecanismos de transmissão da política monetária adequadamente na economia brasileira, fato esse, possivelmente devido a obstrução dos canais de transmissão da política monetária. Desta forma, o Banco Central do Brasil vê-se obrigado a manter a taxa básica de juros em um nível relativamente elevado para que alcance os seus objetivos na condução da política monetária (OLIVEIRA).

A Figura 7 mostra o saldo de recursos direcionados (eixo primário) com relação a produção industrial (eixo secundário).

Figura 7. Análise Saldo crédito direcionado (R\$ milhões) em relação a produção industrial (índice).



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados Bacen

De acordo com a Figura 7 o aumento do volume de crédito direcionado pode ter eventualmente funcionado para sustentar a produção industrial, como pode ser observado, apenas no período de novembro de 2014 quando há uma queda na produção industrial e aumento do recurso direcionado e que se verifica o contrário. Isso mostra que o crédito direcionado, provavelmente, apesar de obstruir o canal crédito e dificultar o trabalho do órgão regulador, traz benefícios para sociedade.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

De acordo com Filho (2006, p.48) imaginar um mercado de crédito sem qualquer forma de direcionamento não parece ser uma visão realista nem desejável, principalmente por ser instrumento utilizado pelos Estados Nacionais para atingirem seus objetivos de política econômica e social.

Isto posto, este trabalho teve como proposta averiguar se de fato o crédito direcionado obstruí o canal de crédito e conseqüentemente prejudica o Regime de Metas de Inflação, forçando o Banco Central do Brasil a agir de forma mais veemente na condução da política monetária. Desta forma, para realização desse estudo foi efetuado um recorte de dados de dezembro de 2011 a abril 2019, período que corresponde a gestão de três diferentes presidentes, Dilma Vana Rousseff⁵ de dezembro de 2011 a agosto de 2016; Michel Elias Temer de 31 de agosto de 2016 a 1º janeiro de 2019 e Jair Messias Bolsonaro até a presente data. Importante referenciar tais governantes, pois cada um possui ou possuiu políticas próprias no que se refere ao direcionamento de crédito.

Assim, entendemos que, de alguma forma o crédito direcionado impacta e afeta o índice de preços, IPCA, pois como a autoridade monetária usa como ferramenta a taxa de juros, por meio da Selic, e esta não afeta diretamente os recursos direcionados, que têm seu custo baseado em outros *benchmarking*, há necessidade de aumentos mais considerados da Selic para afetar mais fortemente os recursos livres e dessa forma provocar uma maior redução na demanda do crédito livre e assim o arrefecimento do consumo e conseqüentemente a diminuição do IPCA, o que demonstra um fator de obstrução do canal crédito para a política monetária.

Contudo, o crédito direcionado pode ter um importante papel na economia, pois quando bem trabalhado, dá suporte a produtores rurais de agricultura familiar, por exemplo, que não conseguiriam de maneira normal recursos por meio de crédito livre. Ou por meio de seu subsídio, oferece oportunidade a famílias de rendas menores comprarem suas moradias e com isso reduzir o déficit habitacional existente no país. E por meio da produtividade desses produtores rurais, seu consumo de insumos, custeio de suas propriedades, dentre outros, da movimentação da construção cível, veiculada ao crédito habitacional com recursos

⁵ Dilma Vana Rousseff iniciou seu 1º mandato em 1º de janeiro de 2011 e terminou sua passagem pela presidência em 31 de agosto de 2016, já no seu 2º mandato, após sofrer impeachment.

direcionados, o PIB pode ser afetado positivamente com geração de renda, aumento no número dos postos de trabalho e crescimento do produto.

Desta forma, existe um crescimento da atividade rural, habitacional e empresarial com o maior volume de recursos direcionados sendo liberados, pois como suas taxas são subsidiadas existe alta demanda na obtenção desses recursos o que pode atrair projetos que possuem um menor retorno de capital e assim podem ser colocados em prática, destarte há possibilidade de ocorrer como fator positivo para estabilidade econômica acarretando o crescimento do PIB.

Porém, apesar das vantagens apontadas o crédito direcionado pode afetar de maneira negativa a política monetária, pois, incorre da inconsistência temporal passando uma menor credibilidade aos mercados financeiros além de trazer um dano para a política fiscal governamental, visto que, as taxas são subsidiadas com recursos da União.

Por fim, como o tema é bastante denso, porém, a literatura sobre crédito direcionado é escassa, sugere-se que trabalhos futuros sejam capazes de realizar maiores aprofundamentos sobre a abordagem referente a origem dos recursos direcionados, estratificação e perfil de tomadores desses créditos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARAÚJO, A. L. Z. **Avaliação Crítica do Regime de Metas de Inflação a partir de uma Ótica Pós-Keynesiana.** *Análise Econômica*, Porto Alegre, ano 31, n. 60, p. 149-173, set. 2013.

ARESTIS, Philip, PAULA, Luiz Fernando de, FILHO, Fernando Ferrari. **A nova Política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil.** *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 18, n. 1 (35), p. 1-30, abr. 2009.

BACHA, E. **Além da Tríade: Como Reduzir os Juros? In: Novos dilemas de política econômica: Ensaio em homenagem a Dionísio Dias Carneiro.** Orgs: E. Bacha e M. de Bolle: LTC, 2010, p. 1-22.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: < <https://www.Bacen.gov.br/Pec/Copom/Port/taxaSelic.asp> > Acesso em 02/11/2017.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: < <https://www.Bacen.gov.br/controleinflacao/taxaselic> > Acesso em 11/07/2019

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Economia Bancária e Crédito.** Banco Central do Brasil 2005.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Regime de metas de inflação no Brasil.** Banco Central do Brasil 2007.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução nº 2.615.** Banco Central do Brasil, 30 de junho 1999.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução nº 4.671.** Banco Central do Brasil, 26 de julho 2018.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de inflação.** Banco Central do Brasil 1999.

BARBOZA, Ricardo de Menezes. **Taxa de juros e mecanismos de transmissão da política monetária no Brasil.** *Revista de Economia Política*, vol. 35, no 1 (138), pp. 133-155, janeiro-março/2015.

BNDES. < <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/quem-somos> > Acesso em 12/12/2017.

BONDUKI, Nabil. **Política habitacional e inclusão social no Brasil: revisão histórica e novas perspectivas no governo Lula.** *Revista eletrônica de arquitetura e urbanismo*, p. 70-104.

CARVALHO, Fernando Cardim de. **Economia monetária e financeira; teoria e prática.** [Rio de Janeiro; Campus], 2000.

CARVALHO, Fernando Cardim de. **Uma Contribuição ao Debate em torno da Eficácia da Política Monetária e Algumas Implicações para o Caso do Brasil**. Revista de Economia Política, vol. 25, nº 4 (100), pp. 323-336 outubro-dezembro/2005.

COSTA, Ana Carla Abrão, LUNDBERG, Eduardo. **Direcionamentos de crédito no Brasil: uma avaliação das aplicações obrigatórias em crédito rural e habitacional**. Banco Central do Brasil, Brasília, 2004, p. 1-15.

DANCIGER, Débora Rocha. **Dinâmica e determinantes do mercado de crédito no Brasil: Uma análise para o período 2003 a 2015**. UFF CAMPOS, 2016.

DELGALLO, Rodrigo H. **Funcionamento do Regime de Metas de Inflação no Brasil**. Dissertação (Mestrado) apresentado a Universidade de Campinas (UNICAMP), Campinas, 2006.

FERREIRA, Francisco Marcelo Rocha. **Ensaio sobre economia financeira**. [Rio de Janeiro, BNDES] 2009.

FILHO, Ernani Teixeira Torres. **Crédito direcionado e direcionamento do crédito: situação atual e perspectivas**. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, V. 13, n. 25, p. 35-59, jun 2006.

FILHO, Ernani Teixeira Torres, FERREIRA, Francisco Marcelo Roca Ferreira, MEIRELLES, Beatriz Barbosa. **Ensaio sobre economia financeira**. Editora Senac Rio, p. 12-57 Rio de Janeiro – 2009.

FILHO, Ernani Teixeira Torres, COSTA, Fernando Nogueira. **Financiamento de longo prazo no Brasil: Um Mercado em transformação situação atual e perspectivas**. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, V. 13, n. 25, p. 35-59, jun 2006.

IGBE. Disponível em: < <https://www.ibge.gov.br/estatisticas-novoportal/economicas/precos-e-custos/9256-indice-nacional-de-precos-ao-consumidor-amplo.html?&t=series-historicas> >
Acesso em 05/12/2017

LUNDBERG, Eduardo Luis. **Bancos oficiais e crédito direcionado – O que diferencia o mercado de crédito brasileiro?**. Banco Central do Brasil, Brasília, p. 1-39, novembro 2011.

LUNDBERG, Eduardo Luis, COSTA, Ana Carla Abrão. **Direcionamento de crédito no Brasil: uma avaliação das aplicações obrigatórias em crédito rural e habitacional**. Banco Central do Brasil, Brasília, 2004.

LOPES, Desirée. **Crédito rural no Brasil: desafios e oportunidades para a promoção da agropecuária sustentável**. Disponível em: < <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/9518/1/5-> > Acesso 02/11/2017.

KRAUSE, Cleandro, BALBIM, Renato, NETO, Vicente Correia Lima. **Minha Casa Minha Vida, nosso crescimento: onde fica a política habitacional?** Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.- Brasília : Rio de Janeiro : Ipea agosto, 2013.

MATSUMOTO, K. **Efeitos reais da transmissão de política monetária: comparação empírica entre Brasil e Argentina. 2000.** Dissertação (Mestrado em Economia) – Escola de Pós Graduação em Economia, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2000.

MCR. **Manual de Crédito Rural.** Disponível em: < <https://www3.Bacen.gov.br/mcr/completo> > Acesso 12/10/2018.

MENDONÇA, Helder Ferreira de Mendonça. **Mecanismos de transmissão monetária e a determinação da taxa de juros: uma aplicação da regra de Taylor ao caso brasileiro.** Economia e Sociedade, Campinas, (16): 65-81, jun. 2001.

MENDONÇA, Mário Jorge Cardoso de. **O Crédito Imobiliário no Brasil e sua Relação com a Política Monetária.** Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA). Rio de Janeiro, RJ, v. 67 n. 4 / p. 457–495 Out-Dez 2013.

MORA, Mônica. **A evolução do crédito no Brasil entre 2003 e 2010.** Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada - Ipea, janeiro 2015.

NETO, Adonis Maitino. **Crédito direcionado e a transmissão da política monetária : estudo do impacto dos desembolsos do BNDES na curva IS.** Escola de Economia de São Paulo - 2018.

OLIVEIRA, Leonardo Júlio do Nascimento. **Mecanismos de transmissão da política monetária: uma avaliação do canal de crédito (2000-2015).** Dissertação (mestrado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia, Programa de Pós-Graduação em Economia da Indústria e da Tecnologia, 2016.

Revista política agrícola. **Evolução histórica do crédito rural.** Disponível em: < <https://seer.sede.embrapa.br/index.php/RPA/article/viewFile/587/pdf> > Acesso 07/12/2017.

SANT'ANNA, André Albuquerque. **Mercado de crédito no Brasil: Evolução recente e o papel do BNDES (2004-2008).** Revista do BNDES, Rio de Janeiro, V. 16, n. 31, p. 41-60, jun 2009.

SCHWARTSMAN, Alexandre. **Sobre jabutis e jabuticabas.** <http://newslog.com.br/site/default.asp?TroncoID=907492&SecaoID=508074&SubsecaoID=627271&Template=../artigosnoticias/user_exibir.asp&ID=277119&Titulo=Sobre%20jabutis%20e%20jabuticabas > Acesso em 05/12/2017.

SICSÚ, João. **Teoria e evidências do regime de metas inflacionárias.** Revista de Economia Política, vol. 22, nº 1 (85), p. 23-33, janeiro-março/2002.