

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC-SP

Glauco Freire da Silva

Atuação do Banco Central do Brasil na crise de 2008/2009 e o
Regime de Metas de Inflação

MESTRADO EM ECONOMIA POLÍTICA

São Paulo
2012

Glauco Freire da Silva

**Atuação do Banco Central do Brasil na crise de 2008/2009 e o
Regime de Metas de Inflação**

MESTRADO EM ECONOMIA POLÍTICA

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de MESTRE em Economia Política, sob a orientação da prof.(a), Doutora Patrícia Helena Fernandes Cunha.

São Paulo

2012

Banca Examinadora

Há Deus, pela vida.

Agradecimentos

Agradeço à Pontifícia Universidade Católica de São Paulo por me acolher e me oferecer uma estrutura intelectual necessária para o bom desenvolvimento da Dissertação. Agradeço, também, ao apoio financeiro da Capes, sem o qual esta dissertação seria inviável.

Sou muito grato ao professor João Batista Pamplona e a professora Laura Valladão de Mattos pelas inestimáveis dicas e reparos ao projeto inicial desta dissertação. As disciplinas de apoio oferecidas por estes professores contribuíram significativamente para o amadurecimento da pesquisa. Agradeço a todos os professores com os quais tive a oportunidade de freqüentar seus cursos: Rogério César de Souza, João Machado Borges Neto, Júlio Manuel Pires, Paulo Fernandes Baia e Anita Kon. Agradeço também à Sônia, secretária do programa, por toda gentileza e atenção prestada.

Deixo um agradecimento especial aos professores Carlos Eduardo Carvalho e João Machado Borges Neto por participarem da minha banca de qualificação e contribuírem com o andamento deste trabalho. Senti-me honrado com a confirmação da participação dos professores Carlos Eduardo e Giuliano Contento de Oliveira em minha banca de defesa.

Agradeço, é claro, a minha orientadora, professora Patrícia Helena Fernandes Cunha, pelas diversas leituras cuidadosas de versões preliminares deste trabalho, pelas devidas correções, discussões sobre o trabalho, assim como pelas cobranças, incentivo e apoio. Os dois anos em que mantive contato direto com a ela foram de significativo desenvolvimento intelectual para este que escreve.

Nestes anos de PUC conheci pessoas fantásticas: Fernando Gdikian, Alexandre, Letícia, Mariana, Marcelo, Nicola, Paulo e Renan. Deixo um abraço especial aos amigos de todos os momentos: Diego, Emerson e Lincoln.

Agradeço aos meus pais, Valdemir e Cimeia, à minha avó Iracema, a meus irmãos Cleyton e Gleyce e ao meu cunhado Eduardo. Agradeço especialmente a Ethiene, meu amor, por compreender o período de restrição que passei nos anos de dedicação aos estudos. Agradeço a sua amizade, apoio e companheirismo.

RESUMO

O objetivo deste trabalho consiste em analisar a atuação do Banco Central do Brasil na crise financeira de 2008/2009, tendo como referência o Regime de Metas de Inflação. Para tanto, o procedimento metodológico foi à análise e sistematização de documentos oficiais. Destaca-se que a atuação do Banco Central na crise se mostrou dúbia, na medida em que procurou liberar liquidez com os encaixes compulsórios e, paralelamente, retirou liquidez do mercado para evitar que a taxa Selic caísse abaixo da meta. Por outro lado, a manutenção da taxa de juros em 2008 evidenciou que o Regime de Metas no Brasil se mostrou rígido no período, no qual as variações na taxa Selic tenderam a ser graduais e sinalizadas. A análise proposta no trabalho se apresenta em quatro capítulos. Inicialmente, a formação de um novo consenso na macroeconomia o qual fundamenta a utilização do regime de metas como arcabouço de política monetária desde meados dos anos 1990. Depois, descreve-se a adoção do regime de metas pelo Brasil em julho de 1999. O capítulo dois descreve, ainda, as medidas do Ministério da Fazenda com especial atenção para a atuação dos bancos públicos. O capítulo três analisa as medidas de política do Banco Central relacionadas à oferta de liquidez em moeda doméstica, com destaque para os encaixes compulsórios, e a liquidez em dólares com intervenções no mercado de câmbio. Observa-se que neste primeiro momento o Banco Central manteve a taxa Selic inalterada. Por fim, discute-se a tomada de decisão da Autoridade Monetária em relação à taxa de juros, tal como a manutenção da taxa em outubro e dezembro de 2008, a redução entre janeiro e julho de 2009 e a interrupção em setembro.

Palavras-chave: Banco Central do Brasil. Política monetária. Crise financeira de 2008/2009. Regime de Metas de Inflação.

ABSTRACT

The purpose of this study is to analyze the actions of the Central Bank of Brazil in the financial crisis of 2008/2009, with reference to the Inflation Targeting Regime. Thus, the methodological procedure was the analysis and systematization of official documents. It is important to note that the Central Bank's actions in the crisis proved to be dubious, as it sought to free up liquidity with the compulsory reserves and, in parallel, withdrawing liquidity from the market to prevent the Selic rate to fall below target. On the other hand, the keeping of interest rates in 2008 showed that the Targeting Regime in Brazil proved to be hard in the period in which the variations in the Selic rate tended to be gradual and flagged. The analysis proposed in the work is presented in four chapters. Initially, the formation of a new consensus in macroeconomics which justifies the use of inflation targeting as a monetary policy framework since the mid 1990s. Then we describe the adoption of inflation targeting regime in Brazil in July 1999. Chapter two describes also the actions the Ministry of Finance with special attention to the role of public banks. Chapter three examines the policy measures of the Central Bank related to the provision of liquidity in domestic currency, especially the compulsory reserves, and liquidity in dollars in the foreign exchange market interventions. It is observed that at this moment the Central Bank maintained the Selic rate unchanged. Finally, we discuss the decision making of the Monetary Authority in relation to the interest rate, such as maintaining the rate in October and December 2008, the decrease between January and July 2009 and interrupted in September.

Keywords: Central Bank of Brazil. Monetary policy. Financial crisis of 2008/2009. Inflation Targeting Regime.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Quadro 1 – Parâmetros institucionais do regime de metas	30
Gráfico 1 – Histórico das decisões do Copom em relação à taxa Selic – 1999-2007	47
Gráfico 2 – Taxa de desemprego aberto na semana de referência - Brasil	50
Gráfico 3 – Inflação acumulada em 12 meses – IPCA – jan/07-ago-08	52
Gráfico 4 – IPCA acumulado em 12 meses e metas para inflação – jan/07-set/08.....	52
Gráfico 5 – Produção industrial por categoria de uso – Brasil – 2008-2009.....	55
Gráfico 6 – Índice de liquidez – Média móvel de 5 dias.	57
Quadro 2 – Principais medidas do Ministério da Fazenda na crise	60
Quadro 3 – Principais alterações nos depósitos compulsórios em 2008	70
Gráfico 7 – Recolhimento de compulsórios em espécie (a) e em títulos (b) - 2008	73
Gráfico 8 – Evolução das taxas Selic e CDI anualizadas	75
Gráfico 9 – índice de variação no estoque de depósitos a prazo no Brasil segundo porte da instituição – jun/08-dez/09.....	81
Gráfico 10 – Saldo do fluxo cambial – comercial e financeiro – jul/08-jun/09.....	82
Gráfico 11 – Intervenções do BCB no câmbio com compromisso de recompra.....	83
Gráfico 12 – Intervenções mensais do BCB no segmento tradicional do mercado à vista de câmbio (no pronto) – jan/08-abr/09.	84
Gráfico 13 – Intervenções diárias do BCB no segmento tradicional do mercado à vista de câmbio (no pronto) – 2008	85
Gráfico 14 – Intervenções do BCB no câmbio por meio de empréstimos de reservas...	85
Gráfico 15 – Taxa de Câmbio livre (RS/US\$) – ago/08-mai/09	88
Gráfico 16 – Posição cambial dos bancos, fluxo cambial e intervenções do BCB – jul/08-abr/09	90

Gráfico 17 – Boletim Focus: Média das expectativas do IPCA para os próximos 12 meses.....	97
Gráfico 18 - Desvio da inflação (12 meses) em relação à meta – Países selecionados – jul/08-fev/09.....	102
Gráfico 19 – Meta para taxa Selic (%) – jan/08-dez/09.....	105
Gráfico 20 – Taxa de variação (%) do PIB segundo tipo de comparação set/08-dez/09	106

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Histórico das metas de inflação no Brasil – 1999/2008 **Erro! Indicador não definido.**

Tabela 2 – Taxa de variação do PIB em relação ao mesmo trimestre do ano anterior ..49

Tabela 3 – Participação (%) das instituições financeiras na oferta de crédito do Sistema Financeiro Nacional – Brasil – jul/08-dez/0964

Tabela 4 – Atuação do BCB em 200868

Tabela 5 – Posição do recolhimento obrigatório de instituições financeiras – set/08–dez/0872

Tabela 6 – Intervenção de venda de dólares do BCB no mercado cambial – set/08-mar/0986

Tabela 7 – Operações de swap cambial do BCB – jul/08-jun/09.....87

Tabela 8 – Ciclo de redução da taxa básica de juros – Países selecionados102

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ACC	Adiantamento de Contrato de Câmbio
ACE	Adiantamento de Contrato de Exportação
BB	Banco do Brasil
BC	Banco Central
BCB	Banco Central do Brasil
BIS	Bank for International Settlements
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CDI	Certificado de Depósito Interbancário
CEF	Caixa Econômica Federal
CMN	Conselho Monetário Nacional
Copom	Comitê de Política Monetária
DPGE	Depósito a Prazo com Garantia Especial
FBCF	Formação Bruta de Capital Físico
Fed	Federal Reserve Bank
FMI	Fundo Monetário Internacional
FOMOC	Federal Open Market Committee
FUNDAP	Fundação do Desenvolvimento Administrativo
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IBOVESPA	Índice Bovespa
IMF	International Monetary Fund
IOF	Imposto sobre Operações Financeiras
IPC	Índice de Preços ao Consumidor
IPCA	Índice de Preços ao Consumidor Amplo
IPI	Imposto sobre Produtos Industrializados
LRF	Lei de Responsabilidade Fiscal
ME	Moeda Estrangeira
MN	Moeda Nacional
MP	Medida Provisória
MTE	Ministério do Trabalho e do Emprego

PAC	Programa de Aceleração do Crescimento
PIB	Produto Interno Bruto
RMI	Regime de Metas de Inflação
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
TAF	Term Auction Facility

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	14
1 ARCABOUÇO DE POLÍTICA MONETÁRIA DE BANCOS CENTRAIS E O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO	18
1.1. O Novo Consenso Macroeconômico e a fundamentação do Regime de Metas de Inflação	19
1.2 O Regime de Metas de Inflação: objetivos, características e operacionalização	24
1.2.1 Objetivos da política monetária no Regime de Metas de Inflação.....	24
1.2.2 Características do Regime de Metas de Inflação	27
1.2.3 Operacionalidade do Regime de Metas	31
1.3 A crise financeira e os instrumentos de política monetária	35
1.4 Considerações finais	39
2 A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA COM O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO, OS IMPACTOS DA CRISE FINANCEIRA E A ATUAÇÃO DOS BANCOS PÚBLICOS	41
2.1 O Regime de Metas de Inflação no Brasil: 1999-2007	41
2.2 O Brasil antes da crise: crescimento econômico, <i>boom</i> das <i>commodities</i> e inflação (jan-ago/2008)	48
2.3 Intensificação da Crise financeira internacional: Marolinha ou Tsunami? Set-dez/2008	54
2.4 As medidas do Ministério da Fazenda na crise e atuação dos bancos públicos	58

2.5 Considerações finais	64
3 PRIMEIRA FASE DA ATUAÇÃO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL NA CRISE ..	66
3.1 Fornecimento de liquidez em moeda doméstica	67
3.1.1 Alterações nos encaixes compulsórios.....	68
3.1.2 Redesconto	77
3.1.3 Fundo Garantidor de Crédito e o Depósito a Prazo com Garantia Especial.....	79
3.2 Fornecimento de Liquidez em moeda estrangeira	81
3.2.1 Atuação no mercado à vista de câmbio, empréstimos de reservas e compromissadas	82
3.2.2 Atuação no mercado futuro de câmbio.....	87
3.3 Considerações finais	90
4 SEGUNDA FASE DA ATUAÇÃO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL NA CRISE ..	93
4.1 Porque o Banco Central não reduziu a Selic antes de janeiro de 2009?	93
4.2. Decisões de política monetária em 2009	104
4.2.1 Ciclo de redução da Selic: jan-jul/2009	104
4.2.2 O BCB perdeu a oportunidade de convergir à taxa de juros para os padrões internacionais?	107
4.3 Considerações finais	109
CONCLUSÃO	111
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	117

INTRODUÇÃO

Um regime de política monetária pode ser definido como um conjunto de ferramentas e procedimentos operacionais por meio dos quais o Banco Central (BC) procura atingir determinados objetivos, tais como a estabilidade de preços, a administração da taxa de câmbio, o crescimento econômico e a estabilidade do sistema financeiro. Em outras palavras, o BC possui um arcabouço para execução de política monetária e intervenção nos mercados monetário, financeiro e de crédito. De forma geral, o regime de política monetária pode ser uma regra estrita de política ou um guia de orientação para o BC.

Entre os regimes de política monetária, destaca-se que o Regime de Metas de Inflação (RMI) está entre os mais estudados e utilizados no período recente. Com a maior preocupação dos *policymakers* em relação à manutenção da taxa de inflação baixa e a ancoragem das expectativas, diversos países desenvolvidos e emergentes, a partir da experiência pioneira da Nova Zelândia (1990), passaram a adotar o RMI como arcabouço de política monetária. Isto porque a implantação do RMI está associada à idéia de que o objetivo prioritário, senão único, da política monetária é a obtenção da estabilidade de preços. Para tanto, o BC faz uso da taxa de juros de curto prazo do mercado de reservas bancárias como principal instrumento de política.

No Brasil, o RMI foi adotado em julho de 1999 após o abandono do regime de bandas cambiais e a introdução do câmbio flutuante em janeiro do mesmo ano. Segundo Bogdanski, Tombini e Werlang (2000, p. 9), o regime de metas no Brasil decorreu da necessidade da constituição de uma âncora nominal para a economia após a flutuação cambial. Assim, a diretoria do Banco Central do Brasil (BCB) julgou que o RMI era a estrutura mais adequada para as condições do Brasil naquele período à medida que possuiria uma dupla vantagem: ancoraria as expectativas dos agentes e consolidaria os ganhos do Plano Real. Observa-se que nos primeiros 5 anos, o comportamento do RMI no país foi errático, com períodos de cumprimentos (1999 e 2000) e outros de descumprimento (2001, 2002 e 2003) da meta estabelecida. Assim, somente a partir de 2004 o BCB passou a cumprir sistematicamente as metas, de

maneira que é possível afirmar que o RMI gradualmente amadureceu e obteve aquilo que se propôs, isto é, convergiu à inflação em torno da meta.

No entanto, a intensificação da crise financeira internacional ao final de 2008 trouxe um elemento novo à operacionalização da política monetária pelo BC brasileiro. A gravidade da conjuntura daquele momento exigiu que o BCB se preocupasse com outros fatores que não exclusivamente a estabilidade de preços, tais como: a instabilidade financeira, a depreciação cambial, a restauração de liquidez no mercado, o racionamento de crédito e a incerteza dos agentes. Como forma de mitigar os efeitos da crise, a Autoridade Monetária passou a intervir de maneira significativa nos mercados monetário e cambial. Entretanto, ao contrário dos países desenvolvidos, o BCB não alterou a taxa básica de juros, que é o principal instrumento do RMI, nas reuniões que seguiram a intensificação da crise em 2008, mas preferiu medidas localizadas de fornecimento de liquidez, tais como mudanças nos encaixes compulsórios e realização de leilões cambiais.

Assim sendo, o objetivo do presente trabalho consiste em analisar a atuação do BCB após o contágio da crise financeira internacional de 2008/2009, tendo como referência o RMI como arcabouço de política monetária. O trabalho parte do pressuposto de que é difícil entender a atuação do BC brasileiro sem levar em consideração o regime de política monetária utilizado, no caso o regime de metas.

Para tanto, o procedimento metodológico inicialmente pretendido se referia à análise do balancete do BCB. Entretanto, este tipo de análise se mostrou muito difícil à medida que os dados do balancete pecam pela falta de transparência. Entre os problemas encontrados no balancete do BCB pode-se destacar a excessiva agregação das contas, a ausência de notas explicativas e o tamanho exagerado de rubricas que deveriam ser marginais, tais como a genérica “outras contas”. Dessa forma, a proposta metodológica inicial do trabalho foi abandonada. Em substituição, o trabalho adotou a estratégia de análise e sistematização dos documentos oficiais da Autoridade Monetária, como relatórios e atas, assim como entrevistas e artigos de seus diretores à época.

Para a análise proposta, a dissertação foi dividida em quatro capítulos.

O capítulo primeiro parte de uma abordagem teórica para fundamentar a análise dos capítulos posteriores. Dessa forma, o capítulo destaca inicialmente a formação de um novo consenso de política monetária no *mainstream*, o Novo Consenso Macroeconômico, que justifica o uso do RMI como *framework* de política monetária desde os anos 1990. Depois, apresentam-se os elementos centrais que caracterizam o RMI, como o objetivo, as características e a operacionalização desta forma de executar a política monetária. Por fim, o capítulo discute brevemente que a crise financeira de 2008 expôs o debate sobre a inclusão de novos elementos no arcabouço de política de BCs, sobretudo em relação a acrescentar outros objetivos e instrumentos na política monetária.

O segundo capítulo tem por objetivo descrever sinteticamente o RMI no Brasil entre sua adoção, em 1999, até a intensificação da crise financeira, em 2008. Para tanto, inicialmente o capítulo faz um breve histórico do regime no país entre 1999 e 2007. Depois, o capítulo se preocupa em descrever a conjuntura macroeconômica do país no momento imediatamente anterior à intensificação da crise, ainda caracterizado pelo crescimento econômico, expansão do emprego, aumento da inflação e ampliação da absorção de poupança externa. O capítulo destaca, ainda, os efeitos do contágio da crise financeira internacional a partir de setembro de 2008 sobre o Brasil, com ênfase para os impactos sobre a atividade econômica, o mercado financeiro e o mercado cambial. Como objetivo adicional, o capítulo descreve as medidas editadas pelo Ministério da Fazenda, via atuação dos bancos públicos, no momento posterior à intensificação da crise. Mesmo não sendo objeto inicial do trabalho, na medida em que a pesquisa avançou a atuação dos bancos públicos se mostrou essencial. Por isso, a ação dos bancos públicos na crise mereceu atenção.

A análise da atuação do BCB na crise de 2008 foi dividida em duas fases, tratadas, respectivamente, nos capítulos três e quatro. O capítulo três aborda a primeira fase da atuação do BCB, na qual adotou medidas de política monetária mais específicas, relacionadas à oferta de liquidez para as instituições financeiras, em especial as liberações de depósitos compulsórios, os leilões cambiais e as alterações nas legislações das operações de redesconto e no sistema de seguro de depósitos. A maior parte das medidas desta fase ocorreu entre setembro a dezembro de 2008.

Já o capítulo quatro engloba a segunda fase da atuação do BCB na qual utilizou-se o principal instrumento de política monetária, isto é, as alterações na taxa Selic entre janeiro e julho de 2009. O capítulo também discute se a decisão do BCB de não alterar a Selic nas reuniões do Copom de outubro e dezembro de 2008 se justificaram. Por fim, o capítulo discute, com base na literatura, a possibilidade da taxa Selic ter sido reduzida com maior intensidade em 2009.

Finalmente, a conclusão da dissertação sintetiza a análise desenvolvida no trabalho e sugere uma visão de conjunto da atuação do BCB na crise financeira de 2008/2009.

1 ARCABOUÇO DE POLÍTICA MONETÁRIA DE BANCOS CENTRAIS E O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

Desde meados dos anos 1990, o Regime de Metas de Inflação se constitui em um dos principais arcabouços de política monetária dos Bancos Centrais. O regime de metas a partir deste período tornou-se referência quanto guia de política, mesmo para os países que não adotam formalmente o regime. Os princípios e a forma de conduzir a política monetária ficaram bastante semelhantes entre os países depois da popularização do RMI. De maneira geral, a adoção do RMI consolidou a idéia de que a estabilidade de preços deve ser o principal objetivo dos Bancos Centrais. Por sua vez, a taxa de juros de curto prazo do mercado de reservas bancárias é o instrumento básico pelo qual a Autoridade Monetária operacionaliza o RMI. Portanto, os BCs que utilizam este arcabouço possuem um objetivo prioritário (estabilidade de preços) e um instrumento (taxa de juros) para execução da política monetária.

No entanto, com a atuação de diversos BCs na crise de 2008/2009 emergiu o debate em relação à inclusão de novos elementos no arcabouço de política monetária do RMI. Neste sentido, alguns aspectos do quadro de política monetária padrão têm sido repensados, sobretudo em relação a acrescentar outros objetivos e outros instrumentos na política monetária.

Assim sendo, o objetivo deste capítulo é fornecer a fundamentação para os capítulos que o sucedem, isto é, pretende discutir alguns aspectos importantes do RMI enquanto arcabouço de política monetária, além de destacar como os instrumentos de política que o regime de metas não utiliza com frequência foram importantes na crise. Para tanto, inicialmente o capítulo apresentará a fundamentação, os elementos principais e a operacionalização da política monetária no RMI. Depois, o capítulo pretende ressaltar que alguns antigos instrumentos de política monetária que o RMI não utiliza se mostraram muito úteis na crise de 2008.

Dessa forma, a primeira parte do capítulo (1.1) trata do Novo Consenso Macroeconômico¹, com destaque para os elementos de política o caracterizam. A segunda seção (1.2) discute as principais características apontadas pela literatura que justificam a adoção do regime de metas, como transparência, *accountability* flexibilidade e credibilidade. Esta seção mostra que no RMI a operacionalização da política monetária é realizada por meio da calibragem da taxa de juros de curto prazo do mercado de reservas bancárias. Por fim, a última parte do capítulo (1.3) se propõe a apresentar o debate de repensar a gestão da política monetária após a crise financeira de 2008, sobretudo a necessidade de incorporar novos instrumentos e novos objetivos à política monetária.

1.1. O Novo Consenso Macroeconômico e a fundamentação do Regime de Metas de Inflação

A partir da década de 1990, diversos autores observaram a formação de um consenso macroeconômico, com destaque para a política monetária (BLANCHARD, 1997; BLINDER, 1997; GOODFRIEND, 2007, p. 22-23; SNOWDON; VANE, 2005, p. 703²). Este foi denominado por Arestis e Sawyer (2002, p. 5) de Novo Consenso Macroeconômico, cujo elemento básico foi a busca de um núcleo central para a condução da política macroeconomia vindo de diferentes bases teóricas, isto é, proposições de política que seriam coerentes em diversas abordagens³. Verifica-se que para Arestis (2009, p. 2) e para Heron (2003, p. 25) a parte mais importante do Novo Consenso se refere à política monetária.

Para a visão dominante na literatura, independente do peso que atribuem a uma ou a outra escola, este consenso é formado por economistas Novos-Keynesianos,

¹ Também denominado de Novo Consenso de política monetária ou Nova Síntese Neoclássica. Para maiores detalhes, ver Blanchard (2008).

² Ao contrário destes autores, Mankiw (2006, p. 39) trata o Novo Consenso menos como uma síntese e mais como uma trégua entre diversas escolas.

³ A adjetivação a “Novo” é uma referência que houve um consenso anterior a ele, a Síntese Neoclássica do pós-guerra até crise dos anos 1970.

Novos-Clássicos e integrantes do Ciclo Real dos Negócios⁴ (ARESTIS, 2009, p. 2; GOODFRIEND, 2007, p. 22-23; GOODFRIEND; KING, 1997, p. 25; HERON, 2003, p. 21-25; TEIXEIRA; MISSIO, 2011, p. x). Há autores que afirmam que o consenso na verdade é um consenso Novo-Keynesiano (ARESTIS; SAWYER, 2002, p. 2), e outros como Meyer (2001, p. 3) e Lavoie (2002, p. 1) para o qual o Novo Consenso é derivado, com pequenas variantes, de influências do monetarismo dos anos 1980, e, portanto, herdeiros da política monetária empreendida por Paul Volcker no comando do Fed. É importante observar, contudo, que o Novo Consenso Macroeconômico não eliminou as diferenças e os desacordos entre diferentes correntes, mas apenas sintetizou aquilo que seriam o ponto de convergência metodológica entre elas, sobretudo no que diz respeito à política monetária.

Um importante elemento que leva ao interesse no estudo do Novo Consenso é que ele permitiu, na visão de parte da literatura, uma maior aproximação entre teoria macroeconômica e política dos BCs (ARESTIS, 2009, p. 2; GOODFRIEND, 2007, p. 32; LAVOIE, 2002, p. 1; LEAL FILHO, 2010, p. 6-7; McCALLUM, 1999, p. 4; TEIXEIRA; MISSIO, 2011, p. 276). De forma geral, todos estes autores afirmam que a partir da década de 1990 a política econômica, com destaque a política monetária, apresentou traços de proximidade e de convergência com a pesquisa acadêmica. Neste ponto, McCallum (1999, p. 4-5) destaca, por exemplo, a maior indicação de economistas acadêmicos para presidência, diretoria e assessoria dos BCs. Contudo, a suposta convergência entre política e teoria macroeconômica é tema que está longe de ser consensual para alguns autores, como sustenta, por exemplo, Mankiw (2006).

Um fato que chama a atenção é que existem diversas interpretações do que seria o Novo Consenso. Assim sendo, os parágrafos que se seguem são uma tentativa de capturar aqueles elementos centrais que caracterizam o Novo Consenso Macroeconômico.

⁴ A contribuição dos Novos-Keynesianos seria a evidência concedida à rigidez nos preços e nos salários no curto prazo, a presença de concorrência imperfeita, bem como a possibilidade da política monetária ser utilizada para estabilização das flutuações cíclicas da demanda agregada no curto período. Por outro lado, os Novos-Clássicos e economistas dos Ciclos Reais contribuíram com os conceitos de credibilidade, expectativas racionais, otimização temporal e os modelos de equilíbrio geral dinâmico estocástico.

Segundo Taylor (1997, p. 233-34) o núcleo da macroeconomia do Novo Consenso possui cinco elementos: 1) As flutuações do produto real de longo prazo (produto potencial) podem ser explicadas pela teoria neoclássica do crescimento econômico, isto é, pelo progresso tecnológico; 2) não há um *trade off* de longo prazo entre inflação e desemprego, de modo que uma política monetária expansionista é incapaz de sustentar de forma permanente uma taxa de desemprego baixa, e que o único resultado previsível é o aumento da inflação; 3) existe um *trade off* temporário entre inflação e desemprego devido a rigidez temporária de preços e salários e a informação imperfeita; 4) as expectativas dos agentes econômicos são endógenas em relação ao comportamento da autoridade monetária, isto é, o público reage com grande sensibilidade a toda ação do BC; 5) os formuladores de política devem fazer mudanças graduais e seguir regras que o público compreenda.

Já para Goodfriend (2007, p. 24), o Novo Consenso reforça quatro elementos adotados pelos BCs em suas políticas: 1) prioridade para estabilidade de preços; 2) meta para núcleo de inflação; 3) credibilidade de uma baixa inflação; 4) taxa de juros definida por instrumentos transparentes. Como existem empresas formadoras de preços, qualquer aumento de seus custos pode levá-las a aumentar os preços. Inicialmente, uma contribuição relevante de política monetária é manter a inflação baixa e estável por meio da estabilização do ciclo econômico. Já a indicação do Novo Consenso de um núcleo para a inflação melhora a execução da política monetária, uma vez que, ao expurgar os preços mais voláteis do índice de preços que o BC persegue, não gere uma política restritiva quando a economia sofre choques de preços específicos (agrícolas, petróleo, energia⁵). A credibilidade da política monetária é um aspecto essencial, pois a expectativa dos agentes para a inflação futura tem repercussões sobre a fixação de preços no presente e, portanto, na taxa de inflação. Assim é preciso que os agentes acreditem na política do BC. Por fim, a taxa de juros deve ser definida por mecanismos transparentes para que os agentes tenham uma compreensão precisa de seu movimento. Isto se justifica, pois a taxa de juros que o BC

⁵ Embora o autor associe a utilização de núcleos para a inflação ao Novo Consenso, são poucos os países que utilizam índices de preços que expurgam os itens mais voláteis. De forma geral, os países costumam utilizar oficialmente índices de preços cheios.

define (taxa de curtíssimo prazo) é diferente da taxa de juros que afeta a demanda agregada e a inflação (taxa de longo prazo). Portanto, a fixação da taxa de juros pelo BC precisa ser transparente como forma de sinalizar o seu movimento para as taxas de prazos mais longos e, no limite, influenciar a taxa de inflação.

Por sua vez, Heron (2003, p. 16-17) sumariza o Novo Consenso com os seguintes pontos: 1) política fiscal expansionista induz maior taxa de inflação e maior taxa de juros; 2) política monetária restritiva leva a menor taxa de inflação sem que haja efeitos negativos sobre o crescimento no longo prazo; 3) a política monetária é instrumentalizada por meio da taxa de juros e não mais por metas intermediárias como os meios de pagamentos; 4) credibilidade da política monetária por meio de um BC independente. Observa-se que os pontos 1 e 2 justificam o ganho de importância concedido à política monetária em relação à política fiscal. Neste sentido, Arestis e Sawyer (2008, p. 635) reforçam o argumento de que para o Novo Consenso a política fiscal deve ser submetida à política monetária, cujo objetivo é a estabilidade de preços. No que se refere à substituição das metas de meios de pagamentos pela taxa de juros, Goodfriend (2007, p. 22) argumenta que a execução de política monetária ficou restrita a fixação das taxas de juros. E por fim, o Novo Consenso defende a independência do BC, isto é, a execução da política monetária é delegada a um especialista menos sensível a pressões políticas.

Portanto, os principais elementos que constituem o Novo Consenso macroeconômico podem ser sintetizados da seguinte maneira: como o crescimento econômico no longo prazo depende de fatores relacionados ao lado da oferta (tecnologia), a política monetária deve ser orientada para busca da estabilidade de preços, enquanto que a política fiscal deve ficar restrita à obtenção de equilíbrio orçamentário e de uma trajetória sustentável para dívida pública. Como os agentes reagem a todo movimento de política dos BCs, a execução da política monetária deve ser transparente e ter credibilidade.

Dessa forma, o Novo Consenso Macroeconômico indica uma determinada maneira de conduzir a política monetária considerando a sua efetiva possibilidade, com destaque para a busca da estabilidade de preços. Para Arestis e Sawyer (2008, p. 650), o RMI é derivado diretamente do Novo Consenso Macroeconômico. Isto porque, parte

central dos objetivos, das características e da operacionalização do regime de metas são elementos bastante caros à argumentação do Novo Consenso.

Por outro lado, o RMI surgiu como forma de equacionar problemas técnicos decorrentes de políticas monetárias discricionárias, tais como o viés inflacionário do *policymaker* e a inconsistência dinâmica da política monetária⁶, conforme destacaram Kydland e Prescott (1977). Segundo Modenesi (2005, p. 172), o viés inflacionário diz respeito ao incentivo que o formulador de política tem em surpreender o público com uma medida de política monetária não anunciada que busque maximizar a sua função de bem-estar (votos, popularidade). Isto porque, conforme Romer (2006, p. 507-508) analisa, quando as expectativas dos agentes estão formadas, o custo marginal do *policymaker* gerar uma inflação surpresa é zero, ao passo que o benefício marginal em termos de emprego, mesmo que temporário, é significativo. Ocorre que a consequência do viés inflacionário do *policymaker* que executa uma política discricionária é a inconsistência temporal da política monetária. Isto é, os incentivos dados para ele buscar menor desemprego no curto prazo com o custo da maior inflação no longo prazo geram uma inconsistência na política da autoridade, pois não é possível que os instrumentos monetários tenham efeitos permanentes sobre o produto e emprego.

Pode-se observar que Kydland e Prescott (1977), na abordagem clássica de inconsistência dinâmica, sugeriram que as autoridades deveriam abandonar a discricionariedade em favor da adoção de regras as quais seriam compreendidas pelo público e, assim, gerariam credibilidade para a política monetária e reputação para a autoridade executora. No entanto, autores como Mishkin (2000, p. 2-3), Romer (2005, p. 507-510) e Freitas (2006, p. 274), destacam que o RMI é uma forma não perfeita de equacionar os problemas relacionados à inconsistência temporal das políticas e com o viés inflacionário das autoridades⁷.

⁶ “Uma política é dita **temporalmente inconsistente** se determinada decisão de política econômica, que faz parte de um plano ótimo, [...], deixa de ser ótima em uma data futura, mesmo que nenhuma nova informação relevante tenha surgido no período em questão” (MODENESI, 2005, p. 166, grifo do autor).

⁷ É importante observar que não são todos os países que adotam o RMI como arcabouço de política monetária. Contudo, o regime de metas serve como parâmetro para vários países que não o adotam formalmente, tal como o Fed e o Banco Central Europeu. Para maiores detalhes ver Carare e Stone (2003).

1.2 O Regime de Metas de Inflação: objetivos, características e operacionalização

Depois de discutido que o RMI fundamenta-se no Novo Consenso e que ele permite lidar com os problemas técnicos associados à implantação da política monetária (viés inflacionário e inconsistência dinâmica), esta seção tem por intenção destacar os princípios fundamentais que constituem esta forma de política monetária. Inicialmente pretende-se ressaltar que o objetivo da política monetária no regime de metas é obter preços baixos e estáveis. Depois, pretende-se realçar algumas características deste arcabouço, sobretudo aquelas relacionada à transparência, discricção restrita, credibilidade e a utilização de toda informação disponível. Por fim, esta seção destaca como ocorre a operacionalização da política no RMI.

1.2.1 Objetivos da política monetária no Regime de Metas de Inflação

O RMI é caracterizado por um *framework* de política monetária que consiste no anúncio público de uma meta quantitativa oficial para a taxa de inflação para um determinado horizonte temporal (BERNANKE et al, 1999, p. 4). O BC tem a responsabilidade de monitorar a meta e acionar os instrumentos de política quando se evidenciam riscos ao seu cumprimento. Neste sentido, admite-se que o BC possui os instrumentos capazes de gerar convergência dos preços quando são observados desvios da inflação em relação à sua meta.

Segundo Bernanke et al(1999, p. 10), a política monetária pode ter diversos objetivos, tais como: inflação baixa e estável, alto crescimento econômico, baixo desemprego, estabilidade financeira e equilíbrio do balanço de pagamentos. Ocorre que sob o RMI o objetivo prioritário, senão único, da política monetária é obter a estabilidade de preços (BERNANKE et al, 1999, p. 10). Assim, o regime de metas é coerente com aquilo que se propôs à medida que se o BC busca uma meta para a taxa

de inflação no médio prazo, o objetivo da política monetária diz respeito à estabilidade de preços. Neste sentido, Minskin (2000, p. 3) é claro em afirmar que no RMI os BCs devem ter um mandato explícito de estabilidade de preços:

For inflation targeting to deliver these outcomes, there must exist a strong institutional commitment to make price stability the primary goal of the central bank. [...] The institutional commitment to price stability also requires that the central bank be given a mandate to have price stability as its primary goal, making it clear that when there is a conflict with other goals, such as exchange rate stability or promotion of high employment, price stability must be accorded the higher priority. (MISHKIN, 2000, p. 3).

Já Mishkin e Posen (1997, p. 2-5) argumentam que a estabilidade de preços como prioridade dos BCs justifica-se pelos problemas associados ao ativismo monetário⁸. Os autores afirmam que esta forma de conduzir a política é contraproducente por três motivos: a) presença de defasagens (*lags*) na política monetária; b) questionamento se existe *trade off* entre inflação e desemprego no longo prazo; c) desconfiança do ativismo monetário por gerar inconsistência temporal da política monetária.

Quanto à presença de defasagens na política monetária, pode-se observar que existem incertezas quanto ao *timing* que a política influencia as variáveis desejadas. De acordo com os autores, o ativismo monetário deveria ser rejeitado à medida que os efeitos da política apareceriam quando os problemas iniciais não existissem mais. Assim, o resultado da política poderia gerar desequilíbrios indesejados, como, por exemplo, o aumento da inflação. Em segundo, existiria um ceticismo quanto à influência permanente da política monetária sobre o nível de emprego e produto, conforme sustenta o Novo Consenso. Por fim, o ativismo monetário que busca reduzir o nível de desemprego no curto prazo implica na inconsistência temporal das políticas. Conforme foi visto anteriormente, o resultado de políticas dinamicamente inconsistentes sobre a trajetória de longo prazo do produto é nula (MISHKIN; POSEN, 1997, p. 2-5). Dessa

⁸ Ativismo monetário diz respeito à situação na qual o *policymaker* manipula a política monetária com o objetivo de influenciar as variáveis reais no curto prazo, tais como a taxa de crescimento do produto e a taxa de desemprego. Em outras palavras, o BC procura administrar as flutuações cíclicas da economia com a política monetária.

forma, a estabilidade de preços deve ser o objetivo prioritário do RMI, pois há custos associados à política monetária ativa e poucos benefícios permanentes.

Por sua vez, Bernanke et al (1999, p. 10-11) justificam com três argumentos a busca da estabilidade de preços no regime de metas: a) a condução da política monetária deve estar restrita às suas possibilidades; b) a inflação baixa é importante para conseguir outros objetivos macroeconômicos; c) fornece uma âncora nominal para as economias.

Quanto ao primeiro ponto observa-se que os autores afirmam que a estagflação dos anos 1970/80, sobretudo nos países desenvolvidos, acabou com a crença de que a política monetária poderia ser utilizada para administrar as flutuações da economia. O segundo aspecto está relacionado à desfuncionalidade da inflação para o crescimento, ou seja, a inflação prejudicaria a expansão da economia. Neste sentido, embora não haja consenso quanto à taxa de inflação específica que o BC deveria perseguir, a estabilidade de preços (inflação anual menor do que 10%) seria condição necessária para o crescimento econômico e para o desenvolvimento do sistema financeiro. Por fim, a estabilidade de preços geraria uma âncora nominal para a economia, ou seja, forneceria um ponto de convergência das expectativas do público além de um ponto de referência para formação de preços (BERNANKE et al, 1999, p. 11-20).

Fornecer uma âncora nominal para a economia é uma das principais justificativas para os BCs terem como objetivo a estabilidade de preços. A ausência da âncora pode implicar na excessiva instabilidade das expectativas do público. A âncora nominal é mais eficaz quanto mais o público a conheça. Portanto, o RMI se constitui numa âncora nominal para formação das expectativas inflacionárias, pois dá ênfase na estabilidade de preços (BERNANKE et al, 1999, p. 20):

As we have emphasized, the fact that inflation targeting may be an effective means of providing a nominal anchor for monetary policy is, we believe, a sufficient reason in itself to consider this approach seriously. [...]. And, [...], inflation targeting does not preclude some degree of policy activism; rather, it provides a framework which allows for the pursuit of objectives other than price stability in a more disciplined and consistent manner. Of the three arguments we have discussed for making the control of inflation the primary long-run goal of monetary policy, the ability of inflation targets to help establish a nominal anchor for

the price level seems to us the most essential. (BERNANKE et al, 1999, p. 20).

Assim sendo, ressalta-se que a literatura que justifica a adoção do RMI afirma que a estabilidade de preços deve ser o objetivo principal da política monetária. Entre os principais fatores apontados pela literatura estão: a defasagem da política monetária, a estabilidade de preços ser condição necessária para o crescimento econômico, a ausência de *trade off* entre inflação e desemprego no longo prazo e a ancoragem das expectativas.

1.2.2 Características do Regime de Metas de Inflação

A literatura destaca algumas características gerais associadas ao arcabouço de política do RMI. Pode-se observar que o RMI tem as seguintes características principais: fornece uma *constrained discretion* para política monetária; compromisso explícito com a estabilidade de preços; coleta da máxima informação disponível; transparência; *accountability*; credibilidade. Por sua vez, a institucionalidade do RMI é diferente entre os países, de maneira que é útil considerar o grau de flexibilidade que o regime assume.

Uma primeira característica importante do RMI é que ele permite, em tese, um aprimoramento do longo debate entre regra x discricionariedade⁹ na execução da política monetária. Segundo Bernanke e Mishkin (1997, p. 8-9), o RMI é uma estratégia intermediária que possibilita ao *policymaker* uma discricção restrita (*constrained discretion*). Isto é, o regime de metas é uma maneira híbrida que proporciona algum grau de flexibilidade para o BC, embora restrinja a política monetária pelo anúncio da meta para a variação de preços no médio prazo (MODENESI, 2005, p.194).

⁹ É importante observar que discricionariedade e ativismo monetário são conceitos relacionados, mas não idênticos. Enquanto o ativismo monetário se refere a administração dos ciclos econômicos com a política monetária, o discricionarismo diz respeito a possibilidade do *policymaker* manipular os instrumentos monetários com flexibilidade, sem que tenha que seguir uma regra.

Em Bernanke et al (1999, p. 22) observa-se que o RMI possibilita uma *constrained discretion* por dois fatores: primeiro porque o regime de metas exige boa dose de julgamento e avaliação a partir de todas as informações disponíveis, e não apenas uma regra mecânica para atuação para o BC; em segundo lugar, o regime confere determinado grau de discricionariedade para a política monetária. Da mesma forma, Modenesi (2005, p. 194) afirma que, no RMI: (i) o BC tem liberdade para definir a condução da política monetária levando em conta toda informação disponível; (ii) como a meta para a inflação é para o médio/longo prazo, é possível que a política monetária reaja a choques; (iii) existe determinado espaço para políticas de estabilização do produto, do emprego e da taxa de câmbio. Assim:

To summarize, we see a close relationship between the roles of inflation targeting as a nominal anchor and as the linchpin in a framework for making monetary policy. By linking policy to medium-and long-term horizons, but without crippling the central bank's ability to respond to short-run developments, inflation targeting creates a rough compromise between the discipline and accountability of rigid rules and the flexibility of the discretionary approach. (BERNANKE et al, 1999, p. 25).

Segundo Mishkin (2000, p. 1), o RMI é uma estratégia de política monetária que contém cinco elementos principais: 1) anúncio público da meta de médio prazo para inflação; 2) compromisso formal da política monetária com a estabilidade preços, à qual todos demais objetivos estão subordinados; 3) coleta de toda informação disponível para utilização do instrumento de política monetária; 4) aumento da transparência de política por meio da comunicação com o público; 5) maior responsabilidade dos BC para atingir os objetivos para a taxa de inflação. Destes elementos a transparência da política monetária é peça essencial.

A transparência é um quesito de fundamental importância na condução da política monetária, pois ao contrário da política fiscal, os seus efeitos são indiretos, isto é, a Autoridade Monetária não pode controlar a sua variável objetivo (taxa de inflação) diretamente, mas sim depende dos instrumentos de política. Assim, para que a política monetária tenha efeitos, é preciso que o público reconheça e compreenda as intenções do BC. Neste sentido, a transparência da política monetária é o elo pelo qual o público toma conhecimento das ações do *policymaker*. Para Mishkin e Posen (1997, p. 10) e

para Svensson (2010, p. 2), o RMI promove transparência para a política monetária por meio de comunicados, documentos oficiais, testemunho das autoridades, previsão de inflação e de outras variáveis e a motivação por trás das previsões. Os autores destacam que explicações claras e regulares dos *policymakers* contribuem para a construção de políticas que trazem estabilidade de preço.

Outra característica apontada pela literatura refere-se à prestação de contas do BC em relação a suas decisões de política monetária. Para Svensson (2010, p. 3), o alto grau de *accountability* do RMI pode ser entendido pela prestação de conta regular da Autoridade Monetária no Parlamento. Modenesi (2005, p. 195) acrescenta que a transparência da política monetária no RMI facilita o entendimento do público para monitorar e avaliar (*accountability*) o comportamento do BC. Como o objetivo da política monetária é um anúncio público para a taxa de inflação, os agentes podem conferir permanentemente o desempenho dos instrumentos da autoridade monetária.

O RMI tem outra característica importante que se refere ao relaxamento da hipótese de relação estável entre as metas intermediárias e objetivo final conforme salienta Modenesi (2005, p. 194). Nos regimes de metas monetárias (agregados monetários), um pressuposto fundamental é a correlação entre os meios de pagamentos (meta intermediária) e a estabilidade de preços (objetivo final). No entanto, no regime de metas este pressuposto pode ser flexibilizado à medida que o sucesso da política monetária não depende estritamente da relação estável entre a meta intermediária (previsão da inflação) e o objetivo final da política (estabilidade de preços).

Para Bernanke et al (1999, p. 24), a adoção de uma meta para a inflação gera também credibilidade para política monetária. Isto porque a adoção do RMI disciplina a política monetária à busca da estabilidade de preços. Se o público entender que a meta de inflação anunciada for factível, irá depositar credibilidade na política monetária. Dessa forma, a credibilidade da política no regime de metas é assegurada pela reputação do BC por meio cumprimento sistemático da meta de inflação estipulada.

A experiência em diversos países ensina que o regime pode apresentar diferentes graus de flexibilidade em relação ao peso que se dá para a estabilização do produto. Segundo Svensson (1996), o RMI pode ser *strict inflation targeting* ou *flexible*

inflation targeting. Nos regimes *strict*, o principal objetivo da política monetária diz respeito à obtenção de preços baixos e estáveis, de forma que a preocupação central do *policymaker* se refere a utilização dos instrumentos de política tão somente para estabilizar a inflação em torno da meta. De maneira geral, o regime *strict* é utilizado no caso em que o estabelecimento da credibilidade é uma prioridade da política monetária. Já o regime *flexible*, em adição a estabilização da inflação em torno da meta, o BC atribui maior importância para estabilização do produto em linha com o potencial. Assim, o *policymaker* ajusta o instrumento de política gradualmente para conduzir a inflação para trajetória de metas, como maneira de não gerar excessiva volatilidade do hiato produto (SVENSSON, 1996, 1997).

Portanto, de forma geral, os regimes mais estritos tendem a atribuir maior importância ao cumprimento da meta de inflação, mesmo que incorram em elevados custos em termos do produto, do emprego e da dívida pública. Ao contrário desses, os regimes *flexibles* se preocuparam com os custos associados ao cumprimento da meta de inflação, sobretudo no que diz respeito à variabilidade do produto. O quadro 1 relaciona os parâmetros institucionais do RMI de acordo com a sua flexibilidade¹⁰.

Parâmetro	Strict inflation targeting	Flexible inflation forecast targeting
Índice de preços	IPC cheio	IPC núcleo
período	ano calendário ou 12 meses	2 anos ou mais
meta	ponto central	Intervalo de tolerância
Cláusulas de escape	não possuem	possuem

Quadro 1 – Parâmetros institucionais do regime de metas

Desta forma, um importante elemento do RMI é a escolha do índice de preços definido como meta a ser perseguida pelo BC. Como a transparência é um quesito essencial no regime, o índice de preços escolhido deve ser aquele de amplo

¹⁰ É importante observar que os parâmetros apontados no quadro 1 são aqueles que aparecem com maior recorrência, mas não esgotam o debate em relação ao grau de flexibilidade do RMI. Ainda assim, é comum falar em grau de flexibilidade e não em flexibilidade plena, pois os países podem utilizar um parâmetro do regime *flexible* e outro do *strict*.

conhecimento do público. Mas, não basta os agentes conhecerem o índice, antes é preciso que o índice reflita, em alguma medida, a percepção da inflação do público. Por este motivo, é comum os países utilizarem um Índice de Preços ao Consumidor (IPC) como referência. Contudo, nos regimes de metas mais flexíveis, ao invés do IPC cheio, utiliza-se um núcleo de um índice de preços, na qual são expurgados os itens mais voláteis, tal como alimentos e energia. A vantagem do núcleo de inflação quando comparada com o índice cheio se refere a melhor absorção de choques temporários os quais a Autoridade Monetária não tem controle.

Por outro lado, o horizonte temporal da meta de inflação é outro item que revela o nível de flexibilidade do RMI. Regimes do tipo *flexible* possuem horizontes superiores há um ano, ao passo que regimes *strict* utilizam o ano calendário como referência ou contabilizam a inflação em doze meses corrido. Da mesma forma, os regimes *flexible* e *strict* diferem na margem de tolerância oficialmente aceita para a meta de inflação. Enquanto regimes menos flexíveis utilizam um determinado ponto central do índice de inflação como meta, os regimes mais flexíveis utilizam uma banda com piso e teto ou um intervalo de tolerância para meta de inflação. As cláusulas de escape são os meios comuns que os regimes de metas utilizam para alterar as regras do regime quando algum choque exógeno ameaça o cumprimento da meta de inflação.

Dessa forma, observa-se que diversos fatores institucionais do RMI indicam o seu grau de flexibilidade. Regimes do tipo *strict inflation targeting* se preocupam mais com a credibilidade da política monetária e por isso, utilizam índices cheios, intervalos menores (um ano ou doze meses), ponto central e não utilizam cláusulas de escape. Por outro lado, os regimes *flexible inflation targeting* se preocupam também com a variabilidade do produto com a utilização de um núcleo de índice de preços, um intervalo de tempo mais longo (2 anos ou mais), uma banda de tolerância para a meta e algumas cláusulas de escape.

1.2.3 Operacionalidade do Regime de Metas

Um elemento central na operacionalidade do RMI diz respeito ao papel das expectativas inflacionárias do público. Observa-se que tanto em Svensson (2010, p. 2), quanto em Mishkin (2011, p. 6), o regime de metas assume que as expectativas de inflação são um dos principais canais de transmissão da política monetária, cabendo ao *policymaker* a gestão de expectativas inflacionárias. Isto porque as expectativas de inflação afetam as decisões de preços e salários e, conseqüentemente, a inflação. Dessa forma, a condição fundamental para estabilização da inflação corrente pelo BC diz respeito a sua capacidade de ancorar as expectativas do setor privado em linha com a meta de inflação. Neste sentido, a capacidade do BC manter as expectativas ancoradas revela o grau de credibilidade da política monetária. (SVENSSON, 2010, p. 3).

Por outro lado, é importante observar que Svensson (1997) afirma que o conceito *inflation forecast targeting*, ao invés de *inflation targeting*, define melhor o regime de metas. Conforme o autor esclarece em outro trabalho, como há defasagem entre a implantação da política monetária e seus efeitos sobre a economia, a política monetária é mais efetiva se guiada por previsões (SVENSSON, 2010, p. 2). Assim, as ações da Autoridade Monetária devem antecipar qualquer possível ameaça ao cumprimento da meta, sendo executada, portanto, em num cenário prospectivo. Dessa forma, a política monetária procura atingir a inflação corrente antes que aquela ameaça inicial ao cumprimento da meta faça efeito.

Svensson (1996, p. 1) afirma que outra justificativa para o regime ser *inflation forecast targeting* se refere ao fato de que a previsão da inflação apresenta correlação com a meta de inflação além de ser uma variável mais facilmente controlável pelo BC do que a inflação corrente. Segundo Bernanke et al (1999, p. 32), os *policymaker* utilizam toda informação relevante capaz de prever o comportamento futuro da inflação tal como modelos estruturais, análise de indicadores antecedentes e pesquisa de expectativas junto ao público. Então, a previsão da inflação é a meta intermediária que orienta as decisões do BC em relação à execução da política monetária.

Sendo assim, o RMI é um processo em dois estágios: no primeiro, o BC prevê a inflação e a compara com a meta. E no segundo, caso haja divergência entre a previsão e a meta de inflação, o BC toma as decisões de política monetária com

alteração na taxa de juros para trazer a inflação para trajetória de metas. Neste sentido, o regime de metas possibilita um *feedback* com uma ótica *forward-looking* (GREEN, 1996).

Em termos operacionais, segundo o *Bank for International Settlements* (BIS) (2008a, p. 3), a implantação da política monetária consiste em três elementos centrais: 1) política de sinalização; 2) utilização dos instrumentos; 3) monitoramento dos objetivos operacionais. Inicialmente o BC sinaliza as intenções da política monetária por meio do anúncio de uma meta para a taxa de juros de curtíssimo prazo (*overnight*), denominada taxa de juros básica. Entretanto, para garantir que a taxa de juros efetiva permaneça alinhada com a meta, o BC gerencia a liquidez diária do mercado de reservas bancárias no *open market*. Dessa forma, o *open market* se refere às operações de compra e venda de títulos públicos com o mercado bancário com o objetivo de contrair ou expandir a liquidez. Portanto, a administração de liquidez do mercado de reservas bancárias, obtida por meio das operações de mercado aberto, é a forma pela qual a Autoridade Monetária mantém a taxa de juros de mercado próxima à meta.

No RMI, em especial, a execução da política monetária privilegia a calibragem da taxa de juros tendo como referência uma função de reação à lá Taylor¹¹.

$$r_t = (1-\alpha)[r^* + E_t(\pi_{t+1}) + Y_{t-1}^g + (\pi_{t-1} - \pi^*)] + \alpha r_{t-1} + s_3 \quad (1)$$

Onde: r_t é a taxa de juros de curto prazo anunciada pelo BC; r^* é a taxa de juros real de equilíbrio; $E_t(\pi_{t+1})$ é a expectativa para inflação do período seguinte; Y_{t-1}^g é o hiato do produto medido como o desvio do produto efetivo em relação ao potencial; r_{t-1} é a taxa de juros do período anterior; α é um parâmetro maior que zero (ARESTIS; SAWYER, 2002, p. 3-4). Pela função de reação, é possível observar que o BC altera a taxa de juros quando a expectativa de inflação muda, o produto efetivo se distancia do potencial e a inflação do período anterior difere da meta estipulada. Dessa

¹¹ A função de reação do BC recebe o nome do economista John Taylor, pois o autor em trabalho de 1993 encontrou uma correspondência entre a taxa de juros adotada pelo Federal Reserve Bank (Fed) e aquela descrita pela seguinte função: $r = p + 0,5y + 0,5(p-2) + 2$. Dessa forma, o autor sugeriu que o Fed utilizava uma regra na definição da taxa de juros. (TAYLOR, 1993, p. 202-203).

forma, pode-se observar que as variáveis da função de reação no RMI são alimentadas pelo menos por outras duas equações:

$$Y_t^g = a_0 + a_1 Y_{t-1}^g + a_2 E_t (Y_{t+1}^g) - a_3 [r_t - E_t (\pi_{t+1})] + s_1 \quad (2)$$

$$\pi_t = b_1 Y_t^g + b_2 \pi_{t-1} + b_3 E_t (\pi_{t+1}) + s_2 \quad (3)$$

A equação (2) é uma tradicional curva de demanda IS com a incorporação de elementos de otimização temporal. A curva de demanda indica que o hiato do produto depende da sua defasagem, da sua expectativa para o próximo período e da taxa de juros real. A equação (3) é uma curva de Phillips com elementos *forward-looking* e *backward-looking* que relaciona a taxa de inflação com sua defasagem, com o hiato do produto e com a expectativa para a inflação futura. Assim, a transmissão da política monetária ocorre da seguinte forma: o BC define a taxa de juros nominal (r_t). Para uma dada taxa de inflação, o juro nominal altera a taxa de juros real, que por sua vez, influencia o hiato do produto (Y_{t+1}^g) na curva IS. Por fim, o hiato do produto atinge o objetivo da política que é alterar a taxa de inflação (π_{t+2}), conforme indica a curva de Phillips.

Neste sentido, de acordo com a literatura que justifica a adoção do RMI, o BC deve ajustar a taxa de juros para seu nível neutro. Segundo Blinder (1999, p. 54), a taxa de juros neutra é aquela que iguala o produto efetivo ao produto potencial, isto é, a taxa de juros para a qual o hiato do produto é zero ($Y^g = 0$). Assim, se a taxa de juros corrente for menor (maior) que a taxa neutra, a inflação aumenta (diminui). Para o autor, a política monetária neutra (taxa de juros neutra) é coerente com uma inflação estabilizada no médio prazo.

Sendo assim, a calibragem da taxa de juros pela Autoridade Monetária tem a intenção de influenciar as expectativas de inflação, a demanda agregada e, no limite, a taxa de inflação. Ocorre que a taxa de curto prazo tem pouco efeito sobre a demanda agregada. Então, segundo Freedman e Otker-Robe (2010, p. 8), as ações do BC devem ter a capacidade de influenciar as taxas de maturidades maiores as quais alimentam a demanda agregada. Isto é, ao manipular as taxas de curto prazo, alteraria, por arbitragem, as taxas de maturidades maiores ao longo da curva de rendimento. É

importante observar que a função de reação no RMI não é uma regra estrita que o *policymaker* deve seguir, antes, é um guia, que junto com outras informações, servirão de base para a tomada de decisão do BC. Conforme Svensson (1999, p. 616) afirma, na prática os BCs utilizam mais informações no processo de tomada de decisão.

Portanto, a taxa de juros de curto prazo, determinada no mercado de reservas bancárias por meio da administração diária de liquidez, é o principal instrumento do RMI. Para o único objetivo da política monetária no regime de metas (estabilidade de preços), o BC calibra a taxa de juros quando as expectativas de inflação se alteram ou quando a demanda agregada se expende a uma taxa diferente daquela que o BC previa. Assim, as ações do BC no que se refere a alterações na taxa de juros são tomadas preventivamente quando há algum risco ao cumprimento da meta no horizonte da política.

1.3 A crise financeira e os instrumentos de política monetária

Conforme será visto no próximo capítulo, a crise financeira internacional atingiu o Brasil por diversos canais, com destaque para a interrupção das linhas de financiamento externo para as instituições financeiras. Como resposta natural à crise de confiança, os bancos reduziram os empréstimos para famílias e empresas e mantiveram seus recursos da maneira mais segura possível. Neste sentido, a crise que se instalou no mundo a partir de meados de 2008, por um lado revelou a atualidade da Teoria da Preferência pela Liquidez desenvolvida por Keynes (1983), e por outro exigiu forte atuação de BCs com diversos instrumentos.

Em relação ao primeiro, segundo Keynes (1983, p. 122), quando há incerteza em relação ao comportamento de variáveis futuras, os agentes conservam os seus recursos da maneira mais líquida possível como forma de segurança contra perdas patrimoniais ou mesmo como oportunidade de ganho. Neste sentido, a preferência pela liquidez reflete uma escala por meio da qual o indivíduo (instituição) deseja manter

recursos na forma monetária¹². Dessa forma, a teoria da preferência pela liquidez é uma teoria de escolha de ativos líquidos. Portanto, nos períodos de maior incerteza os agentes retêm recursos líquidos e se recusam a liberá-lo, independentemente da taxa de juros.

Por outro lado, a crise expôs as falhas no arcabouço tradicional de política monetária. Neste sentido, a utilização dos instrumentos de política monetária foi questionada. Tradicionalmente os BCs possuem três instrumentos de política monetária: *open market*, recolhimentos de depósitos compulsórios e empréstimos de liquidez. Contudo, conforme foi visto na seção anterior, no RMI a Autoridade Monetária utiliza quase que exclusivamente as operações de *open market* como forma de manter a taxa de juros do mercado de reservas bancárias próxima à meta. Então, os requisitos de depósitos compulsórios e a função de emprestador de última instância não são considerados prioritários para este arcabouço de política monetária.

Segundo Torres (1999, p. 61), os depósitos compulsórios são encaixes obrigatórios pelo qual determinado percentual das reservas bancárias fique obrigatoriamente depositado durante um período junto ao BC. Os encaixes podem ser feitos em espécie ou em títulos e ainda podem ser remunerados. Por meio dos depósitos compulsórios a Autoridade Monetária afeta diretamente a demanda por reservas bancárias e o custo de depósito dos bancos como o objetivo de regular, entre outros, as condições de gerais de crédito e de liquidez.

Diversos autores destacam que os depósitos compulsórios progressivamente perderam espaço quanto instrumento de política monetária, de maneira que diversos países abandonaram seu uso. Entre os fatores que contribuíram para o abandono dos depósitos compulsórios pelos BC, os seguintes se destacam: (i) como se constitui em um imposto sobre a intermediação financeira, sua abolição possibilitou equilibrar a competitividade das instituições bancárias; (ii) por ser um instrumento de baixa efetividade, não foi considerado imprescindível à política monetária; (iii) por gerar distorções no mercado e dificultar o grau de intermediação financeira da economia

¹² Mais recentemente, os títulos do Tesouro norte-americano podem ser considerados como os ativos que conservam a liquidez plena no sentido atribuído por Keynes (1983).

(SELLON; WEINER, 1996, p. 7-11; TORRES, 1999, p. 77-80; HERRERA et al, 2010, p. 141; MONTORO; MORENO, 2011, p. 62-63).

Por outro lado, a assistência de liquidez diz respeito aos empréstimos de reservas bancárias concedidas pelo BC aos bancos a uma taxa previamente acordada, para atender as necessidades não recorrentes de liquidez. Estas operações assumem duas formas, os empréstimos com garantia e o redesconto. A primeira é mais freqüente e diz respeito a uma linha de crédito rotativo com garantia pela qual as instituições possuem um limite de saque. Na segunda, o BC desconta títulos elegíveis a uma taxa pré-determinada, em geral punitiva. A assistência de liquidez do BC tem um duplo objetivo, gerenciar a liquidez e sinalizar a taxa de juros de política monetária. Enquanto no primeiro o BC age passivamente ofertando ou absorvendo reservas para uma determinada taxa de mercado. No segundo, a Autoridade Monetária procura influenciar a taxa de mercado em linha com o anúncio de política (TORRES, 1999, p. 134-136). É por meio da assistência de liquidez na forma de redesconto que a Autoridade Monetária exerce a função de prestador em última instância.

Como no caso dos depósitos compulsórios, a função de prestador de última instância foi paulatinamente deixada em um segundo plano no arcabouço de política dos BCs. Tanto é verdade que, conforme sugere Bullio et al (2011, p. 333), a função de prestador de última instância praticamente desapareceu da literatura do Novo Consenso. Para Bisignano (1996), o processo de diminuição de importância da assistência de liquidez na política monetária remota a década de 1980. Dessa forma, Torres (1999, p. 146) afirma que a tendência internacional a partir desta década foi transformar a assistência de liquidez mais em válvula de segurança para assegurar financiamento diário para instituições deficitárias do que um instrumento de política monetária de socorro de última instância para as instituições financeiras.

No entanto, a gravidade dos efeitos da crise deflagrada pelas hipotecas *subprime* em meados de 2007 exigiu a forte intervenção dos BCs com diferentes instrumentos, alguns ditos não convencionais¹³. Nesta conjuntura, determinados elementos da política monetária padrão do RMI foram questionados por não darem

¹³ As medidas não convencionais se referem a políticas que não são utilizadas pelo arcabouço padrão de política monetária. De maneira geral, são conhecidas como medidas de balanço de BC.

conta de evitar a crise, bem como de mitigar os seus efeitos. Neste sentido, Blanchard, Dell'Ariccia e Mauro (2010, p. 16) e o International Monetary Fund (IMF) (2010, p. 12) afirmam que a crise revelou a necessidade de se repensar o quadro da política monetária à medida que ela expôs as falhas dessa arquitetura. Assim, haveria a necessidade de incluir novos objetivos ao *framework* de política monetária.

Segundo Blanchard, Dell'Ariccia e Mauro (2010, p. 3), antes da crise a estrutura da política macroeconômica podia ser resumida em uma política (monetária), um objetivo (estabilidade de preços) e um instrumento (taxa de juros)¹⁴. Contudo, a crise revelou a necessidade de adicionar novos instrumentos e objetivos. Enquanto a má notícia é que a política monetária deve ter muitas metas, a boa é que existem outros instrumentos disponíveis. Entre outros objetivos possíveis se destacam o mandato de estabilidade financeira para os BC e a redução da volatilidade da taxa de câmbio (BLANCHARD; DELL'ARICCIA; MAURO, 2010, p. 3-14). Entre os novos instrumentos o principal parece ter sido a inclusão de variáveis que levam em conta a estabilidade financeira dentro do arcabouço de política e a função de prestador de última instância dos BCs estendida aos períodos de normalidade (BLANCHARD; DELL'ARICCIA; MAURO, 2010, p. 14; IMF, 2010, p. 11).

O requisito de depósito compulsório foi outro instrumento de política monetária utilizado recorrentemente na crise, sobretudo pelos países emergentes. Segundo Montoro e Moreno (2011, p. 59) e Herrera et al, (2010, p. 141), as alterações nos depósitos compulsórios na crise de 2008 possibilitaram a normalização dos canais de transmissão da política monetária e a restauração das condições de liquidez no mercado interbancário. Como os efeitos dos depósitos compulsórios nos custos dos bancos são diretos, eles revelaram-se ser uma política alternativa (substituta) em relação às políticas de taxas de juros. Ainda para os autores, os depósitos compulsórios tiveram uma função contra-cíclica na crise (MONTORO; MORENO, 2011, p. 59)¹⁵.

¹⁴ Os autores afirmam que se a inflação estivesse controlada, a estabilização do hiato do produto estaria garantida. Já a política fiscal sofria diversas restrições e a regulamentação financeira não era responsabilidade da política macroeconômica.

¹⁵ No entanto, como será visto no capítulo 3, a eficácia dos encaixes compulsórios no Brasil foi questionável.

Sendo assim, o mandato da estabilidade financeira com ferramentas macroprudenciais¹⁶, a função de prestador de última instância e os requisitos de depósitos compulsórios são elementos presentes na literatura do pós crise financeira.

1.4 Considerações finais

Este capítulo teve por objetivo apresentar o guia por meio do qual os principais BCs atuam nos mercados e executam a política monetária. Dessa forma, foi possível observar que se formou um consenso em relação à política macroeconômica que fundamentou a utilização do RMI. O Novo Consenso Macroeconômico destacou que a execução da política macroeconômica se restringiu à política monetária, enquanto que a política fiscal, por seu turno, ficou restrita a busca do equilíbrio orçamentário e a equalização da dívida pública. Uma conclusão importante do Novo Consenso parece ter sido a idéia de que políticas transparentes e críveis que objetivam a estabilidade de preços deve ser a principal responsabilidade dos *policymakers*. Por outro lado, o RMI surgiu da necessidade de evitar os problemas associado ao viés inflacionário e a inconsistência dinâmica da política monetária. Teoricamente o RMI mitiga estes problemas à medida que o anúncio de uma meta quantitativa para a taxa inflação e o comprometimento do BC em atingi-la orientam a política monetária para a estabilidade de preços. Portanto, a popularização do RMI como arcabouço de política foi justificado tanto pelo Novo Consenso quanto pela minimização do viés inflacionário e da inconsistência dinâmica da política monetária.

Dessa forma, o RMI tem importantes características que o tornaram um dos mais populares guias para a política monetária a partir dos anos 1990. Entre elas pode-se destacar o aprimoramento do debate entre regra e discricionariedade na política monetária. Neste sentido, o regime de metas seria uma forma intermediária, isto é, uma

¹⁶ Para o BCB (2010, p. 88-89), as ferramentas macroprudenciais se referem as medidas que auxiliam a política de juros na busca da estabilidade de preços. Entretanto, as políticas macroprudenciais, na visão do BCB, não são substitutos perfeitos das ações convencionais de política monetária.

constrained discretion. Além disso, a adoção do RMI concede transparência, credibilidade e *accountability*. Por sua vez, a política monetária é operacionalizada com a calibragem da taxa de juros de curto prazo do mercado de reservas bancárias, tendo por base uma função de reação a lá Taylor. Para tanto, o BC utiliza as operações de *open market* para sinalizar a política e manter a taxa de juros alinhada com a meta. Em suma, o RMI pode ser entendido como um guia para atuação dos BCs em que possui um objetivo prioritário (taxa de inflação baixa e estável) e um instrumento (taxa de juros de curto prazo).

Contudo, a intensificação da crise financeira em setembro de 2008 fez com que este arcabouço padrão de política fosse repensado. Instrumentos de política que vinham sendo muito pouco utilizados se mostraram essenciais para superar o pior momento da crise, como é o caso dos encaixes compulsórios, a função de prestador de última instância dos BCs e as intervenções de socorro nos mercados. Assim sendo, atuação dos BCs na crise não ofereceu respostas conclusivas em relação ao quadro de política monetária, tampouco esgotou o debate sobre a inclusão de um novo mandato para os *policymakers*, contudo, evidenciou a necessidade explícita de se incluir novos objetivos e novos instrumentos no arcabouço dos BCs.

2 A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA COM O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO, OS IMPACTOS DA CRISE FINANCEIRA E A ATUAÇÃO DOS BANCOS PÚBLICOS

No primeiro capítulo deste trabalho discutiu-se o consenso que se formou no *mainstream* em relação à política macroeconômica, especificamente no que diz respeito à execução da política monetária. Depois, o trabalho procurou destacar as principais características do RMI segundo o Novo Consenso, assim como ressaltou que nesta estratégia de política monetária os BCs possuem um objetivo prioritário (estabilidade de preços) e um instrumento (taxa de juros de curto prazo). Por fim, o capítulo antecessor fez uma breve exposição do debate que emergiu após a intensificação da crise em setembro de 2008 o qual sugeriu que o quadro da política monetária poderia ser ampliado com mais objetivos e mais instrumentos.

Agora, este segundo capítulo tem como objetivo apresentar sinteticamente o RMI no Brasil entre a sua implementação, em 1999 até a intensificação da crise financeira internacional no final de 2008.

Para tanto, o capítulo divide-se em quatro partes, além desta introdução e das considerações finais. Na seção 2.1 o capítulo aborda o ambiente que cercou a implantação do RMI no Brasil, além de um breve histórico do comportamento do regime no país até 2007. Na seção 2.2, o trabalho descreve a conjuntura econômica do Brasil nos meses anteriores a setembro de 2008, caracterizada pelo crescimento econômico, inflação ascendente e elevação dos preços das *commodities*. Em seguida, a seção 2.3 discute os primeiros impactos da intensificação da crise na economia brasileira, sobretudo pelos canais financeiro, cambial e pela atividade econômica. Por fim, a seção 2.4 apresenta as medidas empreendidas pelo Ministério da Fazenda na crise, com destaque para a atuação dos bancos públicos.

2.1 O Regime de Metas de Inflação no Brasil: 1999-2007

O Brasil adotou o RMI como arcabouço de política monetária com o Decreto Presidencial número 3.088 de 22 de junho de 1999. O decreto determinou que a execução de políticas condizentes com a meta ficaria a cargo do BCB, e que o Conselho Monetário Nacional (CMN) definiria o índice de preços de referência¹⁷, a meta de inflação e o intervalo de tolerância¹⁸. O intervalo de tempo definido foi o ano-calendário, com a apuração do cumprimento da meta sendo feita com base na inflação acumulada entre janeiro e dezembro. A norma definiu, também, critérios de transparência e *accountability* para a política monetária. Em caso de descumprimento da meta de inflação estabelecida, o presidente do BCB deveria enviar uma carta aberta ao Ministro da Fazenda explicando as causas do descumprimento, assim como as medidas e prazo necessários para que a inflação retornasse a trajetória da meta. O BC deveria, ainda, divulgar ao fim de cada trimestre um Relatório de Inflação destacando o desempenho do RMI no trimestre e o cenário prospectivo para o próximo período (BRASIL, 1999).

Segundo o argumento oficial, a adoção do RMI pelo Brasil decorreu da exclusão de alternativas, tais como: câmbio fixo ou administrado, *currency board*, metas monetárias e regime monetário sem metas explícitas. Assim, para a diretoria do BCB no período, o regime de metas se constituía na estratégia de política monetária mais adequada, naquele contexto, para assegurar a estabilidade de preços trazida pelo Plano Real (BCB, 1999, p. 5; FRAGA NETO, 2011, p. 26). É importante observar que a implantação do regime de metas no Brasil passou necessariamente pelo colapso do regime de bandas cambiais em janeiro de 1999. O ataque especulativo sofrido pela moeda brasileira após sucessivas crises externas em 1997 e 1998 fez com que o BCB suspendesse em 19 de janeiro de 1999, por meio do comunicado 6.565, a política de administração cambial e deixasse a taxa câmbio flutuar de acordo com os movimentos

¹⁷O Decreto Presidencial 3.088 deixou clara a preferência por um índice de preços cheio ao invés de uma medida de núcleo de inflação, ao exigir que o índice de preços de referência fosse um de grande circulação. Dessa forma, o Ministério da Fazenda indicou o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), coletado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), como o índice de referência para o cômputo da meta de inflação.

¹⁸ Segundo Bogdanski, Tombini e Werlang (2000, p. 13), a ausência de definição de cláusulas de escapes e a utilização de um índice de preços cheio justificaram o uso de um intervalo de tolerância amplo, entre 2 e 2,5 pontos percentuais.

do mercado¹⁹. Dessa forma, com a introdução do regime de câmbio flutuante, o país ficou sem âncora nominal. Sendo assim, para Gomes e Aidar (ano, p. 4-5) e Curado e Oreiro (2005, p. 128), o RMI surgiu como alternativa de âncora nominal para o Brasil.

Como forma de atingir o objetivo principal ressaltado pelo RMI (estabilidade de preços), a Circular nº 2.868 de março de 1999 definiu a meta para a taxa do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic) como instrumento básico de política da Autoridade Monetária. As decisões em relação à meta para taxa Selic condizente com a meta de inflação estabelecida ficaram sob responsabilidade do Comitê de Política Monetária (Copom) do BCB²⁰.

A estratégia de introdução do regime de metas no Brasil foi gradualista, com o estabelecimento de metas anuais decrescentes de 8%, 6% e 4% com o intervalo de tolerância de 2 pontos percentuais (p.p.) para mais ou para menos para os anos de 1999, 2000 e 2001, respectivamente. A idéia era trazer a inflação para a casa de um dígito ao final de 1999 e progressivamente aproximá-la da média internacional. Para tanto, segundo observa o Presidente do BC no período, a Autoridade Monetária negociou um empréstimo com o FMI para aliviar a pressão sobre o câmbio e decidiu aumentar a taxa Selic em 6 pontos p.p. para 45% a.a. como sinalização do compromisso com o regime de metas (FRAGA NETO, 2011, p. 26). Observa-se que, ao contrário de outros países que primeiro passaram por um processo de desinflação e apenas depois da inflação estar controlada adotaram o RMI, o Brasil implantou o regime de metas para controlar a inflação. Neste sentido, Fraga Neto (2011, p. 29) afirmou que, no país, o regime tinha um duplo objetivo durante os primeiros anos: ancorar as expectativas e combater a inflação.

No que se refere à evolução da inflação, os dois primeiros anos após a adoção do RMI mostraram que a nova sistemática de política monetária foi eficaz no objetivo que se propôs, isto é, garantiu a convergência da inflação para meta estipulada. Conforme a tabela 1, em 1999 a inflação medida pelo IPCA foi de 8,94%, enquanto que

¹⁹ Contudo, a Autoridade Monetária ponderou que poderia intervir esporadicamente no mercado cambial quando fosse observada alguma distorção ou excessiva volatilidade, ainda que não se guiado por metas específicas.

²⁰ Criado em 20 de junho de 1996 inspirado pelo *Federal Open Market Committee* (FOMC) do BC norte americano, o Copom tem como responsabilidade: implementar a política monetária, definir a meta para taxa Selic e, se for o caso, seu viés além da elaboração do Relatório de Inflação (BCB, 2012).

em 2000 foi de 5,97%. No entanto, após o sucesso inicial do RMI como diretriz de política monetária no Brasil, nota-se que a partir de 2001 a inflação efetiva superou o teto da meta por três anos consecutivos: 7,67% (6%), em 2001; 5,97% (5,5%) em 2002; e 7,67% (6,5%), em 2003. É possível entender a justificativa oficial do BCB para o descumprimento da meta nestes anos na leitura da Carta Aberta ao Ministro da Fazenda.

Em 16 de janeiro de 2002, por meio da Carta Aberta, o BCB justificou o rompimento da meta em 2001 devido à ocorrência de choques externos e internos no país. Entre os primeiros, a Autoridade Monetária destacou a forte desvalorização cambial decorrente da crise argentina e do ataque terrorista nos Estados Unidos. Entre os últimos, o BCB destacou o forte crescimento dos preços administrados, sobretudo as tarifas de energia elétrica (BCB, 2002, § 3-4). Já em 2002, o BCB afirmou que as causas do descumprimento da meta foram “uma conjugação perversa de uma severa crise de confiança na evolução da economia brasileira e um forte aumento da aversão ao risco nos mercados internacionais” (BCB, 2003a, § 3). Por fim, na carta aberta de 19 de fevereiro de 2004, a Autoridade Monetária atribuiu o descumprimento da meta de 2003 à inércia inflacionária do ano anterior. Para o BCB, a forte aceleração inflacionária de 2002 contaminou desfavoravelmente o índice de preços nos primeiros meses de 2003, o que implicou no descumprimento da meta de inflação (BCB, 2004, § 3).

Tabela 1 – Histórica das metas de inflação no Brasil – 1999-2008

Ano	Intervalo da meta (% a.a.)	meta central (% a.a.)	IPCA efetivo (% a.a.)	Cumprimento
1999	6-10	8,00	8,94	cumpriu
2000	4-8	6,00	5,97	cumpriu
2001	2-6	4,00	7,67	não cumpriu
2002	1,5-5,5	3,50	12,53	não cumpriu
2003*	1,5-6,5	4,00	9,30	não cumpriu
2004*	3-8	5,50	7,60	cumpriu
2005	2-7	4,50	5,69	cumpriu
2006	2,5-6,5	4,50	3,14	cumpriu
2007	2,5-6,5	4,50	4,46	cumpriu

Fonte: BCB (2011a). Elaboração própria.

* Metas foram alteradas pela carta aberta de 21/01/2003.

É importante observar que entre 1999 e 2003 o BCB alterou diversas vezes as regras do recolhimento de encaixes de recursos compulsórios. Enquanto que na fase inicial do RMI no Brasil a atividade econômica estava desacelerada e a inflação próxima à meta, o BCB reduziu a alíquota da exigibilidade de recolhimento sobre recursos à vista de 75%, em março de 1999, para 45% em junho do ano seguinte. A partir junho de 2002, o BC brasileiro passou a elevar a exigibilidade do recolhimento de depósitos compulsórios, tanto na forma de aumento de alíquotas, quanto na criação de novos recolhimentos, tal como a exigibilidade adicional sobre recursos à vista, a prazo e de poupança. Segundo o BCB (2003b, p. 55-56), as alterações nas alíquotas dos recursos compulsórios foram utilizadas como um reforço acional na política monetária em uma conjuntura de excesso de liquidez a qual estaria sendo gerada por dois fatores: os resgates líquidos de títulos federais e a rolagem da dívida cambial por meio de *swaps* cambiais sem vínculo com títulos públicos federais. Dessa forma, é possível afirmar que o recolhimento de depósitos compulsórios foi utilizado pela Autoridade Monetária como instrumento complementar à política de juros entre 2002 e 2003.

Após 2003 a inflação permaneceu sistematicamente dentro dos limites estabelecidos pelo CMN. Destaca-se que em 2006, após 7 anos da introdução do RMI no país, a inflação ficou abaixo da meta central, 3,14%. Pela tabela 1, fica evidente que entre 1999 e 2007 o IPCA efetivo ficou acima do valor central da meta em 6 oportunidades, enquanto que ficou abaixo da meta nos outros 3 anos. Portanto, a tendência da taxa de inflação no Brasil é ficar acima do valor da meta, o que parece justificar o uso de banda de variação relativamente grande. Sendo assim, é possível afirmar que, embora a taxa de inflação oficial ficasse na maior parte do tempo acima do valor central da meta, a partir de 2004 o RMI no Brasil iniciou um processo de amadurecimento. Na visão do BCB, o RMI foi se aperfeiçoando durante este período à medida que desde então, quando se evidenciavam riscos ao cumprimento da meta, a Autoridade Monetária aumentava a taxa Selic em menor proporção e durante um período de tempo menor:

[...], o processo de amadurecimento do regime de metas se encontra em estágio avançado, e isso se reflete favoravelmente na dinâmica da taxa de juros neutra e na potência da política monetária. Evidências a esse

respeito são oferecidas, entre outros, pelo cumprimento das metas para a inflação nos últimos seis anos, ao mesmo tempo em que as taxas reais de juros recuaram. [...]. Em outra perspectiva, alguns desses desenvolvimentos, [...], também sugerem que o poder da política monetária no Brasil vem aumentando ao longo dos últimos anos. [...]. O Comitê também pondera que há evidências de que a tração da política monetária aumentou no passado recente e, comparativamente ao que se observava há alguns anos, atualmente pressões inflacionárias são contidas com mais eficiência por meio de ações de política monetária. (COPOM, 2010, § 22).

De fato, as evidências nos ciclos de alta da taxa Selic parecem reforçar o argumento de que a potência da política monetária no RMI no Brasil aumentou entre 2004 e 2007. O gráfico 1 mostra a evolução das decisões do Comitê de Política Monetária do BCB em relação à taxa Selic entre 1999 e 2007. Por ele fica claro que os ajustes na taxa de juros passaram a ser mais graduais depois de 2004. Entre janeiro e abril de 1999 a Selic foi aumentada em 14,5 p.p., e entre outubro de 2002 a fevereiro de 2003 ela foi aumentada em 8,5 p.p. Já no ciclo de alta entre março de 2004 a junho de 2005 a Selic foi reajustada em apenas 3,5 p.p. Portanto, observa-se que no período recente a necessidade de ajustar a taxa Selic ficou menor e mais distribuída ao longo do tempo. Nos períodos iniciais do RMI, a ocorrência de choques exógenos e a pequena credibilidade do novo regime exigiram que a Autoridade Monetária alterasse abruptamente e em um curto intervalo de tempo a taxa de juros.

Assim, para Rodrigues e Leme (2009, p. 19) e para Balbino, Colla e Teles (2010, p. 41-43) o RMI amadureceu no país à medida que a política monetária ganhou credibilidade. Segundo os autores, os fortes aumentos na taxa de juros, até mesmo superior aquele que seria necessário, foram à forma pela qual a política obteve credibilidade.

Neste sentido, Bevilaqua²¹, Mesquita e Minella (2007) afirmaram que o BCB se esforçou para domar as expectativas inflacionárias dos agentes durante o processo de amadurecimento do RMI no Brasil. Segundo os autores, houve, em alguns instantes, dúvidas do mercado em relação à eficácia da política monetária de metas inflacionárias, de maneira que se exigiu um aumento de esforço do BCB para domar as expectativas

²¹ Este trabalho para discussão foi publicado em janeiro de 2007, dois meses antes do diretor de Política Econômica do BCB, Afonso Bevilaqua deixar a diretoria da instituição.

de inflação e conduzir a inflação para meta. Este aumento de esforço da política pode ser entendido como uma política de choque, em que os custos da política antiinflacionária em termos da queda produto seriam recompensados pelo ganho de credibilidade (BEVILAQUA; MESQUITA; MINELLA, 2007, p. 6-21). Fica claro, portanto, que para os diretores do BCB as políticas monetárias fortemente restritivas trariam credibilidade e ancorariam as expectativas inflacionárias, mesmo que houvesse sacrifício em termos do crescimento e do emprego. Logo, as falas dos próprios membros do BCB sugerem que o RMI no país se aproxima mais do *strict* do que do *flexible inflation targeting*, conforme discussão do capítulo 1.

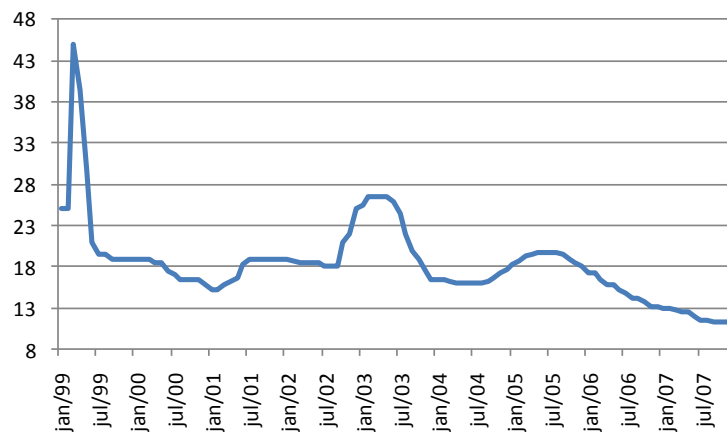


Gráfico 1 - Histórico das decisões do Copom em relação à taxa Selic – 1999-2007

Fonte: BCB (2011a). Elaboração própria.

Assim sendo, pode-se afirmar que RMI no Brasil obteve sucesso no que se refere ao controle da inflação. Após o período conturbado no qual os choques externos e internos e a falta de confiança no novo regime implicaram no não cumprimento das metas em 2001, 2002 e 2003, a partir de 2004 a inflação se manteve nos limites toleráveis pela meta de inflação. Além disso, a taxa Selic obteve uma queda expressiva entre 2003 e 2007: a taxa-meta nominal passou de 26,5%, em maio de 2003 para 11,25%, em dezembro de 2007, uma redução de 15,25 p.p. (gráfico 1). Por sua vez, a taxa de juros real se reduziu pelo critério *ex ante*²², porém em menor intensidade: passou de 7,7% em maio de 2003 para 6,4% em dezembro de 2007. Entretanto, não

²² Pelo critério *ex ante*, a taxa de juros real é obtida pela diferença entre a taxa de juros nominal e a inflação passada. Para o cálculo dos dados citados foi considerado a taxa Selic efetiva e o IPCA acumulado e 12 meses.

obstante a significativa redução da taxa Selic nominal no período, o Brasil está entre os países que possuem as mais altas taxas reais de juros no mundo desde 1994 com o Plano Real.

Portanto, embora haja problemas macroeconômicos significativos, tais como juros reais altos, crescimento do PIB baixo (3,18% na média de 1999 a 2007), dívida pública com perfil ruim (curto prazo, e apenas um terço é prefixada), câmbio real apreciado, a inflação alta e crônica deixou de ser o principal problema brasileiro. É inegável que implantação e evolução RMI no país contribuiu para criar um ambiente inflacionário benigno, apesar dos problemas existentes e dos aperfeiçoamentos possíveis para o regime²³.

2.2 O Brasil antes da crise: crescimento econômico, *boom* das *commodities* e inflação (jan-ago/2008)

Com a retomada da economia norte-americana após a crise na bolsa de *Nasdaq* em 2000 e o ataque terrorista às torres gêmeas do *World Trade Center* em 2001, a economia mundial passou pelo maior ciclo de expansão desde a década de 1970. Entre 2004 e 2007 o PIB mundial cresceu a uma taxa média superior a 4%, sobretudo pelo efeito dinamizador gerado pela expansão da Ásia em desenvolvimento. Assim, em 2007, a conjuntura econômica para os mercados emergentes, com destaque para o Brasil, era muito benigna. Mesmo após os primeiros sinais da crise financeira com as perdas de *hedges funds* associados às hipotecas *subprime*, até meados de 2008 não tinha havido qualquer impacto sobre os fluxos de capitais privados para os mercados emergentes. Pelo contrário, segundo os dados do BIS (2008b, p. 40; 95-96), observa-se o aumento do fluxo de capitais em 2007 em todos os blocos de países emergentes, na

23 Diversos trabalhos na literatura discutem os possíveis aperfeiçoamentos do regime de metas no Brasil. Entre eles pode-se destacar: Oreiro et al (2009), Squeff, Oreiro e Paula (2009), Ferreira e Petrassi (2002), Fraga Neto (2011) e Giambiagi, Mathias e Velho (2006).

ordem de 2 p.p. na Ásia (3,25% do PIB), 2,75 p.p. na América Latina (2,9% do PIB) e 0,75 p.p. no Leste Europeu (9% do PIB).

No Brasil, os dados da atividade econômica mostravam um claro processo de expansão do produto. Segundo dados do IBGE (2011), o PIB do país cresceu 6,1%, em 2007 e mostrou aceleração em 2008 com crescimento que atingiu 7,1% no terceiro trimestre ante o mesmo período do ano anterior. O bom desempenho do PIB nestes anos refletiu o dinamismo da demanda interna, em especial o consumo das famílias e a Formação Bruta de Capital Físico (FBCF), que cresceram respectivamente 7,7% e 19,2% no terceiro trimestre de 2008 em relação a 2007, conforme a tabela 2. Observa-se que para Carneiro (2010, p. 10) o consumo foi o fator primário e indutor do investimento, e logo do produto. Para o autor, o aumento do consumo no período pode ser explicado por dois fatores, por um lado pela melhora da distribuição de renda associada aos programas de transferência de renda, aumento do salário mínimo e melhora do mercado de trabalho, e por outro, pela expansão do crédito, com destaque para o consignado.

Tabela 2 – Taxa de variação do PIB em relação ao mesmo trimestre do ano anterior

Ano/tri	PIB - preços de mercado	Consumo das Famílias	FBCF
2007 1T	5,1%	6,2%	9,1%
2007 2T	6,4%	6,0%	14,0%
2007 3T	6,1%	5,6%	15,9%
2007 4T	6,7%	6,6%	16,1%
2008 1T	6,4%	6,0%	15,8%
2008 2T	6,5%	6,5%	17,1%
2008 3T	7,1%	7,7%	19,2%

Fonte: IBGE (2011a). Elaboração própria.

No tocante à taxa de desemprego, o bom momento da economia a conduziu para uma trajetória de queda persistente para os níveis mais baixos da década. Desde 2006, a taxa de desemprego aberto ficou sistematicamente abaixo daquela observada no mesmo período do ano anterior (gráfico 2). Este movimento se tornou mais claro em 2008, quando a taxa de desemprego alcançou 7,6% em agosto, o menor patamar para o mês na década de 2000. No que se refere aos empregos formais, dados do Ministério do Trabalho e Emprego (2011) indicam que em 2007 e 2008 houve forte expansão da

geração de postos de trabalho. Em 2007 foram geradas 1,62 milhão de postos de trabalho líquidos (demissões menos desligamentos), o melhor resultado da série histórica. Já em 2008, até agosto criou-se 1,8 milhão postos de trabalhos, isto é, superior a todo o ano anterior.

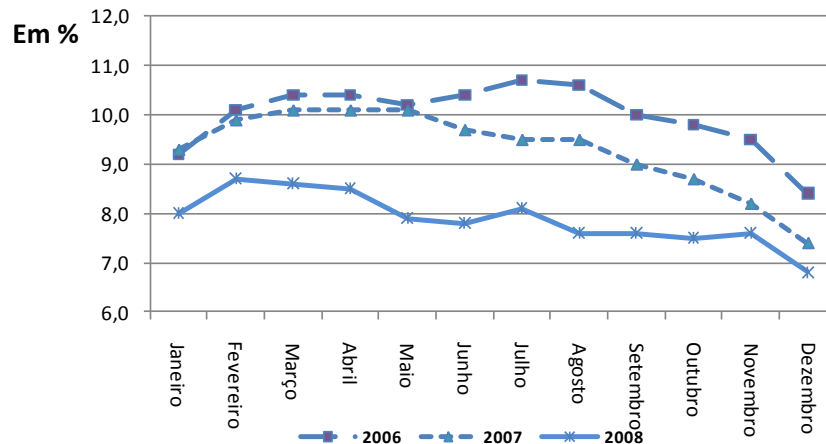


Gráfico 2 – Taxa de desemprego aberto na semana de referência - Brasil

Fonte: IBGE (2011). Elaboração própria.

Todo este clima de otimismo com o ciclo ascendente da atividade econômica se transbordou para a menor percepção de risco dos ativos brasileiros. O risco Brasil EMBI⁺, medido pelo *JP Morgan*, que já estava em patamares baixos desde 2007, iniciou um novo processo de queda após março de 2008, até atingir 176 pontos-base em 04 de junho deste ano. Reforçando este movimento, em 30 de abril de 2008 a agência de *rating Standard and Poor's* subiu a nota da dívida externa brasileira de longo prazo de BB+ para BBB-, o que na prática significou a concessão de *investment grade* para títulos soberanos domésticos. Além disso, entre junho de 2007 a julho de 2008 o Índice Bovespa (Ibovespa) valorizou-se 20%. Mesquita e Torós (2010, p. 5)²⁴ ressaltaram que a valorização do Ibovespa em dólares no período foi ainda maior, 44%.

No entanto, os fundamentos da economia brasileira associados ao *boom* econômico (expansão do produto, queda do desemprego, valorização de ativos), aliado a política monetária dos países desenvolvidos trouxeram duas implicações. Por um

²⁴ É importante observar que os autores Mario Mesquita e Mario Torós eram diretores de Política Econômica e Política Monetária do BCB, respectivamente, no período do objeto deste trabalho.

lado, as transações correntes se deterioraram de um superávit de 0,11% do PIB, em 2007 para um déficit de 1,72% do PIB, em 2008. Contribuíram para o isso o declínio do saldo da balança comercial de US\$ 40 para US\$ 25 bilhões entre 2007 e 2008, e o aumento do déficit do balanço de rendas e serviços, de US\$ 16 para US\$ 20 bilhões, o qual foi fortemente influenciado pelo acréscimo de remessa de lucros e dividendos e pagamentos de juros. Entre os fatores explicativos da reversão do saldo da conta corrente no período, se destacam a apreciação cambial (dólar atingiu R\$ 1,56 reais em 2008) e o crescimento da demanda interna que impulsionou as importações.

Por outro lado, houve aceleração da inflação (medida pelo IPCA) acumulada em 12 meses que se inicia no final de 2007 e se intensifica em 2008 até alcançar o pico de 6,41% em outubro, conforme mostra o gráfico 3. Observa-se que os preços livres deram a maior contribuição para aumento da inflação, alcançando 8,03% em julho de 2008. No interior dos preços livres, os preços não-comercializáveis, sobretudo os serviços, foram aqueles que mais cresceram no período, alcançando 8,63% em julho, embora os preços comercializáveis também estivessem aquecidos, mas em menor intensidade, 7,40% em julho. No que diz respeito a estes últimos destaca-se o aumento exponencial do índice de *commodities*, que atingiram a maior cotação nominal da série histórica em junho de 2008, e do aumento do preço do petróleo, conforme indica a cotação do *Brent* que atingiu US\$ 143,05 em julho de 2008.

Por sua vez, os preços monitorados e administrados por contratos contribuíam negativamente para a aceleração inflacionária, com acúmulo de 2,83% nos 12 meses encerrados em julho. No Brasil, os preços monitorados apresentam uma dupla característica: são reajustados em intervalos de tempo mais longos quando comparados com os preços livres, pois dependem de autorização governamental ou de algum órgão responsável; dependem da inflação passada, pois boa parte dos preços monitorados possui cláusulas de indexação. Assim, o comportamento benigno dos preços administrados e monitorados por contrato até agosto de 2008 pode ser explicado tanto pela sua rigidez de ajuste, quanto pela baixa expansão da inflação no ano anterior. Em suma, no período foi observado aumento da inflação cheia, com destaque para o comportamento dos preços livres, tanto não-comercializáveis quanto

os comercializáveis. Já os preços monitorados e administrados por contrato cresceram menos e ajudaram a “segurar” a inflação no período.

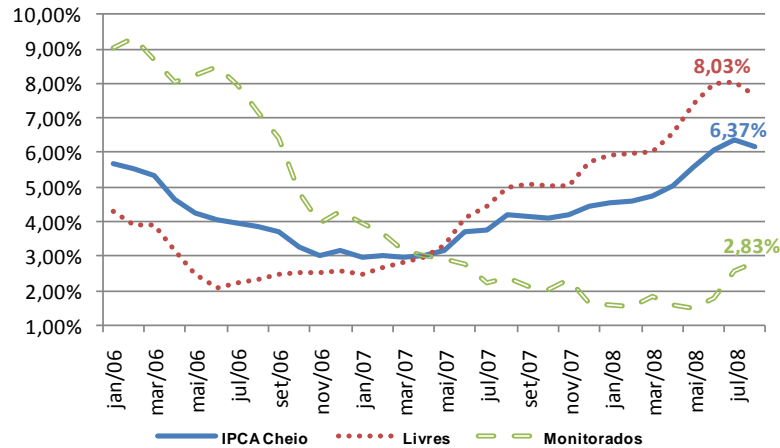


Gráfico 3 – Inflação acumulada em 12 meses – IPCA – jan/07-ago/08

Fonte: BCB (2011a). Elaboração própria.

O gráfico 4 mostra o processo de aceleração inflacionária no país em 2008. Até dezembro de 2007 o IPCA acumulava alta de 4,46% em 12 meses, praticamente no centro da meta de inflação fixada em 4,5%. No entanto, a partir de janeiro de 2008 observou-se um aumento das taxas mensais médias da inflação, as quais contribuíram para aceleração do IPCA anualizado próximo ao limite superior da meta de 6,5%. Conforme foi dito anteriormente, a deterioração do quadro inflacionário no período pode ser explicada pelo comportamento dos preços livres, com destaque para os serviços e as *commodities*.

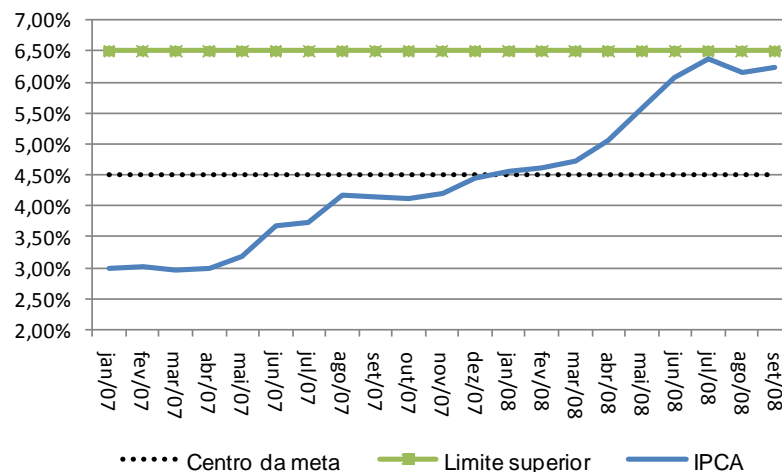


Gráfico 4 – IPCA acumulado em 12 meses e metas para inflação– jan/07-set/08

Fonte: BCB (2011a). Elaboração própria.

Neste ambiente de aceleração no nível de preços, o risco de a inflação atingir o teto superior da meta aumentou significativamente. Dessa forma, o Copom passou a ajustar a taxa Selic como forma de trazer a inflação para a trajetória de metas. Inicialmente, o Copom interrompeu a diminuição da taxa de juros em outubro de 2007, deixando-a estável em 11,25% a.a. até março do ano seguinte. Em abril de 2008 a Autoridade Monetária retomou o ajuste na taxa Selic, aumentando-a 50 pontos-base para 11,75% a.a.

O Copom deu continuidade no processo de ajuste da política monetária nas três reuniões seguintes até a Selic atingir 13,75% a.a. em setembro. Apresentou-se a justificativa de descompasso persistente entre a expansão da demanda e da oferta doméstica, isto é, o diagnóstico do BCB era que, em 2008, o componente de demanda, e não o choque de oferta, explicava o comportamento da inflação no Brasil. Segundo o grupo de conjuntura do FUNDAP (2009, p. 4), com a leitura das atas do Copom é possível entender melhor o diagnóstico da inflação pelo BCB. Para o BC havia riscos inflacionários oriundos de fontes internas e fontes externas. Entre as primeiras estariam o aquecimento da economia, a baixa capacidade ociosa e o aumento do crédito, ao passo que entre as últimas estariam a volatilidade dos preços das *commodities* e a provável desvalorização do real associada à aversão ao risco por ativos domésticos decorrente da desaceleração das economias desenvolvidas (FUNDAP, 2009, p. 4).

A interrupção do aumento da taxa Selic em outubro ocorreu num contexto de grande incerteza nos mercados financeiros internacionais após a quebra do banco de investimento norte-americano *Lehman Brothers*. A partir deste período, a preocupação das Autoridades Monetárias em todo o mundo, assim como no Brasil, foi com o possível efeito contágio que a escassez de liquidez teria sobre a liquidez e solvência de instituições financeiras bem como sobre a oferta de crédito para empresas e famílias. Depois deste evento a crise financeira se tornou sistêmica. É disto que trata a próxima seção.

2.3 Intensificação da Crise financeira internacional: Marolinha ou Tsunami? Set-dez/2008

No período que segue ao anúncio da quebra do banco de investimento norte-americano *Lehman Brothers* em 15 de setembro de 2008, os mercados financeiros entraram em pânico e os mercados de crédito e interbancário se paralisaram. A partir deste momento a crise deixou de ser localiza e se tornou sistêmica. Diversos BCs passaram a atuar com fortes estímulos monetários. No Brasil, o estresse dos mercados financeiros internacionais foi transmitido por meio de alguns canais, entre os quais; redução da demanda externa por produtos brasileiros, interrupção das linhas de financiamentos externos, depreciação cambial e crise de confiança que resultou na fuga para liquidez por parte dos bancos (BCB, 2008, p. 133; MESQUITA; TORÓS, 2010, p. 8).

Os efeitos da crise financeira sobre o país tornaram-se evidentes quando os indicadores macroeconômicos referentes à atividade econômica foram divulgados. O PIB desacelerou fortemente entre o terceiro e quarto trimestre de 2008, de uma taxa de 7,1% para, apenas, 0,8%, com destaque para a queda de - 6,2% nas exportações e, setorialmente, de - 2,8% na indústria. O aumento do consumo das famílias e a FBCF passaram, respectivamente, de 7,7% para 2,6% e de 19,2% para 2,8% no quarto trimestre. Destaca-se, também, a forte queda na produção industrial nos últimos meses de 2008, o que refletiu a alta sensibilidade da indústria com à queda das exportações e com à diminuição da demanda interna, conforme o gráfico 5 mostra. A queda da produção de bens de capitais, em especial, foi expressiva, atingindo - 26,2% em dezembro na comparação com novembro, além das quedas de 17% e 16,3% nos bens intermediários e bens de consumo, respectivamente, na mesma base de comparação (IBGE, 2011).

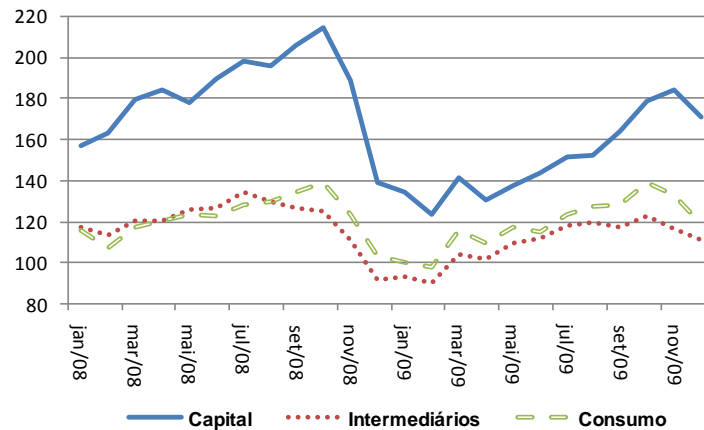


Gráfico 5 – Produção industrial por categoria de uso – Brasil – 2008-2009
 Fonte: BCB (2011a). Elaboração própria

Do ponto de vista dos indicadores financeiros e cambiais, a crise teve efeitos consideráveis. Inicialmente houve uma forte desvalorização cambial no país no último trimestre de 2008. A depreciação cambial em termos nominais foi de 60,5% entre 1 de agosto (R\$ 1,5593/US\$ 1) e 5 de dezembro (R\$ 2,5004/US\$ 1), quando se observam as cotações mínima e máxima em 2008. Em termos da taxa de câmbio real efetiva²⁵, Holland e Mori (2010, p. 18) destacam que o real se depreciou 18,98% entre agosto e dezembro de 2008. Os problemas decorrentes da escassez em dólar foram sentidos principalmente por empresas exportadoras, sendo sintomática a redução de 30% do volume de desembolsos de Adiantamento de Contratos de Câmbio (ACCs) entre outubro e dezembro, conforme analisaram Mesquita e Torós (2010, p. 7).

Mesquita e Torós (2010, p. 7), diretores do BCB no período, entendem a desvalorização cambial do ponto de vista comercial. Para eles, a desvalorização associada à escassez de liquidez em dólares no mercado decorreu da redução dos preços das *commodities*, que levaram a uma piora dos termos de trocas. Já para Oreiro e Araújo (2009, p. 7), a desvalorização do Real resultou da ampliação da demanda de residentes para honrar compromissos em dólares, e não por uma fuga de capitais generalizada pelos não residentes. Para os autores, entre os motivos para o aumento da demanda por dólares destacaram-se as perdas financeiras de empresas

²⁵ Taxa de câmbio real efetiva calculada pelo BIS.

exportadoras nacionais com exposição a derivativos cambiais²⁶. Pelos dados dos fluxos do câmbio contratado (comercial + financeiro), em setembro de 2008 houve entrada líquida de capitais na ordem de R\$ 2,8 bilhões (R\$ 7 bilhões de fluxo comercial e - R\$ 4,2 bilhões de fluxo financeiro), e uma desvalorização do câmbio nominal de 17%. Assim, a combinação de entrada líquida de capitais e desvalorização cambial no mês de setembro parece reforçar a argumentação de Oreiro e Araújo (2009, p. 7), segundo os quais a valorização do dólar resultou da ampliação da demanda de residentes.

Já no mercado financeiro houve aperto da liquidez em moeda doméstica conforme indicou a redução do índice de liquidez, para menos de 1,40, das instituições financeiras brasileiras em meados de outubro, conforme o gráfico 6 (BCBb, 2010). Quanto menor este indicador, que mostra a relação entre ativos líquidos e a necessidade de liquidez estimada em situações de crises, aumenta a exposição das instituições financeiras ao risco de iliquidez. Portanto, a preferência pela liquidez dos bancos, caracterizada pela ampliação da demanda por títulos do mercado monetário, implicou na diminuição e na maior seletividade dos empréstimos para famílias e empresas, bem como na redução do financiamento dos bancos pequenos e médios no mercado interbancário.

Por um lado, o comportamento prudencial dos bancos poderia torná-los mais seletivos na oferta de crédito para empresas e famílias, assim como deixá-lo mais caro. Os dados de *spread* e taxas de juros no Brasil parecem que reforçaram este fato. Foi possível observar que as taxas de juros médias de operações com recursos livres intensificaram o ritmo de aumento, passando de 40,37% a.a., em setembro para 44,05% a.a., em dezembro de 2008, ao passo que o *spread* cobrado pelos recursos livres aumentou de 26,38 p.p. para 30,71 p.p. no mesmo período. Portanto, é razoável afirmar que a redução do índice de liquidez das instituições financeiras nacionais contribuiu em alguma medida para a restrição observada na oferta das linhas de créditos ao consumidor, capital de giro e exportações.

²⁶ Com a apreciação persistente da moeda brasileira em 2008, grandes empresas exportadoras recorreram a determinados derivativos para minimizar as perdas da receita cambial. As perdas ocorrem, pois estas empresas não se limitaram a fazer *hedge* e passaram a fazer uma dupla aposta na continuidade da valorização do Real. Para maiores detalhes ver Oreiro e Araújo (2009, p. 6).



Gráfico 6 – Índice de liquidez – Média móvel de 5 dias.

Fonte: BCB (2010b). Elaboração própria

Por outro lado, os problemas de liquidez no sistema financeiro pioraram as condições de fechamento das posições dos bancos no interbancário. Com a intensificação da crise, os grandes bancos privados, que são os credores do interbancário, interromperam o financiamento para os bancos pequenos e médios, que historicamente dependem do interbancário para cobertura das posições diárias. Neste sentido, ficou caracterizada uma situação de empoçamento de liquidez, na qual os grandes bancos preferiram manter recursos líquidos em caixa ao invés repassá-los para as instituições menores²⁷.

A crise também atingiu o Brasil pela interrupção abrupta do financiamento externo, a qual implicou na forte restrição de liquidez no mercado cambial. O quadro de restrição de liquidez no mercado cambial se intensificou pela maior procura de residentes por dólares para honrar compromissos assumidos na moeda estrangeira. A dificuldade dos bancos se financiarem externamente aliada aos prejuízos de empresas exportadoras com os derivativos cambiais contribuíram para piorar a liquidez no mercado interbancário doméstico e, conseqüentemente, reduzirem a disposição das instituições financeiras em oferecerem crédito. Dessa forma, a perda de dinamismo do

²⁷ Pode-se observar que no período do crescimento acelerado do crédito (2003-2007), as instituições pequenas tiveram uma importante contribuição em nichos de mercado, como, por exemplo, o crédito consignado e o financiamento de veículos usados. Quando a crise de liquidez atingiu estas instituições, a disponibilidade de crédito nestes mercados foi praticamente interrompida (OLIVEIRA, 2009, p. 8).

mercado de crédito no país exerceu impacto contracionista sobre a atividade econômica, sobretudo na indústria e nas decisões do investimento dos empresários.

2.4 As medidas do Ministério da Fazenda na crise e atuação dos bancos públicos

Após a intensificação da crise financeira em setembro de 2008, o governo brasileiro, na figura do Ministério da Fazenda, tomou diversas medidas anticíclicas para minimizar os impactos do contágio da crise internacional sobre a economia doméstica. Entre as diversas medidas adotadas pela Fazenda, aquelas responsáveis por aumentar a liquidez das instituições financeiras e sustentarem o crescimento do crédito ganharam destaque. Neste sentido, os três bancos públicos federais, Caixa Econômica Federal (CEF), Banco do Brasil (BB) e Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) foram atores com participação central e decisiva na estratégia do governo no enfrentamento da crise. Assim sendo, esta seção tem por objetivo descrever²⁸ as principais medidas de impacto monetário do Ministério da Fazenda realizado por meio dos bancos públicos.

Quando a crise de confiança atingiu o Brasil, a resposta natural do setor bancário foi reduzir a oferta de crédito para empresas e famílias. Nestes períodos em que a incerteza prevaleceu, os bancos fizeram a fuga para segurança e substituíram os empréstimos pelos títulos do mercado monetário, em um comportamento característico de preferência pela liquidez. Este comportamento de redução da disposição dos bancos ofertarem crédito, embora fosse racional, contribuiu para diminuir o nível do produto, do investimento e do emprego doméstico. Neste sentido, o governo brasileiro deu incentivos para que o sistema bancário público atuasse no sentido contrário do setor privado e ampliasse as operações de crédito para setores prioritários, conforme destacou o ministro Guido Mantega em entrevista concedida à Folha de São Paulo:

²⁸ Para uma análise mais específica da atuação dos bancos públicos na crise, ver Oliveira (2009).

Se, por exemplo, diminuir a liquidez de algum banco privado, os bancos públicos aumentam a liquidez. [...]. O BNDES e a Caixa Econômica, que são bancos totalmente de controle estatal, estão instruídos para liberar mais crédito, [...]. Não dou instrução para o Banco do Brasil [banco misto com acionistas privados], mas sei que ele não está fazendo nenhuma restrição de liquidez. (FOLHA DE SÃO PAULO, 2008).

Dessa forma, o quadro 2 sintetiza as principais medidas do Ministério da Fazenda na crise. A primeira e mais importante medida do Ministério da Fazenda envolvendo os bancos públicos foi anunciada em 21 de outubro de 2008 por meio da Medida Provisória (MP) n. 443. A MP autorizou o BB e a CEF constituírem subsidiárias e adquirirem diretamente ou por meio dessas subsidiárias, participação em instituições financeiras públicas ou privadas. Dispensou, ainda, a realização de licitação para vendas de participações acionárias de instituições financeiras públicas para a CEF e para o BB. Na prática, a Fazenda criou fortes incentivos para que a CEF e o BB comprassem instituições com problemas de liquidez, e dessa forma, expandissem seus ativos e patrimônios líquidos.

Por outro lado, as medidas da Fazenda procuravam recompor o crédito para setores prioritários. Neste sentido, algumas medidas importantes foram anunciadas: no dia 6 de novembro de 2008 o Ministério da Fazenda disse que o BB e o BNDES disponibilizariam R\$ 19 bilhões em crédito para o capital de giro para micro e pequenas empresas, exportações e crédito ao consumidor; no dia 11 foi anunciado o aumento do limite que a CEF poderia disponibilizar para financiamento de materiais de construção; no dia seguinte a CEF liberou R\$ 2 bilhões para financiar bens duráveis e materiais de construção.

Data	Medida
21/10/2008	Autoriza o BB e a CEF constituírem subsidiárias e adquirirem participação em instituições financeiras.
6/11/2008	Disponibilização de R\$ 19 bilhões via BNDES e BB em linhas de crédito para capital de giro, exportações e crédito ao consumidor.
11/11/2008	A CEF ampliou o limite para financiamento de materiais de construção, de R\$ 7 mil para R\$ 25 mil.
11/12/2008	Pacote de isenção fiscal: 2 novas faixas do imposto de renda (7,5% e 22,5%), corte no IPI de veículos e redução para 1,5% a.a do IOF para operações de crédito de PF
12/11/2008	Caixa liberou R\$ 2 bilhões para financiar bens duráveis e materiais de construção
1/12/2008	BNDES cria um nova linha de capital de giro para empresas brasileiras de até R\$ 6 bilhões.
22/1/2009	Tesouro disponibiliza R\$ 100 bilhões para o BNDES. Os recursos devem priorizar o setor energético, bens de capital, infra-estrutura, investimentos do PAC e da Petrobras.
30/3/2009	Governo prorroga o prazo de isenção de IPI no setor automotivo condicionado à manutenção de empregos. Estende o benefício para para motocicletas e materiais de construção
15/4/2009	Projeto de lei de diretrizes orçamentárias reduz a meta do superávit primário do governo federal para 1,4% do PIB
17/4/2009	Governo amplia a lista de materiais de construção que terão isenção de IPI. Instituído a redução do IPI para linha branca
29/6/2009	Prorrogação do IPI reduzido para veículos, caminhões, eletrodomésticos e materiais de construção; Desoneração de 70 itens do setor de máquinas e equipamentos; Redução da TJLP de 6,25% para 6% a.a.

Quadro 2 – Principais medidas do Ministério da Fazenda na crise
Elaboração própria.

Assim, segundo Mendonça e Deos (2010, p. 65), a atuação do BB ocorreu tanto no atendimento de famílias e de empresas ligadas as exportações e a agricultura, quanto na aquisição de instituições financeiras²⁹. Por sua vez, a CEF ampliou a liberação de financiamentos habitacionais, assim como reduziu os juros dessas

²⁹ As principais aquisições do BB no período foram o banco Nossa Caixa e o controle do Banco Votorantim.

operações. Dessa forma, observa-se claramente que as medidas do governo procuram recompor o crédito para as exportações, construção civil, micro e pequenas empresas e para os bens de consumo duráveis, em especial os eletrodomésticos.

No âmbito do BNDES, a medida mais importante foi anunciada no dia 22 de janeiro de 2009 pelo Ministro Mantega: o Tesouro Nacional iria injetar R\$ 100 bilhões no caixa do banco em 2009 e 2010. Este significativo acréscimo no capital do banco deveria ser alocado no financiamento de investimentos de setores que gerem empregos, tais como: energia, infra-estrutura, bens de capital e obras do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC). Como resultado deste aporte de capital, os desembolsos do banco cresceram 50% em 2009 para R\$136,4 bilhões. Além de atuar como importante agente emprestador na crise, o BNDES cumpriu outra função, que passou despercebida na época: a de coordenador de instituições financeiras na solução dos problemas relacionados com as perdas de empresas com derivativos cambiais. Em uma entrevista reveladora o presidente do BNDES, Luciano Coutinho, foi explícito:

[...] busquei articular o BNDES com a banca privada, para evitar que ela entregasse à própria sorte empresas que ficaram seriamente avariadas com perdas de derivativos de câmbio. Naquele momento, era indispensável essa coordenação para evitar que um jogo individualista por parte dos bancos resultasse em uma deterioração geral da carteira de todos. Uma parte do problema decorria do fato de que o banco que tinha uma fatia pequena dos créditos de uma determinada empresa, ficava tentado a tirar sua parte, a resgatá-la. [...]. Se todos os bancos que tivessem fatias pequenas buscassem sair ia ser um problema grave. Daí a idéia de o BNDES coordenar, para que os bancos atuassem conjuntamente. Alguns bancos pequenos premidos por falta de *funding* no interbancário tiveram que pular fora, e foi necessário suprir o espaço deles, coordenadamente. [...]. Esse processo afetou seriamente cerca de 200 empresas, sendo umas 60 a 70 em estado dramático no último trimestre de 2008. A solução para isso consumiu todo o ano de 2009. Foi um longo trabalho de reestruturação, em que tecemos uma cooperação não visível com o mercado de crédito. Ou seja, houve uma função qualitativa na nossa atuação em 2009. Em alguns casos o BNDES não precisou aportar recursos, mas foi essencial como coordenador das soluções. (ISMAEL et al, 2011, p. 413).

Mesmo não sendo objeto deste trabalho, observa-se que o Ministério da Fazenda editou diversas medidas de cunho fiscal durante a crise (quadro 2). Entre

essas, pode-se destacar o corte do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) incidente sobre veículos, eletrodomésticos e materiais de construção, a criação de novas faixas do Imposto de Renda e a diminuição do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) de diversas modalidades. Por outro lado, o Ministério do Planejamento enviou ao Congresso Nacional o projeto da lei de diretrizes orçamentárias na qual reduziu a meta para o superávit primário do governo federal para 2009, de 2,15% para 1,4% do PIB.

Assim sendo, as medidas da Fazenda relacionadas à atuação dos bancos públicos federais na crise trouxeram pelo menos duas conseqüências: 1) mesmo com crise, o volume total de crédito no Brasil cresceu em 2008 e em 2009; 2) os bancos públicos apresentaram crescimento expressivo e superaram os bancos privados nacionais em volume de empréstimos. Em relação ao volume de crédito, os dados do BCB (2011a) revelam que, mesmo com a crise, as instituições financeiras domésticas mantiveram as taxas positivas de crescimento. Em 2008 o crédito total em termos nominais cresceu 31,1% (de 35,2% para 40,5% do PIB), e em 2009 cresceu 15,2% (de 40,5% para 44,4% do PIB). No entanto, quando se desagregam os dados, observa-se que o crescimento do crédito total foi sustentado pelas instituições financeiras públicas e pelo seguimento do crédito direcionado. Em 2009, enquanto que o crédito total cresceu 15,2% em termos nominais, o volume de crédito do setor privado cresceu 5,7%, ligeiramente acima da inflação, enquanto que o volume de crédito dos bancos públicos cresceu expressivos 32,1%. Da mesma forma, os recursos direcionados cresceram 29,1%, contra 9,6% dos recursos livres.

Por outro lado, os bancos públicos superaram os bancos privados nacionais no volume de crédito ofertado. De acordo com a tabela 3, os bancos privados nacionais eram os principais ofertadores de crédito no país, seguido pelos bancos públicos e pelos bancos estrangeiros. Depois da intensificação da crise em setembro de 2008, os bancos privados nacionais perderam progressivamente espaço na oferta de crédito, de maneira que em outubro de 2009 os bancos públicos se tornaram os principais agentes ofertadores de crédito no país.

Portanto, pode-se afirmar que a estratégia de atuação dos bancos públicos na crise foi acertada. Autores como Mendonça e Deos (2010, p. 66), Carvalho, Oliveira e

Tepassê (2010, p. 70) destacaram a importante função anticíclica exercida pelo sistema financeiro público. Os bancos públicos federais contribuíram decisivamente na recomposição de liquidez do sistema bancário à medida que adquiriram instituições com problemas de liquidez e disponibilizaram crédito para setores importantes num ambiente de incerteza generalizada. Neste sentido, Barbosa (2010, p. 5) afirmou que os bancos públicos exerceram a função de emprestadores de penúltima instância.

Conforme será visto no capítulo seguinte, o BCB anunciou medidas para melhorar a liquidez do interbancário. Entre elas se destacam a possibilidade de abatimento do recolhimento de depósitos compulsórios para instituições que adquirissem carteiras de créditos de bancos com problemas e liquidez. Embora não haja dados da quantidade de carteiras adquiridas, é consensual que os bancos públicos, BB e a CEF foram os atores que mais utilizaram estas medidas.

Neste sentido, o BB, a CEF e o BNDES obtiveram um aumento no patrimônio e no *market share*. De acordo com o BCB (2009, p. 46), os três principais bancos públicos federais aumentaram a participação nas operações de crédito. O BB passou de um *share* de 17,79%, em setembro de 2008 para 21,48%, em dezembro de 2009. No mesmo período a CEF aumentou sua participação de 6,42% para 9,48% e o BNDES passou de 8,96% para 12,62%.

Tabela 3 – Participação (%) das instituições financeiras na oferta de crédito do Sistema Financeiro Nacional – Brasil – jul/08-dez/09

mês/ano	Sistema Financeiro			Total
	Público	Privado Nacional	Estrangeiro	
jul/08	34,4	44,3	21,3	100
ago/08	34,3	44,5	21,2	100
set/08	34,2	44,4	21,4	100
out/08	35,0	43,6	21,4	100
nov/08	35,6	43,2	21,3	100
dez/08	36,3	42,8	21,0	100
jan/09	36,5	42,7	20,7	100
fev/09	37,1	42,2	20,6	100
mar/09	37,5	42,0	20,5	100
abr/09	37,7	41,9	20,4	100
mai/09	37,9	42,1	20,0	100
jun/09	38,6	41,6	19,8	100
jul/09	40,1	40,8	19,1	100
ago/09	40,4	40,7	18,9	100
set/09	40,6	40,7	18,7	100
out/09	40,7	40,6	18,7	100
nov/09	41,0	40,4	18,6	100
dez/09	41,5	40,1	18,4	100

Fonte: BCB (2011a). Elaboração própria.

2.5 Considerações finais

O RMI foi adotado no Brasil como guia de política monetária em julho de 1999 com o objetivo de ancorar as expectativas inflacionárias e controlar a inflação. Após um período inicial de dificuldades que implicou no não cumprimento das metas inflacionárias em 2001, 2002 e 2003, o BCB reagiu com choques na taxa de juros e, secundariamente, com alterações nos encaixes compulsórios para recolocar a inflação na trajetória de metas. Após 2004, a inflação oficial permaneceu no intervalo de tolerância da meta, indicando que o regime de metas gradualmente ganhou maturidade e a política do BCB obteve credibilidade. Por sua vez, a taxa básica de juros se reduziu significativamente no período, embora permaneça superior à média internacional. Dessa forma, é possível afirmar que, mesmo com os desequilíbrios macroeconômicos

que persistem, o RMI obteve sucesso no país naquilo que se propôs: manteve a inflação controlada.

O sucesso do RMI no Brasil parecia claro no início de 2008 com a conjuntura macroeconômica benigna, enquanto que a crise financeira internacional havia atingido fortemente os Estados Unidos e a Europa com anúncios de perdas de instituições financeiras. Neste período, o PIB se acelerou, a taxa de desemprego estava baixa para os padrões recentes, a inflação cheia chegou próxima ao teto da meta, o país recebeu das agências de classificação de risco o grau de *investment grade* e os preços das *commodities* atingiram cotações históricas. Esta diferença marcante no ambiente econômico entre os países desenvolvidos e os emergentes deu origem à tese do descolamento dos mercados emergentes, na qual estes últimos manteriam altas taxas de crescimento econômico e não sofreriam impactos significativos da crise dos países ricos. Neste sentido, pode-se destacar os constantes pronunciamentos das autoridades brasileiras de que a crise não atingiria o Brasil, sendo sintomática a frase do presidente Luis Inácio Lula da Silva segundo a qual a crise não era um *tsunami*, mas sim uma “marolinha”.

Contudo, após a quebra do banco norte americano *Lehman Brothers*, em setembro de 2008, a crise financeira internacional se tornou sistêmica e atingiu os países emergentes, em especial o Brasil, derrubando a tese do descolamento. Esta situação nova exigiu um forte ativismo das autoridades em todo o mundo para socorrer instituições insolventes, recompor a liquidez do mercado e sustentar o crédito para atividade econômica. No Brasil, a intensificação da crise trouxe um elemento novo à condução da política do BCB e exigiu ações imediatas e coordenadas com o Ministério da Fazenda. Neste sentido, este capítulo mostrou resumidamente o primeiro bloco de medidas relacionadas à Fazenda e o ativismo dos bancos públicos. Os próximos capítulos analisam as medidas do BCB, tendo como referência o arcabouço do regime de metas em um contexto de dificuldades econômicas, financeiras e cambiais.

3 PRIMEIRA FASE DA ATUAÇÃO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL NA CRISE

Após o anúncio da falência do banco de investimento norte americano *Lehman Brothers*, a crise financeira, até então localizada nos países desenvolvidos, tornou-se sistêmica e global. Os fluxos de capitais se reduziram drasticamente, as moedas periféricas sofreram depreciações significativas, os mercados financeiros entraram em pânico e o mercado de crédito se paralisou. Na conjuntura de elevada preferência pela liquidez dos bancos, a crise financeira afetou a atividade econômica de maneira que os planos de consumo e investimento dos agentes foram postergados, o desemprego aumentou e as principais economias desenvolvidas e emergentes entraram em recessão. No Brasil, conforme foi visto anteriormente, a crise atingiu o país por diversos canais, com destaque para a interrupção do financiamento externo e pela maior percepção risco do sistema bancário que implicou na redução abrupta na oferta de crédito em segmentos específicos do mercado.

Com a intensificação da crise financeira, diversos BCs passaram atuar ativamente, tanto em operações de socorro a instituições financeiras quanto na criação de mecanismos que possibilitassem o retorno das condições normais dos mercados monetários e de crédito. No caso brasileiro, o capítulo anterior (seção 2.4) destacou a atuação do Ministério da Fazenda por meio dos bancos públicos para desempenhar a liquidez e sustentar o crédito. Neste sentido, este e o próximo capítulo têm por objetivo analisar a atuação do BCB na crise de 2008/2009.

Dessa forma, o trabalho adota uma divisão analítica da atuação do BCB na crise em duas fases: Neste capítulo será tratada a primeira fase, na qual a Autoridade Monetária adotou medidas de política monetária mais específicas³⁰, relacionadas à oferta de liquidez para as instituições financeiras, em especial as liberações de depósitos compulsórios, os leilões cambiais e as alterações nas legislações das operações de desconto e no sistema de seguro de depósitos; já o próximo capítulo irá

³⁰ Este trabalho entende que medidas específicas de fornecimento de liquidez são aquelas que buscam atingir determinados seguimentos de mercado, ao passo que medidas tradicionais de política monetária, como a taxa Selic, são lineares e afetam o mercado como um todo.

abordar a segunda fase da atuação do BCB na crise, em que reduziu a taxa Selic entre janeiro e julho de 2009.

Sendo assim, a seção 3.1 discute as medidas de liquidez em moeda doméstica editada pelo BCB, com destaque para as alterações nos encaixes compulsórios, o aprimoramento na legislação do redesconto e as mudanças no Fundo Garantidor de Crédito. A seção 3.2 aborda a atuação da Autoridade Monetária no mercado cambial, tanto à vista quanto futuro. Por fim, as considerações finais sintetizam o entendimento das medidas anunciados pelo BCB.

3.1 Fornecimento de liquidez em moeda doméstica

Embora o Brasil utilize o Regime de Metas como quadro de política monetária no qual a taxa de juros de curto prazo é o principal instrumento, a Autoridade Monetária priorizou a utilização de outras medidas entre setembro a dezembro de 2008, quando a crise financeira se intensificou. Com a justificativa de que a crise nos mercados internacionais obstruiu o canal do crédito para as atividades produtivas e, além disso, retraiu o mercado interbancário, o BCB adotou medidas que objetivavam fornecer liquidez em moeda doméstica e estrangeira. Entre setembro e dezembro de 2008, período no qual a crise foi mais intensa, a atuação do BCB ocorreu majoritariamente por medidas localizadas de fornecimento de liquidez em reais e em dólares.

A tabela 4 traz informações em relação às características gerais das medidas adotadas pela Autoridade Monetária na sua primeira fase de atuação na crise. Do ponto de vista da oferta de liquidez em moeda nacional, observa-se a concentração das medidas do BCB nas alterações das regras dos recolhimentos de compulsórios, tanto sobre recursos a prazo e de poupança (8) e exigibilidade adicional (4), quanto sobre depósitos à vista (3). Segundo o BCB (2008, p. 45), a liberação de depósitos compulsórios tinha como objetivo estabilizar a liquidez de curto prazo em moeda doméstica (BCB, 2008, p. 45). Observa-se, ainda, que o BC alterou a legislação do

Fundo Garantidor de Crédito (FGC)³¹ em dezembro de 2008 e em março de 2009, o que aumentou significativamente o sistema de seguro de depósitos no país.

Por outro lado, a atuação do BCB na oferta de liquidez em moeda estrangeira ocorreu por operações tradicionais no mercado à vista, empréstimos de reservas cambiais e linhas com compromisso de recompra. No que diz respeito a esta última, foi adotada em caráter emergencial e não implicou em perdas de reservas. O BCB também atuou no mercado futuro de câmbio por meio de operações de *swap*.

Tabela 4 – Atuação do BCB em 2008

Medidas	Número de alterações	Categoria
Depósitos compulsórios sobre recursos à vista	3	MN
Depósitos compulsórios sobre recursos a prazo e de poupança	8	MN
Exigibilidade adicional de depósitos compulsórios sobre recursos à vista, a prazo e poupança	4	MN
Depósitos compulsórios sobre ME	1	ME
Redesconto	1	MN
Destinação de recursos para comércio exterior	3	MN
Crítérios para aceitação de ativos como garantia em operações com ME	4	ME
Redução do IOF	1	ME
Fundo Garantidor de Crédito	1	MN
Leilões de dólares com compromisso de recompra e empréstimos	20	ME
Leilões de dólares no mercado à vista	17	ME

Fonte: BCB (2008). Elaboração própria.

Nota: MN = Moeda Nacional; ME = Moeda Estrangeira.

3.1.1 Alterações nos encaixes compulsórios

O quadro 3 mostra as principais medidas no que se refere às mudanças efetuadas nos depósitos compulsórios. Cronologicamente, as liberações de recursos

³¹ As medidas relacionadas ao FGC serão tratadas mais adiante pelo trabalho.

pelo BCB ocorreram pelos encaixes compulsórios menos tradicionais, tal como a exigibilidade adicional e depósitos interfinanceiros de empresas de *leasing*, posteriormente liberações de recursos de depósitos a prazo e de poupança e, por fim, liberações de recursos à vista.

Em relação à exigibilidade adicional, as medidas adotadas referiram-se à elevação do valor a deduzir de R\$ 100 milhões para R\$ 1 bilhão, redução da alíquota de 8% para 5% e alteração na forma de recolhimento, de espécie para títulos. No que se refere aos encaixes compulsórios de empresas de *leasing* (interfinanceiros), o BCB havia instituído em janeiro de 2008 um cronograma gradual de aumento de alíquota, que chegaria a 25% em janeiro do ano seguinte. Contudo, com a crise, a Autoridade Monetária adiou os aumentos da alíquota inicialmente previstos para os meses de novembro (20%) e janeiro (25%), para janeiro e março, respectivamente.

O expediente utilizado com maior frequência pelo BCB foi as mudanças nos recolhimentos sobre depósitos a prazo e recursos de poupança. As principais alterações foram: 1) aumento para até R\$ 2 bilhões do montante que as instituições poderiam deduzir dos recursos a prazo; 2) possibilidade de abater do recolhimento de depósitos a prazo 70% do valor de ativos adquiridos de instituições com patrimônio de referência de até R\$ 7 bilhões; 3) alteração da composição do recolhimento dos depósitos a prazo, até então recolhidos integralmente em títulos, para 70% em espécie e os 30% restantes em títulos, e posteriormente, 60% e 40%, respectivamente. No tocante aos depósitos à vista, por possuírem maior liquidez quando comparados com outros encaixes, sofreram pequenas alterações, tais como: 1) redução da alíquota de 45% para 42%; 2) possibilidade das instituições financeiras abaterem do recolhimento obrigatório o valor correspondente a antecipação voluntária do FGC.

Data	Depósitos à vista	Depósitos a prazo e de poupança	Exigibilidade adicional	Depósitos Interfinanceiros (empresas de Leasing)
24/set	-	-	Eleva de R\$ 100 para R\$ 300 milhões o valor a deduzir	Adia o conograma de elevação de encaixes compulsórios
8/out	-	Instituições podem deduzir até R\$ 700 milhões	Redução de alíquota sobre DV e DP de 8% para 5%	-
13/out	-	Instituições podem deduzir até R\$ 2 bilhões	Eleva de R\$ 300 para R\$ 1 bilhão o valor a deduzir	Permite a dedução do recolhimento de compulsório para aquisições de moeda estrangeira junto ao BCB
14/out	Redução de 45% para 42% a alíquota	-	-	
15/out	-	Abatimento de até 70% do valor da aquisição de instituições com patrimônio de referência de até R\$ 7 bilhões*	-	-
24/out	Dedução dos valores antecipados ao FGC	-	-	-
30/out	-	70% dos depósitos deve ser mantidos em espécie e s/ remuneração	-	-
13/nov	-	-	Deixam de serem em espécie para serem recolhidos em títulos	-
19/dez	-	60% mantido em espécie e s/ remuneração e 40% em títulos	-	-

Quadro 3 – Principais alterações nos depósitos compulsórios em 2008

Fonte: BCB (2008). Elaboração própria.

* A circular 3.421 de 25/11 excedeu o BNDES desse limite.

De acordo com Mesquita e Toros (2010, p. 12), após a quebra do *Lehman* não houve fuga de depósitos em nível sistêmico no Brasil, mas apenas a concentração de depósitos em instituições maiores. Desta forma, a estratégia do BCB nas alterações das regras de recolhimento dos encaixes compulsórios foi orientada pelo diagnóstico de concentração ou empocamento de liquidez. Historicamente no país, as instituições financeiras grandes possuem uma rede de agências pulverizada pelo território nacional, e recebem um *mix* diversificado de depósitos (à vista, a prazo e poupança), os quais garantem maior segurança para cobrir posições diárias de liquidez. Por outro lado, as instituições financeiras de porte médio e pequeno, por não possuírem uma fonte de captação diversificada, dependem essencialmente do mercado interbancário para se financiarem. Dessa forma, com o aumento da preferência pela liquidez em meados de setembro de 2008, os grandes bancos passaram a reter recursos em forma mais

liquida, o que gerou uma paralisação abrupta do fluxo de financiamento para as instituições menores. Portanto, a concentração de liquidez provocou uma maior dificuldade para os bancos médios e pequenos tomarem recursos, além de aumentar os seus custos de captação.

Os dados de depósitos totais parecem corroborar a afirmação de Mesquita e Torós (2010, p. 12) à medida que entre agosto de 2008 e janeiro de 2009 os depósitos em instituições de grande porte cresceram 20%, enquanto que as captações de bancos médios e pequenos caíram 11% e 23%, respectivamente. Então, a significativa atuação do BCB na liberação de depósitos a prazo e poupança parece que se justificou pela restrição de liquidez que as instituições financeiras médias e pequenas enfrentaram, à medida que são elas as mais dependentes da captação desses recursos. Assim, do ponto de vista da liberação de depósitos compulsórios, as ações do BCB na normalização do fluxo interbancário parece ter sido coerente com o diagnóstico de concentração (empoçamento) de liquidez.

Sendo assim, faz-se necessário entender a dinâmica das alterações no compulsório. Conforme foi afirmado anteriormente, as primeiras medidas do BCB referiram-se a anúncios que buscavam normalizar a liquidez no interbancário e, no limite, restaurar as condições de crédito da economia, enquanto que as alterações no principal instrumento de política monetária (taxa de juros) foram delegadas a um segundo plano.

A tabela 5 deixa clara a estratégia do BCB na administração de liquidez em reais. Verifica-se que entre setembro e dezembro de 2008 houve redução do volume de depósitos compulsórios, de R\$ 272 milhões para R\$ 191 milhões (-30,0%), liberando aproximadamente R\$ 82 bilhões. Durante estes meses houve uma mudança na composição do recolhimento de recursos compulsórios pelo BCB, com queda na participação dos encaixes em espécie (de 63% para 55%) e aumento dos encaixes em títulos (de 37% para 46%). No interior dos recolhimentos em espécie os encaixes não remunerados aumentaram à participação (21% para 28%), concomitante a diminuição dos encaixes remunerados (43% para 27%).

Dessa forma, é possível observar que o BC atuou de três maneiras nos depósitos compulsórios: 1) liberação de recursos para o sistema financeiro: aumentou o

valor a deduzir do recolhimento e reduziu alíquotas; 2) incentivo à aquisição de carteiras de crédito: liberou o recolhimento de compulsórios das instituições que adquirissem carteiras de créditos de instituições de menor porte; 3) mudança na composição do recolhimento: alterou o custo de oportunidade das reservas bancárias e procurou solucionar as distorções no mercado interbancário geradas por medidas anteriores.

Tabela 5 – Posição do recolhimento obrigatório de instituições financeiras – set/08–dez/08

Tipo do recolhimento	Posição em set/08		Posição em dez/08	
	Milhões R\$	Participação	Milhões R\$	Participação
Em espécie	172.040	63,25%	103.892	54,55%
Remunerado	116.124	42,69%	51.036	26,80%
Não-remunerado	55.916	20,56%	52.856	27,75%
Em títulos	99.975	36,75%	86.562	45,45%
Total	272.015	100,00%	190.454	100,00%

Fonte: BCB (2011a). Elaboração própria.

No que diz respeito ao primeiro, isto é, a liberação de recursos de encaixes obrigatórios para as instituições financeiras, o gráfico 7 mostra o volume de compulsório recolhidos em espécie e em títulos em 2008. Do lado esquerdo (gráfico 7-a) é representado o recolhimento em espécie. Nele, fica evidente a redução dos recolhimentos de compulsórios decorrente das reduções de alíquotas sobre recursos à vista, exigibilidade adicional e poupança rural e do aumento do abatimento do valor a deduzir dos depósitos a prazo e da exigibilidade adicional. Destaca-se que a exigibilidade adicional teve o saldo de recolhimento em espécie reduzido a zero em dezembro, quando passou a ser recolhido integralmente na forma de títulos. Os depósitos de poupança tiveram uma pequena redução de -3% entre setembro e novembro, refletindo o impacto da redução da alíquota incidente sobre a poupança rural que liberou aproximadamente R\$ 2 bilhões. Já as medidas sobre depósitos à vista reduziram o recolhimento destes recursos em -14,2% entre setembro e novembro, liberando R\$ 7,9 bilhões. Ao todo as medidas do BCB permitiram uma liberação de R\$ 68,2 bilhões de recursos em espécie entre setembro e dezembro.

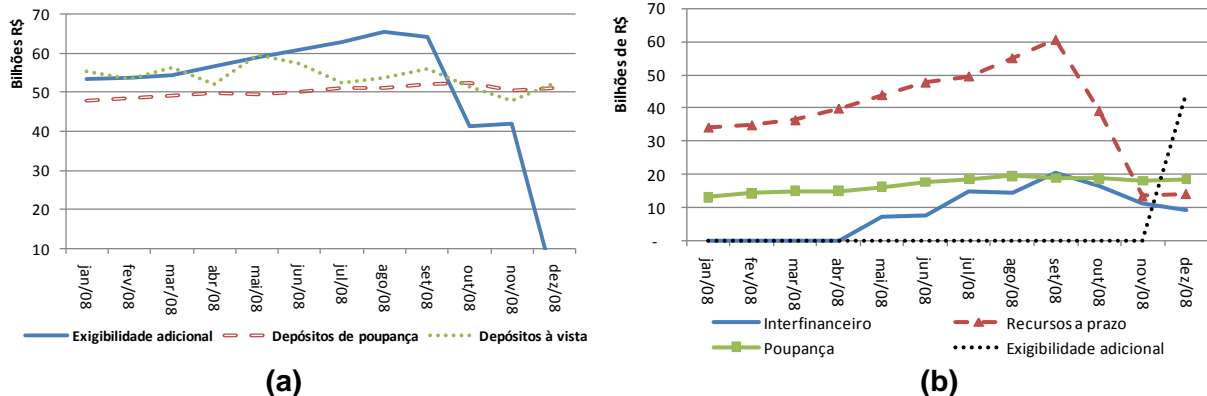


Gráfico 7 – Recolhimento de compulsórios em espécie (a) e em títulos (b) - 2008

Fonte: BCB (2011a). Elaboração própria.

Em relação ao recolhimento de compulsórios na forma de títulos (gráfico 7-b), pode-se observar que os recursos a prazo e os depósitos inter-financeiros tiveram expressivas quedas, respectivamente de -76,5% e - 55,1% entre setembro e dezembro. Observa-se que os depósitos a prazo foram aqueles que, isoladamente, tiveram maior liberação de recursos (R\$ 46,3 bilhões), possivelmente associado ao diagnóstico de empocamento de liquidez. Os recursos de poupança recolhidos em títulos ficaram praticamente constantes no período. Por outro lado, o BCB alterou a forma de recolhimento da exigibilidade adicional de espécie para títulos em dezembro de 2008. Dessa forma, o volume de recursos em títulos liberados entre setembro e dezembro foi menor, R\$ 13, 4 bilhões.

Em relação à segunda forma de atuação, pode-se observar que o BCB utilizou o mecanismo de liberações de depósitos compulsórios como forma de incentivar as instituições financeiras maiores a adquirirem carteiras de créditos de instituições de menor porte. Estas medidas estiveram presentes nas circulares 3.407 e 3.414 de 2 e 15 de outubro. A primeira deliberou que as instituições financeiras poderiam deduzir do recolhimento dos depósitos a prazo o valor equivalente da aquisição interbancária das operações de crédito³². Observa-se que a circular exigiu que para as aquisições tivessem direito ao desconto, o valor do patrimônio de referência da instituição cedente da carteira de crédito deveria ser de até R\$ 2,5 bilhões. Já a segunda circular permitiu que as instituições deduzissem do recolhimento obrigatório até 70% da aquisição de

³² A circular 3.407, porém, limitou a dedução do recolhimento em até 40% da exigibilidade do compulsório sobre os recursos a prazo.

ativos de instituições com patrimônio de referência de até R\$ 7 bilhões. A idéia do BCB por trás destas medidas era facilitar a compra de carteiras de créditos pelas grandes instituições com o objetivo de normalizar a liquidez e o fluxo para economia real. Conforme vimos no capítulo 2, estes incentivos à aquisição interbancária favoreceram a expansão dos ativos dos bancos públicos na medida em que o Ministério da Fazenda orientou este comportamento.

Entretanto, Freitas (2009, p. 137) afirmou que os grandes bancos não se interessaram pela aquisição de carteiras de créditos de bancos menores. Entre os motivos, destaca-se a possibilidade dos bancos manterem alguns depósitos compulsórios remunerados pela taxa Selic. Dessa forma, os bancos que mantivessem recursos depositados obteriam uma remuneração relativamente alta (13,75% a.a.) com baixíssimo risco, quando comparado com a carteira de créditos de instituições financeiras com problemas de liquidez.

Por fim, o terceiro ponto da estratégia do BCB, que diz respeito às alterações nas regras dos encaixes compulsórios, procurou reduzir os incentivos associados à manutenção das reservas bancárias ociosas por meio de mudanças na composição do recolhimento. Conforme a tabela 3 indica, a participação dos encaixes remunerados foi reduzida de 42,69% para 26,8% entre setembro e dezembro de 2008, ao passo que a dos encaixes não remunerados aumentou 20,56% para 27,75% no mesmo período.

No dia 30 de outubro o BCB determinou, por meio da circular 3.417, que o recolhimento de depósitos a prazo seria mantido 70% em espécie e sem remuneração, enquanto que os 30% restantes seria cumpridos em títulos³³. O objetivo da circular supracitada era explícito: aumentar o custo de oportunidade das instituições financeiras que carregassem compulsórios e não adquirisse carteira de crédito.

Entretanto, embora as alterações nas regras dos compulsórios visassem liberar recursos, a partir desta medida (circular 3.417) foram observadas distorções no mercado interbancário que o BCB não havia previsto. Desde o anúncio desta medida a taxa do Certificado de Depósito Interbancário (CDI) distanciou-se progressivamente da

³³ Até então, os recolhimentos de depósitos a prazo eram efetuados 100% na forma de títulos.

taxa Selic, conforme o gráfico 8³⁴. Historicamente a taxa CDI tende a acompanhar os movimentos da taxa Selic. No entanto, pode-se observar que a partir do dia 6 de novembro houve um aumento expressivo do hiato entre a Selic e a CDI, processo que atinge o pico no dia 20 deste mês quando o hiato chegou a 76 pontos bases. A partir de meados de dezembro a CDI volta ao movimento natural.

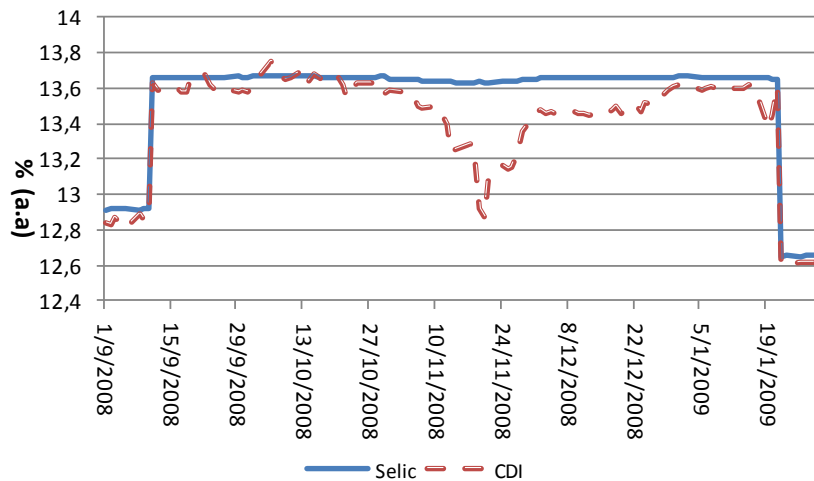


Gráfico 8 – Evolução das taxas Selic e CDI anualizadas

Fonte: BCB (2011a). Elaboração própria.

Segundo Focs e Wu (2008, p. 45), a magnitude do deslocamento da taxa CDI em relação à meta para a taxa Selic foi um efeito colateral da circular 3.417 de 30 de outubro. Como 70% dos recolhimentos dos depósitos a prazo deveriam ser cumpridos em espécie, gerou-se uma forte pressão vendedora de títulos públicos federais, a qual aumentou significativamente o custo de rolagem da dívida do Tesouro. Neste sentido, Freitas (2009, p. 139) afirmou que a Autoridade Monetária negligenciou o impacto da medida sobre a gestão da dívida pública. Com este desequilíbrio, o BCB teve que alterar novamente as regras dos compulsórios, não mais para liberar liquidez, mas para recompor a demanda por títulos federais. A circular 3.419 de 13 de novembro procurou reduzir esta distorção por meio de alterações na exigibilidade adicional, que passou a ser recolhida em títulos e não mais em espécie.

³⁴ O CDI é o mecanismo pelo qual as tesourarias das instituições financeiras trocam recursos entre si no mercado interbancário.

Neste sentido, Gleizer (2008, p. 57-58) afirma que como esta medida de reduzir a remuneração dos depósitos a prazo aumentou significativamente o custo dos compulsórios, a intenção da Autoridade Monetária era criar incentivos para que as instituições adquirissem carteiras de créditos, e com isso, obtivessem descontos/abatimentos no recolhimento de compulsórios. A leitura possível desta circular é que a possibilidade de dedução do recolhimento de compulsório por meio de aquisições de créditos interbancários não foi suficiente, sendo necessário instituir penalizações como forma de aumentar o custo de carregamento dos encaixes compulsórios. Contudo, para Gleizer (2008, p. 58), esta medida, além de incentivos, criou distorções que alteraram o equilíbrio de mercado, tal como o deslocamento da taxa de CDI em relação a meta para a taxa Selic.

Portanto, a alteração na composição do recolhimento de encaixes compulsórios observadas durante 2008 resultou de dois fatores: o primeiro associado aos incentivos da Autoridade Monetária para que os bancos grandes comprassem as carteiras de créditos de instituições menores, e o segundo, à correção de desequilíbrios gerados pelos incentivos, tal como a alteração da forma de recolhimento da exigibilidade adicional de espécie para títulos.

De uma maneira mais geral, Gleizer (2008, p. 59) analisa que as recorrentes alterações no valor a deduzir do recolhimento de compulsórios e no valor do patrimônio cujas carteiras poderiam ser adquiridas aumentaram a incerteza do mercado, por transmitirem a percepção de que as medidas tinham algum alvo específico no aumento da liquidez. Adicionalmente, o autor afirma que a operacionalização das alterações nas regras dos compulsórios revelou que a preocupação do BCB não era apenas com o empocamento, mas com a escassez de liquidez em segmentos do mercado bancário. De maneira geral, o diagnóstico de concentração de liquidez pressupõe a existência de problemas no *funding* das instituições médias e pequenas. Entretanto, se este diagnóstico estivesse correto, a Autoridade Monetária poderia utilizar os mecanismos tradicionais de assistência de liquidez (redesconto) para fornecer liquidez a estas instituições (GLEIZER, 2008, p. 59).

3.1.2 Redesconto

Já no que se refere à política de redesconto, o BCB anunciou em 9 de outubro, por meio da resolução 3.622 e da Medida Provisória (MP) 442, os critérios e sob quais condições aceitaria ativos como garantias (colaterais) destas operações. Em síntese, a resolução estabeleceu que estas operações fossem realizadas por meio da compra de ativos elegíveis pelo BCB com compromisso de revenda em uma data estabelecida, por um preço superior ao de compra e que o valor de face do título fosse superior ao empréstimo concedido. No entanto, a janela de liquidez do redesconto não foi utilizada no período, conforme assinalam Mesquita e Torós (2010, p. 19). Para os autores, o uso deste instrumento no Brasil poderia sinalizar ao mercado que a instituição estaria com grandes dificuldades, o que precipitaria problemas de liquidez ou mesmo de solvência, isto é, o denominado problema de estigma.

Entretanto, o BCB poderia criar regras para a janela de liquidez com base na experiência internacional, uma vez que a Autoridade Monetária tinha conhecimento do problema de estigma do redesconto no Brasil. Neste sentido, observa-se a atuação do *Federal Reserve* nos Estados Unidos por meio do *Term Auction Facility* (TAF), que conforme afirmam Bullio et al (2011, p. 348), foi realizado em leilões com garantia de anonimato para os tomadores e com a ampliação de ativos elegíveis como colaterais das operações.

Além do problema de estigma, Mesquita e Torós (2010, p. 20) afirmam que uma interpretação da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) impõe restrições a prática do redesconto no Brasil. Isto porque em seu artigo 28, a LRF exige que operações de assistência financeira com recursos públicos, na qual se enquadraria o redesconto, possua leis específicas. A leitura do texto destes autores sugere que o redesconto não foi um instrumento utilizado pelo BCB devido ao temor de problemas legais. Neste caso, os diretores do BC poderiam posteriormente responder judicialmente por uso indevido de recursos públicos. Portanto, a possibilidade do enquadramento legal parece que foi um dos motivos segundo os quais o BCB não utilizou o redesconto como instrumento

de fornecimento de liquidez para instituições financeiras com problemas³⁵. Neste sentido, o secretário executivo do Ministério da Fazenda do período reforçou o argumento de impedimento legal:

In fact, the international credit crunch resulted in a sharp deceleration in the growth of credit and a substantial increase in interest-rate spreads in Brazil. At that time, because of legal restrictions, the BCB was very limited in the type and amount of private bonds it could buy. As a result, the BCB could not act as proper lender of last resort during the worst period of the crisis. (BARBOSA, 2010, p. 5, grifo nosso).

Embora o BCB e o secretário do Ministério da Fazenda afirmarem que o redesconto não foi utilizado no Brasil, em entrevista primorosa ao jornal Valor Econômico, o diretor de política monetária da instituição à época, Mário Torós, disse que:

Jogamos dinheiro do helicóptero para combater a crise de liquidez. [...]. Nossa fiscalização deu uma boa olhada no balanço desses bancos. Ao contrário do que acontecia no exterior, eles tinham carteiras de crédito sólidas, formadas principalmente por empréstimos compulsórios e financiamentos de veículos. (ROMERO; RIBEIRO, 2009).

Neste sentido, Carvalho, Oliveira e Monteiro (2010, p. 51) indicam que a entrevista de Torós sugeriu que o BCB atuou de maneira necessária para reduzir a desconfiança do mercado. Os autores afirmam que é possível supor que a Autoridade Monetária primeiro socorreu instituições financeiras e depois editou as medidas legais que amparavam as decisões já tomadas. Neste sentido, os autores sugerem que é possível que o BC possa ter socorrido, embora não fosse divulgado e não apareça nas estatísticas. Portanto, mesmo com o aperfeiçoamento da transparência da política monetária após a introdução do regime de metas no país, as operações de assistência financeira³⁶ do BCB pecam na clareza (CARVALHO; OLIVEIRA; MONTEIRO, 2010, p. 51-53).

³⁵ No entanto, surgiram críticas em relação a esta possível justificativa, entre as quais se destaca a de Gleizer (2008, p. 60). Para o autor, a ausência de um arcabouço legal para as operações de redesconto foi solucionada com a MP 442.

³⁶ Conforme afirmado na introdução, este trabalho provou da falta de transparência do BCB. A análise do balancete do BC foi à proposta metodologia inicial desta dissertação. Entretanto, os dados do balancete

3.1.3 Fundo Garantidor de Crédito e o Depósito a Prazo com Garantia Especial

Ainda no que diz respeito às medidas de fornecimento de liquidez em moeda doméstica, o BCB adotou duas medidas importantes no âmbito do Fundo Garantidor de Crédito³⁷. A primeira delas foi anunciada por meio da resolução 3.656 de 17 de dezembro de 2008 do BCB. O ponto central desta resolução se refere à ampliação de 20% para 50% do valor do patrimônio líquido do FGC que poderia ser utilizado para aquisição de ativos de instituições com problemas de solvência. No entanto, a principal medida neste sentido foi anunciada em março de 2009 por meio da resolução 3.692 do BCB. Por ela, foi instituído o Depósito a Prazo com Garantia Especial (DPGE)³⁸, o qual permitiu que os depósitos a prazo captados pelas instituições financeiras fossem garantidos pelo FGC até o limite de R\$ 20 milhões por aplicador. Para tanto, o DPGE exigia, apenas, contrapartida especial das instituições na forma de contribuições ao fundo pelo saldo de depósitos recebidos. Observa-se que antes da criação do DPGE, o FGC segurava apenas R\$ 20 mil de depósitos na mesma instituição financeira³⁹.

A criação do DPGE foi uma das medidas mais relevantes e tardias do BCB na tentativa de normalizar a liquidez do mercado, sendo adotada apenas em 2009. Assim como as medidas de liberação de compulsórios sobre recursos a prazo e de poupança, o DPGE foi adotado com o diagnóstico de concentração e não falta de liquidez, no qual as instituições de menor porte eram aquelas que sofriam maiores restrições de liquidez. Dessa forma, segundo Mesquita e Torós (2010, p. 15), o DPGE contribuiu para recuperação da capacidade de emissão dos bancos pequenos, de maneira que os depósitos destas instituições cresceram 24% entre março e maio de 2009. Ainda

são de difícil interpretação, excessivamente agregados, não apresenta notas explicativas além de parecer omitir operações no ativo, tal como na genérica “outras contas”.

³⁷ O FGC é uma instituição privada e sem fins lucrativos que recebe contribuição das instituições financeiras depositárias. Ele tem um importante papel de segurança do Sistema Financeiro Nacional.

³⁸ A resolução do Banco Central definiu que o DPGE teria duração mínima de 6 meses e máxima de 60 meses.

³⁹ Para maiores detalhes, ver o Estatuto do FGC na Resolução 3.251 de 16/12/2004 do Conselho Monetária Nacional, em especial o artigo 2º do Anexo II.

segundo os autores, a ampliação de garantia dos depósitos por meio do DPGE foi adotada apenas em março de 2009, pois este tipo de medida pode ser contraproducente e gerar uma piora na concentração de liquidez se implantado em períodos de grande estresse, como aqueles de setembro a dezembro de 2008. Já para Freitas (2009, p. 139), o DPGE foi a medida mais efetiva no restabelecimento da liquidez do mercado bancário durante a crise. Para a autora, a estratégia de liberação de depósitos compulsórios (redução de alíquotas e aumento do valor do abatimento) se mostrou inócua devido à situação de aversão ao risco, na qual os bancos preferiram reter títulos ao invés de ampliar os empréstimos para o setor privado (FREITAS, 2009, p. 139).

O gráfico 9 mostra, em número índice, a variação do estoque de depósito a prazo por tamanho de instituição. Pelo formato do gráfico, o diagnóstico de concentração de liquidez parece correto à medida que as instituições de grande porte, mesmo com a crise, mantiveram uma tendência de crescimento acelerado no volume de depósitos. Já as instituições de porte menores sentiram os efeitos da crise financeira, principalmente pela redução do crescimento de depósitos a partir de outubro de 2008⁴⁰. Contudo, a partir da criação do DPGE em março de 2009, os depósitos para as instituições médias, pequenas e micro cresceram e rapidamente alcançaram os níveis pré-crise. Pode-se destacar o crescimento dos depósitos nas instituições de porte pequeno, que passaram de um índice 77 em fevereiro de 2009 para 100 em junho do mesmo ano. De fato, portanto, o DPGE parece ter sido um dos principais fatores que contribuíram para “desempoçar” a liquidez do mercado interbancário e restabelecer as condições de crédito no Brasil.

⁴⁰ É importante observar que em entrevista ao jornal Valor Econômico, o diretor de política monetária do BCB do período, Mario Torós destacou que: “Ouvíamos histórias de pessoas que sacavam dinheiro no Chase Manhattan para comprar ouro. No Brasil, foi algo muito menor. Os grandes [bancos] foram pouco ou nada afetados. O problema foi com os [bancos] pequenos e médios” (ROMERO; RIBEIRO, 2009).

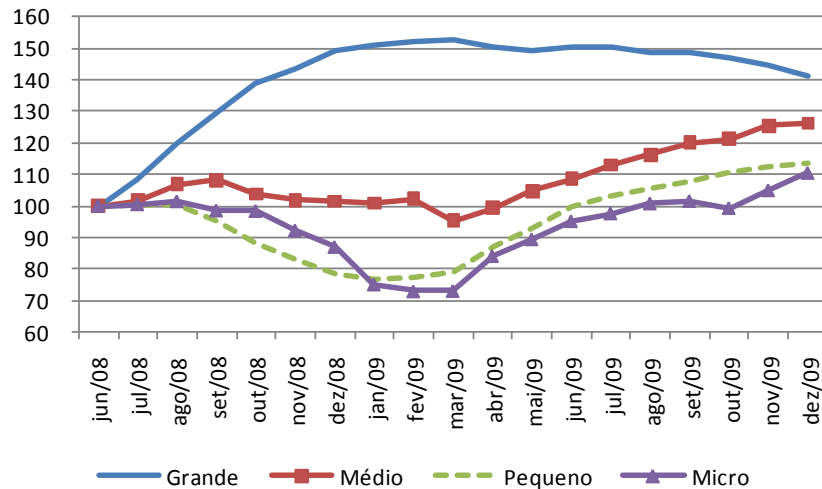


Gráfico 9 – índice de variação no estoque de depósitos a prazo no Brasil segundo porte da instituição – jun/08-dez/09

Fonte: BCB (2010b)

3.2 Fornecimento de Liquidez em moeda estrangeira

A intensificação da crise financeira internacional em meados de setembro de 2008 trouxe um expressivo efeito contágio no mercado cambial brasileiro. A ampliação da aversão ao risco gerou uma restrição na liquidez em dólares. Com a crise, o mercado cambial registrou inicialmente crescimento da demanda por dólares, e depois saída líquida da moeda estrangeira. Pelo gráfico 10, o saldo do fluxo cambial negativo entre outubro de 2008 a março de 2009 sugere que havia restrição de liquidez no mercado. Contribuíram para isso, tanto a deterioração do saldo financeiro (saída de capitais) quanto a redução do saldo comercial. Outubro, novembro e dezembro foram os meses nos quais a restrição de liquidez foi mais intensa, com fluxo cambial negativo de, respectivamente, US\$ 4,6 bilhões, US\$ 7,2 bilhões e US\$ 6,4 bilhões. Dessa forma, o BCB passou a atuar no mercado de câmbio em setembro para suprir a liquidez em moeda estrangeira por meio de três modalidades: mercado à vista (no pronto); leilões de venda com compromisso de recompra; instituição da modalidade empréstimo em

moeda estrangeira⁴¹ cuja garantia deveria ser títulos soberanos ou operações de exportação. Observa-se que no discurso oficial presente no BCB (2008, p. 98) e em Mesquita e Torós (2010, p. 10), a provisão de liquidez em dólares no mercado de câmbio seria provisória e respeitaria o compromisso com o regime de câmbio flutuante no país.

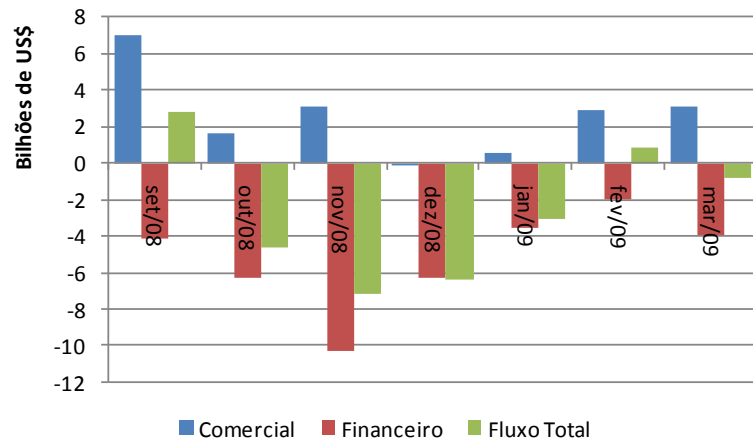


Gráfico 10 – Saldo do fluxo cambial – comercial e financeiro – jul/08-jun/09

Fonte: BCB (2011b). Elaboração própria.

3.2.1 Atuação no mercado à vista de câmbio⁴², empréstimos de reservas e compromissadas

As operações com compromisso de recompra foram as primeiras intervenções do BCB no mercado cambial durante a crise, em 2008. De maneira geral, estas operações tiveram um caráter emergencial e foram utilizadas pelo BCB nos meses em que houve maior restrição de liquidez em dólar, entre setembro a novembro de 2008,

⁴¹ Conforme afirmam Mesquita e Torós (2010, p. 10), a execução das operações de empréstimos em moeda estrangeira requereu grande esforço operacional e alteração na legislação, como a Medida Provisória 442 de 6 de outubro de 2008 que concedeu ao CMN o estabelecimento de critérios para aceitação de garantias nas operações do BCB com moeda estrangeira. Para regular estas operações, o CMN publicou a resolução 3.622 de 9 outubro que estabeleceu os critérios objetivos sob os quais condições os empréstimos em moeda estrangeira ocorreriam.

⁴² O BCB considera que as intervenções no mercado à vista de câmbio também podem ser denominadas de intervenções no pronto.

na qual movimentaram um volume de US\$ 10,2 bilhões. Observa-se que segundo Mesquita e Torós (2010, p. 10), o uso com compromisso de recompra sinalizou ao mercado que o BCB não iria incorrer em risco de perdas excessivas de reservas cambiais. No primeiro leilão desta modalidade foi oferecido US\$ 500 milhões no dia 19 de setembro, portanto ainda na semana em que o *Lehman Brothers* decretou falência. As intervenções compromissadas mais expressivas ocorreram nos dias 5, 13 e 18 de novembro com, respectivamente, US\$ 1,4, US\$ 1,3 e US\$ 1,2 bilhão. Na data de liquidação destas operações, isto é, dois dias depois das vendas, a taxa de câmbio variou 0,1% no dia 07, 0,6% no dia 17 e 0,8% do dia 20. De fato, com o vencimento dos últimos contratos compromissados em agosto de 2009, o BCB recomprou integralmente o valor leiloadado entre setembro e novembro de 2008 (gráfico 11).

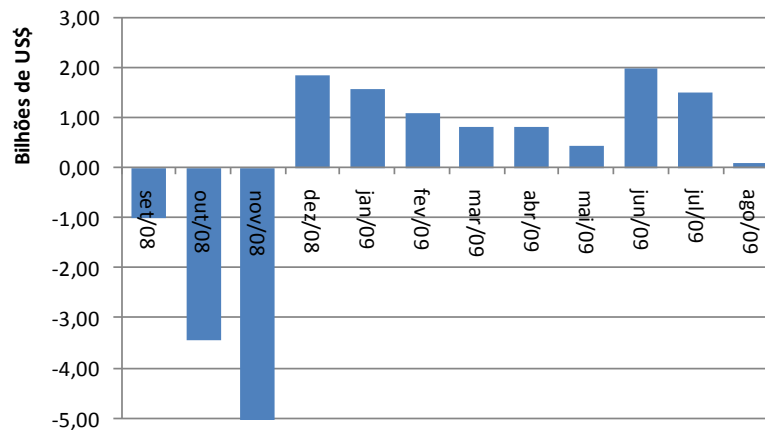


Gráfico 11 – Intervenções do BCB no câmbio com compromisso de recompra

Fonte: BCB (2011b). Elaboração própria.

Observação: Valores negativos indicam houve venda de divisas, ao passo que valores positivos mostram que houve compra.

No que diz respeito às intervenções no pronto, até setembro de 2008 o BCB atuava na ponta compradora com o objetivo de conter a apreciação da moeda brasileira. De janeiro até o referido mês, o BC adquiriu US\$ 18,7 bilhões nestas operações. Contudo, com a quebra do *Lehman Brothers* em meados de setembro, a restrição de liquidez se instalou no mercado cambial, o que gerou desvalorização do real frente ao dólar e exigiu alteração na forma de atuação da Autoridade Monetária, de compradora para a ponta vendedora. O gráfico 12 evidencia a mudança nas intervenções do BCB: entre outubro de 2008 a fevereiro de 2009 as intervenções do

BCB no mercado à vista de câmbio se caracterizaram pelas operações de venda de dólares, que somaram US\$ 14,5 bilhões.

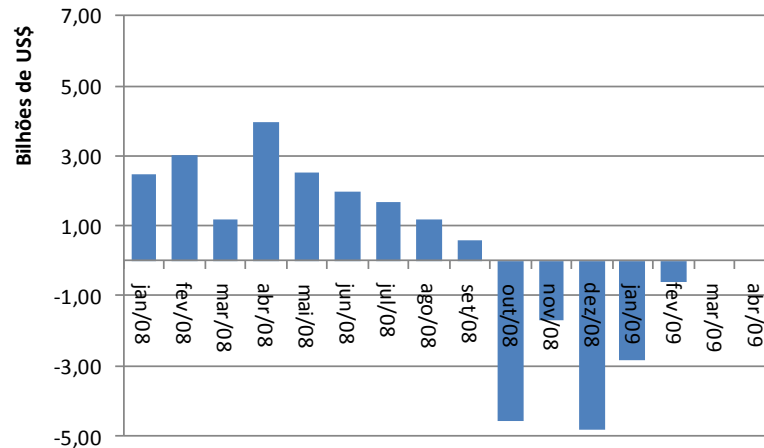


Gráfico 12 – Intervenções mensais do BCB no segmento tradicional do mercado à vista de câmbio (no pronto) – jan/08-abr/09

Fonte: BCB (2011b). Elaboração própria.

Observação: Valores negativos indicam houve venda de divisas, ao passo que valores positivos mostram que houve compra.

Os principais leilões no pronto com as instituições *dealers* ocorreram em outubro e novembro de 2008. Segundo o BCB (2008, p. 102), estas vendas ocorreram em momentos pontuais nos quais foram observadas restrição de liquidez em dólar, que para o BCB, não se pautaram por piso ou teto para variação cambial. Ao analisar o gráfico 12 chama à atenção dois fatos. Primeiro, a volumosa intervenção do dia 8 de outubro de US\$ 1,3 bilhão. Neste dia houve desvalorização de 9,3% do real ante o dólar. Segundo, a intervenção continuada do Banco Central na semana dos dias 20-24 de outubro, a qual movimentou US\$ 1,6 bilhão. Nesta semana a taxa de câmbio nominal se desvalorizou 10%. Assim, observa-se claramente que o BC atuou no mercado à vista de maneira mais forte nos dias em que a restrição de liquidez em dólares impunha altas desvalorizações do real.

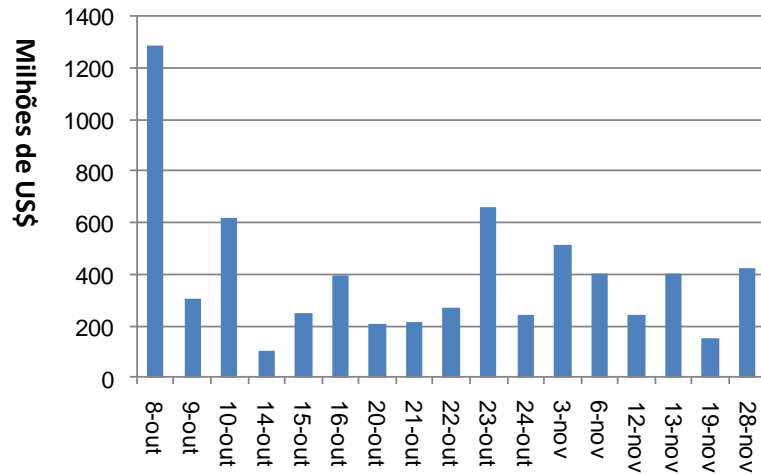


Gráfico 13 – Intervações diárias do BCB no segmento tradicional do mercado à vista de câmbio (no pronto) – 2008

Fonte: BCB (2011b). Elaboração própria.

Por fim, as linhas de empréstimos em moeda estrangeira, conforme já foi dito, exigiu do BCB esforço operacional e mudança na legislação para definir quais garantias estas vendas aceitariam. De maneira geral, o BCB aceitou títulos soberanos brasileiros e contratos ACC e ACE como garantia destes empréstimos. Do ponto de vista da amplitude, esta foi a intervenção de venda no mercado cambial mais prolongada durante a crise, com cinco meses de duração (outubro de 2008 a março de 2009). O BCB ofereceu um volume total de US\$ 7,2 bilhões em empréstimos de moeda estrangeira durante o período, com destaque para a intervenção em dezembro de 2008 no valor de US\$ 3,2 bilhões, ou 44% do total desta modalidade (gráfico 14).

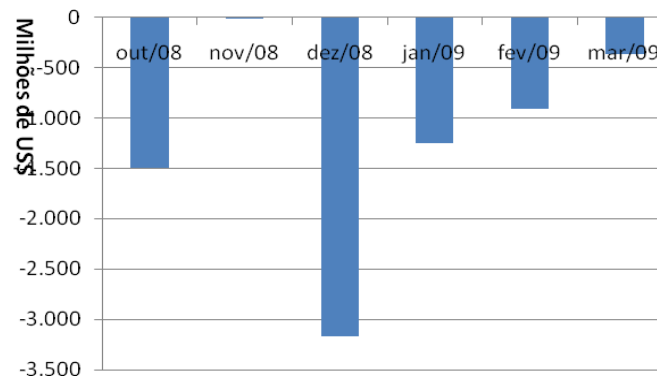


Gráfico 14 – Intervações do BCB no câmbio por meio de empréstimos de reservas

Fonte: BCB (2008b). Elaboração própria.

Observação: Valores negativos indicam que houve venda dólares.

A tabela 6 resume a intervenção do BCB durante a crise por meio das suas três modalidades básicas: à vista, compromissadas e empréstimos de moeda estrangeira. Estas medidas de liquidez em moeda estrangeira na qual o BCB vendeu dólares no mercado cambial ocorreram entre setembro de 2008 a março de 2009. Ao todo, o BC ofereceu US\$ 31,9 bilhões neste período. As vendas à vista foram a principal forma de intervenção do BCB no mercado de câmbio com 45,5% do volume total. Já as linhas de recompra movimentaram 31,9%, ao passo que os empréstimos em moeda estrangeira 22,6% dos recursos.

Tabela 6 – Intervenção de venda de dólares do BCB no mercado cambial – set/08-mar/09

Intervenção	Valor (Milhões de US\$)	Participação
a vista	14.532	45,5%
linhas com recompra	10.190	31,9%
Empréstimos em moeda estrangeira	7.217	22,6%
Total	31.939	100,0%

Fonte: BCB (2008, 2011b). Elaboração própria.

A afirmação dos diretores do BC no período e a forma na qual a Autoridade Monetária executou as medidas sugerem a seguinte interpretação para sua atuação no mercado cambial. Em primeiro momento o BCB não estava disposto a perder reservas, e por isso leiloou dólares com compromisso de recompra. No entanto, a intensificação da escassez de liquidez no mercado cambial fez com que o BC passasse a utilizar as reservas com a intervenção no segmento tradicional do mercado à vista (pronto) em outubro de 2008. Posteriormente, para mitigar o problema de liquidez nas operações de exportações, o BCB passou a oferecer empréstimos de reservas cambiais para todas as instituições autorizadas a operar no câmbio, e não apenas as *dealers*, com a contrapartida de repasse dos dólares para exportadores. Observa-se que por ser empréstimo, o BCB não incorreu em perdas definitivas de reservas por meio desta operação.

3.2.2 Atuação no mercado futuro de câmbio

Como medida auxiliar às intervenções no mercado à vista, o BCB atuou, também, no mercado de câmbio futuro por meio de operações de *swap*⁴³. Por trás destas medidas estava a idéia de que o mercado futuro tem um importante papel na determinação da taxa de câmbio *spot*. Dessa forma, Mesquista e Torós (2010, p. 11) salientam que a partir de outubro o BCB deixou de oferecer *swaps* cambiais reversos no qual mantinha posição comprada em dólar, para oferecer *swaps* tradicionais, passivo em dólar. Os dados da tabela 7 mostram claramente a mudança na posição do BCB no fechamento de contratos *swap* cambial. Entre janeiro e setembro de 2008, em média o BCB fechou 462 mil contratos comprados. Em outubro, a Autoridade Monetária diminuiu a posição comprada para 229 mil contratos, e assumiu uma posição vendida no câmbio na ordem de 254 mil contratos. Como resultado da ampliação da posição vendida, a exposição cambial do BCB ficou negativa entre outubro de 2008 a junho de 2009.

Tabela 7 – Operações de swap cambial do BCB – jul/08-jun/09

Período	Estoque de contratos em		Proteção em DI	Exposição em dólar
	final de período			
	Vendidos	Comprados		
jul/08	1.550	454.510	-34.246	34.246
ago/08	1.550	452.510	-35.746	35.746
set/08	0	448.350	-39.997	39.997
out/08	253.505	229.410	4.050	-4.050
nov/08	414.615	211.400	26.027	-26.027
dez/08	409.765	174.860	27.749	-27.749
jan/09	535.770	299.000	28.447	-28.447
fev/09	493.000	267.800	27.474	-27.474
mar/09	486.900	266.800	25.463	-25.463
abr/09	370.610	222.200	16.233	-16.233
mai/09	296.110	289.800	715	-715
jun/09	219.510	213.200	715	-715

Fonte: BCB (2011c).

⁴³ Em outubro de 2008 o Fed anunciou o *swap* com moedas de alguns países, inclusive com o Brasil. As trocas poderiam chegar até US\$ 30 bilhões (BCB, 2008, p.102).

Assim sendo, a partir do movimento da taxa de câmbio nominal é possível inferir alguns resultados da intervenção do BCB na oferta de liquidez em dólar. Não obstante toda atuação da Autoridade Monetária nos mercados à vista e de derivativos, a taxa de câmbio nominal se depreciou significativamente entre agosto de 2008 a janeiro de 2009, conforme mostra o gráfico 15.

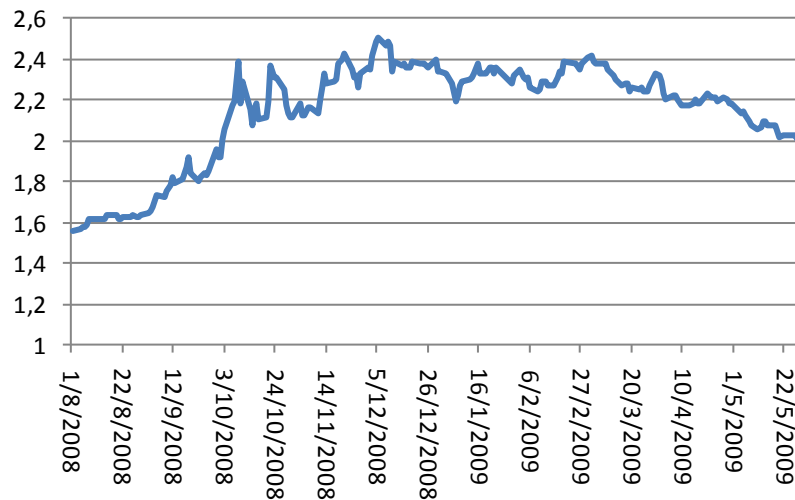


Gráfico 15 – Taxa de Câmbio livre (RS/US\$) – ago/08-mai/09

Fonte: BCB (2011a). Elaboração própria.

Em setembro a taxa de câmbio desvalorizou-se continuamente, até que no início de outubro o movimento se intensifica, sendo que entre os dias 1 a 8 deste mês o real depreciou-se 24,5%, em termos nominais. Em seguida, houve uma apreciação de 13% entre os dias 8 e 14, possivelmente como resposta das primeiras medidas mais fortes do BCB no mercado, tanto no mercado à vista quanto nas linhas de recompra. Em linhas gerais, ainda em outubro o Real volta a se desvalorizar em uma tendência que continua até o dia 5 de dezembro, quando a taxa de câmbio atingiu R\$ 2,50/US\$ 1,00. Pode-se observar que, em entrevista ao jornal Valor Econômico, o diretor de política monetária do BC no período, Mario Torós, reconheceu que o Brasil sofreu um ataque especulativo neste dia, quando o real atingiu a cotação máxima de R\$ 2,63 às 15:30. Conforme apurou a reportagem, embora Torós não confirme o nome, o responsável pelo ataque foi o *Moore Capital Management*, *hedge fund* norte americano, que

pretendia levar a moeda brasileira ao patamar de R\$ 3,00. Nas palavras do diretor de política monetária:

Machuquei o mercado inteiro. Às 15h30, a taxa de câmbio chegou a R\$ 2,62 e, aí, eu tive que operar. Chamei um leilão de venda de dólar e, ao mesmo tempo, mandei deixar pronta uma proposta de leilão de 'swap' de US\$ 2 bilhões. (ROMERO; RIBEIRO, 2009).

Observa-se que, mesmo com a forte tentativa do BCB em oferecer liquidez em dólares, a taxa de câmbio se depreciou entre setembro e dezembro, sobretudo no mês de outubro, período no qual o BC atuou fortemente. A partir deste pico, a taxa de câmbio nominal continuou num patamar alto, porém com maior volatilidade, até fevereiro de 2009. Finalmente, a partir de março de 2009 a taxa de câmbio nominal assume uma tendência apreciação persistente até o final deste ano.

Chama a atenção o fato de a moeda brasileira apresentar um nível considerável de volatilidade, a qual passou de apreciação, no pré-crise, para rápida depreciação em meados de outubro de 2008 e nova rodada de apreciação a partir de março de 2009. Neste sentido, Holland e Mori (2010, p. 17-18) afirmam que a moeda brasileira é uma das mais voláteis quando se observam dados do câmbio real efetivo antes e durante a crise. Entre julho de 2005 até julho de 2008 a apreciação do câmbio real efetivo foi na ordem de 25,67%, contra apenas 3,34% no Chile, 12,45% na Indonésia e 9,61% na China. Na fase aguda da crise, entre outubro e dezembro de 2008, o real desvalorizou 18,98%, contra 10,07% no Chile e 15,0%² na Indonésia. Em síntese, na série história de 1994 a 2009 a volatilidade cambial do Brasil foi à maior entre 10 países desenvolvidos e emergentes importantes.

Pode-se observar que para Rossi (2011, p. 10) a dinâmica da taxa de câmbio não é influenciada apenas pelo fluxo cambial e pelas intervenções do BCB, mas também pelo estoque de divisas na carteira dos bancos, isto é, pela posição cambial dos bancos. Dessa forma, a depreciação cambial no Brasil associado a escassez de liquidez em moeda estrangeira foi gerada, também, pelo aumento da posição comprada dos bancos, sobretudo em setembro (US\$ 6,7 bilhões) e outubro (US\$ 7,1 bilhões) de 2008. O aumento da posição comprada dos bancos indicou a ampliação da demanda por dólares no interbancário e a maior propensão deles a reter moeda estrangeira.

Assim, a depreciação cambial no período resultou do fluxo cambial negativo, adicionado pela ampliação da posição comprada dos bancos. O gráfico 16 resume o movimento do mercado à vista de câmbio com os dados da posição cambial dos bancos, fluxo cambial e intervenção do BCB. Em setembro e outubro os bancos aumentaram a posição comprada de câmbio e o fluxo cambial ficou negativo, exigindo, então, que o BC interviesse no mercado para suprir liquidez e mitigar a desvalorização do real. Pelo movimento das curvas, é possível observar que as intervenções do BCB acompanharam mais o fluxo cambial do que a posição dos bancos. De fato, este comportamento já vinha sendo adotado no período pré-crise.

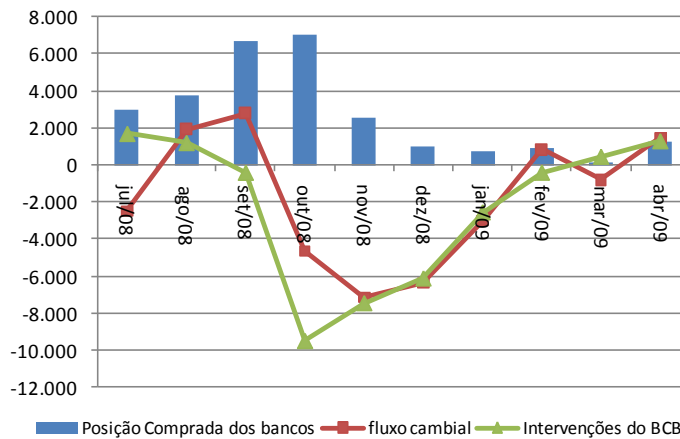


Gráfico 16 – Posição cambial dos bancos, fluxo cambial e intervenções do BCB – jul/08-abr/09

Fonte: BCB (2011b). Elaboração própria.

3.3 Considerações finais

Com a intensificação da crise financeira internacional em meados de setembro de 2008 e o conseqüente efeito contágio sobre a economia brasileira, o BCB passou a atuar em diversas frentes para acalmar os mercados. Inicialmente a autoridade monetária anunciou medidas localizadas de fornecimento de liquidez em moedas doméstica e estrangeira. Sendo assim, este capítulo analisou esta primeira fase de atuação do BCB.

No que diz respeito à liquidez em moeda doméstica, o BCB anunciou diversas alterações nos encaixes compulsórios de instituições financeiras. O diagnóstico por trás das medidas era o de empocamento de liquidez, pela qual os grandes bancos, na conjuntura de elevada aversão ao risco, elevaram o custo e reduziram o montante repassado às instituições menores no interbancário. O BCB procurou inicialmente recompor a liquidez do sistema bancário como um todo, e posteriormente, tomou decisões que buscavam atingir as instituições menores para desempocar a liquidez. Dessa forma, as principais alterações nos compulsórios foram nos depósitos a prazo com o objetivo de fornecer liquidez para os bancos médios e pequenos.

A seqüência de alterações nos depósitos a prazo sugere que apenas as medidas de redução de alíquotas e aumento do valor do abatimento do recolhimento obrigatório não foram eficazes na recomposição da liquidez. Então, o BCB teve que criar incentivos para aquisição de carteiras de créditos de instituições menores por meio da possibilidade de abatimento de até 70% dos recolhimentos. Entretanto, a liquidez continuou empocada e exigiu que o BCB adotasse penalidades, como a alteração do custo de oportunidade das reservas bancárias. Se antes os depósitos a prazo poderiam ser recolhidos em títulos, a circular 3.417 determinou que 70% deveriam ser recolhidos em espécie e sem remuneração. A intenção do BCB era aumentar o custo de oportunidade dos bancos manterem depósitos compulsórios e, com isso, passarem a adquirir as carteiras de créditos das instituições menores. Contudo, esta medida, ao induzir a venda de títulos federais, gerou problemas na gestão da dívida pública e um deslocamento expressivo da CDI em relação à Selic. Neste sentido, o BCB teve que voltar atrás para recompor a demanda por títulos federais. A medida nesta direção foi à instituição do recolhimento da exigibilidade adicional na forma de títulos. Dessa forma, a recomposição da liquidez para os bancos pequenos e médios veio apenas com a criação do DPGE em março de 2009.

Por outro lado, o BCB também atuou na oferta de liquidez em moeda estrangeira à medida que, com a crise, as linhas de financiamento de exportações cessaram. Além das intervenções nos mercados à vista e futuro (*swap*), a autoridade monetária instituiu os empréstimo de reservas para exportadores e as vendas de dólares com compromisso de recompra. Não obstante a venda de aproximadamente US\$ 32 bilhões

entre setembro de 2008 e março de 2009, a taxa de câmbio depreciou significativamente de R\$ 1,65/US\$ 1,00 para R\$ 2,32/US\$ 1,00. Destaca-se o ataque especulativo sofrido pelo Real em dezembro de 2008, conforme foi reconhecido pelo diretor do BC no período, Mario Torós.

Portanto, para normalizar a oferta de liquidez em moeda estrangeira o BCB realizou operações no mercado à vista, compromissadas, empréstimos de moeda estrangeira e atuou no mercado futuro (*swap*). Da mesma maneira, conforme visto na seção 3.1, o BCB também atuou na liberação de liquidez em reais, sobretudo pela liberação de depósitos compulsórios e alterações no sistema de seguro de depósitos (FGC). No entanto, chama à atenção o fato de a Autoridade Monetária não ter utilizado ainda em 2008, o principal, senão único, instrumento de política do quadro do regime de metas, isto é, a taxa de juros de curto prazo. É disto que tratará o próximo capítulo.

4 SEGUNDA FASE DA ATUAÇÃO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL NA CRISE

O capítulo anterior destacou a atuação da Autoridade Monetária brasileira na crise, em que adotou medidas específicas de fornecimento de liquidez em moedas doméstica e estrangeira. Agora, este capítulo tem por objetivo analisar a segunda fase de atuação do BCB na crise, na qual se pautou por alterações na taxa de juros de curto prazo. Em janeiro de 2009 a Autoridade Monetária decidiu reduzir a taxa Selic, dando início ao ciclo de queda, até ser interrompido em setembro.

Embora tivesse por objetivo restabelecer a liquidez do mercado com as alterações nos encaixes compulsórios e com as intervenções cambiais, o BCB manteve a taxa Selic inalterada nas últimas duas reuniões de 2008. Esta aparente contradição das medidas do BCB será discutida neste capítulo.

Dessa forma, o trabalho (seção 4.1) procura entender os motivos defendidos pelo BCB para não reduzir a Selic nas reuniões do Copom de outubro e dezembro de 2008, assim como introduzir argumentos contrários a esta decisão da Autoridade Monetária. Adiante, o trabalho (subseção 4.2) analisa a redução da Selic até julho de 2009, assim como a sua interrupção nas reuniões seguintes. Por fim, apresenta as considerações finais.

4.1 Porque o Banco Central não reduziu a Selic antes de janeiro de 2009?

Conforme exposto no capítulo 2 (seção 2.2), o Brasil passava por um processo de aceleração da inflação no primeiro semestre de 2008, sobretudo pelo movimento dos preços livres, tanto as *commodities* quanto os itens não comercializáveis. Contudo, a inflação medida pelo IPCA cheio se desacelerou fortemente em agosto e setembro para 0,28% e 0,26%, respectivamente, o que contribuiu para redução da inflação em 12 meses quando comparada com as taxas na ordem dos 0,70% em maio e junho. No entanto, mesmo com a redução das taxas mensais de inflação o BCB deu continuidade

no processo de aumento da Selic, fixando-a em 13,75% a.a. na reunião de setembro, conforme visto anteriormente. Segundo a ata número 137º do Copom, a justificativa para este aumento adicional da Selic foi que, mesmo com a maior incerteza em relação à economia internacional e a acomodação dos preços das *commodities*, havia, ainda, um descompasso entre o ritmo de expansão da demanda e da oferta agregadas (Copom, 2008a, § 26-27). Dessa forma, o aumento da Selic pelo BCB em 2008 com esta justificativa recebeu dois tipos de questionamentos, se havia descompasso entre oferta e demanda e se a pressão inflacionária advinha majoritariamente do excesso de demanda e não de choques de oferta⁴⁴.

Freitas (2009, p. 135) faz uma ressalva na justificativa do BCB em relação ao ritmo de expansão da demanda e oferta agregadas. Para ela, o descompasso entre oferta e demanda não parecia correto à luz dos fatos, na medida em que no período anterior a crise a FBCF e a indústria lideravam o crescimento. Com a ampliação da capacidade de oferta não parecia ser factível a existência de descompasso entre oferta e demanda. Dessa forma, a autora argumenta que a necessidade de aumentar os juros decorreu da pouca flexibilidade do RMI no Brasil, que pela sua sistemática atribuí valores arbitrários para o PIB potencial (FREITAS, 2009, p. 135). No entanto, o argumento de Freitas (2009) não é totalmente convincente a ponto de mostrar que não havia descompasso entre oferta e demanda em 2008, já que é possível haver crescimento do investimento e da produção industrial e, mesmo assim, haver pressão de demanda. O ponto interessante da ressalva que a autora faz é que, se no curto prazo havia sinais de excesso de demanda e inflação, no cenário prospectivo a expansão da capacidade de oferta poderia arrefecer o comportamento altista dos preços.

Por outro lado, se Bogdansky, Tombini e Werlang (2000, p. 14) estiverem certos, como a defasagem da política monetária sobre a inflação no Brasil é de 6 a 9 meses, é pouco provável que o aumento da Selic pelo Copom em abril tenha contribuído para a redução do IPCA em agosto e setembro. Isto, claro, levando em conta a transmissão da política monetária via o canal da demanda agregada. Por outro lado, após atingir a

⁴⁴ Adicionalmente também surgiram críticas em relação à elevação da Selic em um contexto de crise financeira nas economias desenvolvidas.

cotação histórica em julho de 2008, o índice de preço das *commodities* diminuiu consideravelmente (entrou em deflação) a partir de agosto (-10,4%) e setembro (-9,6%). Como o preço das *commodities* compõe o item de bens comercializáveis, os quais têm peso significativo na composição do IPCA (33,1%), é razoável afirmar que a redução dos preços das *commodities* a partir de agosto de 2008 contribuiu de forma direta e indireta (preço de insumos) para redução da inflação em agosto e setembro de 2008. Portanto, ainda que houvesse alguma pressão de demanda na economia brasileira, os seus efeitos na inflação parecem terem sido contrabalançados pela deflação no preço das *commodities*, conforme indica os dados da inflação mensal de agosto e setembro.

Assim sendo, observa-se que mesmo com a intensificação da crise na economia mundial em setembro, e a ampliação de seus efeitos sobre o Brasil (PIB, produção industrial, crédito e câmbio), o BCB manteve inalterada a taxa Selic nas reuniões do Copom de outubro e dezembro de 2008. Como justificativa oficial desta postura, o BC brasileiro trabalhava com três hipóteses que colocavam em risco o comprometimento da meta de inflação: 1) duração e magnitude da crise internacional; 2) repasse da forte desvalorização cambial para a inflação e para as expectativas inflacionárias; 3) trajetória da atividade econômica, com destaque para o descompasso entre oferta e demanda (BCB, 2008, p. 131). Segundo o Relatório Trimestral de Inflação de dezembro, a deterioração do cenário internacional trouxe sinais ambíguos para a inflação doméstica:

A redução das exportações, ao atuar como fator de contenção da demanda agregada, e o recuo dos preços das *commodities* contribuem para aliviar pressões inflacionárias domésticas. Por outro lado, a intensificação da aversão ao risco e a repatriação de capitais para as economias maduras reduziram a demanda por ativos de economias emergentes, [...]. Ainda que a economia brasileira se encontre mais resistente a mudanças de sentimento nos mercados financeiros internacionais, a capacidade de o setor externo contribuir para mitigar riscos inflacionários ficou comprometida. [...]. Nesse contexto, o ritmo de redução do descompasso, que se mostrava importante até o terceiro trimestre, entre o crescimento da oferta de bens e de serviços e o da demanda continua sendo central na avaliação das diferentes possibilidades que se apresentam para a política monetária. [...] À luz dessas considerações, em ambiente macroeconômico que continua cercado por grande incerteza, o Copom decidiu manter a taxa Selic em

13,75% a. a. nas reuniões de outubro e dezembro. (BCB, 2008, p. 133-140).

O relatório de inflação deixa claro que o repasse da desvalorização cambial para os preços ao consumidor era uma das principais preocupações do BCB no que se refere ao comportamento da inflação. Não menos importante, o descompasso entre oferta e demanda parecia exercer influência significativa no processo de tomada de decisão da Autoridade Monetária. Entretanto, apesar do reconhecimento de que no curto prazo tanto a desvalorização cambial não exerceu impacto negativo sobre a inflação, quanto que o descompasso entre oferta e demanda havia reduzido, o BCB manteve a Selic inalterada nas duas últimas reuniões do Copom de 2008.

Outra justificativa para a manutenção da Selic nas reuniões do Copom de outubro e dezembro foi apresentada por Mesquita e Torós (2010, p. 13), diretores do BCB no período. Para eles, a atuação do BCB seguiu um princípio, supostamente bem definido no arcabouço dos Bancos Centrais, no qual se separa a política monetária das medidas de gestão de liquidez. Dessa forma, enquanto a primeira se ocuparia das medidas capazes de gerar convergência da inflação para a trajetória de metas, a segunda se relacionaria com as ações necessárias para conceder alívio momentâneo de liquidez para instituições financeiras. Neste sentido, reduzir a taxa de juros em 2008 em uma conjuntura de intensa utilização dos fatores de produção e desvalorização cambial seria prematuro e comprometeria o compromisso do BCB com a estabilidade de preços. Portanto, o BCB priorizou em um primeiro momento a atuação por meio da gestão de liquidez (liberação de depósitos compulsórios), e apenas posteriormente tomou decisões de política monetária para não comprometer a credibilidade do RMI no país (MESQUITA; TORÓS, 2010, p. 13).

Entretanto, este argumento dos diretores do BCB de que é possível separar política monetária da gestão de liquidez não é totalmente convincente. Se por um lado a liberação de recursos compulsórios e a venda de moeda estrangeira são medidas de gestão de liquidez, por outro lado, para manter a taxa Selic próxima à taxa-meta, o BC também administra a liquidez da economia com o monopólio da oferta de reservas bancárias. Neste sentido, o BIS (2008c, p. 6), defende a interpretação de que a manutenção da taxa de juros de curto prazo é uma medida de gestão de liquidez.

Como forma de avaliar o comportamento da autoridade monetária, sobretudo no que se refere à decisão de manter inalterada a taxa Selic na reunião de outubro do Copom, faz-se necessário analisar o movimento das expectativas de mercado para a inflação. O gráfico 17 mostra as médias das expectativas semanais do mercado para o IPCA esperado para os próximos 12 meses, captadas pelo boletim Focus do Banco Central. As expectativas para o IPCA estavam reduzindo desde julho, processo que continua no momento que se segue a quebra do *Lehman*. A partir de meados de outubro a expectativa de mercado para inflação se eleva consideravelmente, refletindo em parte o efeito da alta inflação acumulada no ano e, por outro lado, possíveis efeitos da desvalorização cambial sobre os preços. Assim, como no RMI a Autoridade Monetária no Brasil reage em função da inflação prospectiva e não da inflação corrente, conforme sugerem Bevilaqua, Mesquita e Minella (2007), a manutenção da taxa Selic na reunião do dia 29 de outubro pode ser justificada pelo aumento das expectativas inflacionárias e pelo balanço de risco desfavorável para inflação, conforme indicou os parágrafos 24 e 25 da ata do Copom:

De fato, um cenário prospectivo desfavorável ainda se manifesta nas projeções de inflação consideradas pelo Comitê. [...]. Nesse contexto, avaliando o cenário prospectivo e o balanço de riscos para a inflação, em ambiente de maior incerteza, o Copom decidiu por unanimidade, neste momento, manter a taxa Selic em 13,75% a.a., sem viés. (COPOM, 2008b, § 24-25).

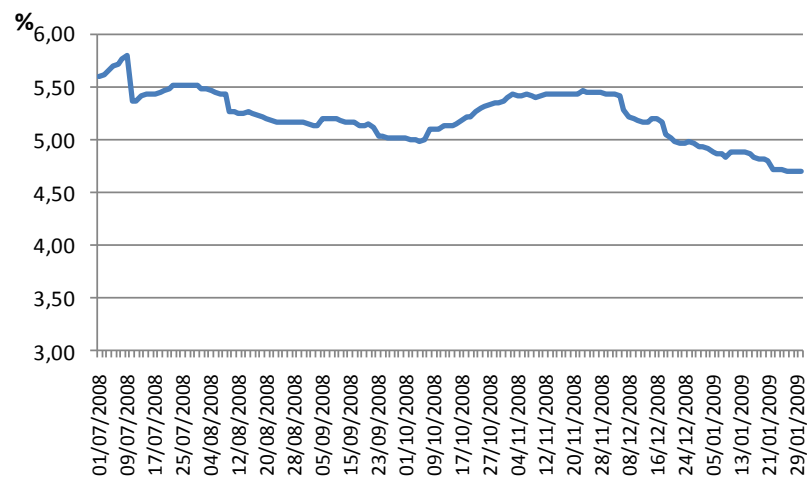


Gráfico 17 – Boletim Focus: Média das expectativas do IPCA para os próximos 12 meses
 Fonte: BCB (2011). Elaboração própria.

No entanto, esta decisão do Copom foi duramente criticada por parte da literatura. Segundo Freitas (2009, p. 135), o BCB errou duas vezes, primeiro na insistência no diagnóstico de que a economia brasileira estava crescendo acima do seu potencial, e segundo por não perceber a gravidade da desaceleração em curso nas economias avançadas (desalavancagem do sistema financeiro e deflação de ativos). À medida que liberava recursos compulsórios, o BCB necessitava realizar operações compromissadas com títulos federais para que o volume de moeda em circulação não aumentasse e, conseqüentemente, a Selic caísse abaixo de 13,75% a.a. (FREITAS, 2009, p. 137).

Oreiro e Araújo (2009) apresentam uma crítica semelhante aquela de Freitas (2009) em relação à decisão do Copom, só que mais enfática. Para os autores, o BCB cometeu uma série de equívocos na condução da política monetária em 2008, sendo que a manutenção da taxa Selic na reunião de outubro teve maiores impactos negativos, sobretudo na produção industrial.

Segundo Oreiro e Araújo (2009, p. 9-12), o BC errou ao tentar uma tríade impossível, na qual procurou compatibilizar três objetivos simultaneamente: 1) estabilizar a taxa de câmbio com a venda de dólares no mercado à vista de câmbio; 2) aumentar a liquidez e restaurar as reservas do sistema bancário por meio da liberação de recursos compulsórios; 3) evitar que houvesse repasse da desvalorização cambial para os preços, com a manutenção da taxa Selic em um patamar restritivo. Assim, a atuação do BCB na venda de reservas internacionais no mercado à vista de câmbio, ainda que com compromisso de recompra, implicou em uma forte contração da base monetária. Do lado do sistema bancário, o peso do ajuste da base monetária recaiu sobre as reservas bancárias as quais diminuíram, de maneira que a liberação de recursos compulsórios não pôde restaurar a liquidez do sistema e desobstruir o canal de crédito. Isto porque quando o BC realizou as vendas de reservas cambiais, houve uma destruição de liquidez na economia que poderia ser esterilizada caso o BCB ampliasse o seu ativo com uma operação de compra de título público no mercado secundário. Para tanto, a compra de títulos no mercado secundário exigiria que a Autoridade Monetária aumentasse o dinheiro em circulação (base monetária) e,

conseqüentemente, reduzisse a Selic. Dessa forma, os autores argumentam que como o BCB deixou a Selic inalterada nas reuniões de outubro e dezembro não foi possível restaurar a liquidez do sistema bancário com a liberalização de recursos de depósitos compulsórios. Além disso, a contração forte da liquidez no interbancário contaminou a disponibilidade de crédito dos bancos. Assim sendo, o erro do BCB na administração dos efeitos da crise ocorreu por desrespeitar esta aritmética e tentar uma tríade impossível (OREIRO; ARAÚJO, 2009, p. 9-12).

Já Focs e Wu (2008, p. 44), afirmam que embora seja possível separar os objetivos da política monetária (inflação) com os da gestão de liquidez (canais de crédito), os instrumentos não são independentes de maneira que a calibragem na taxa de juros necessária para trazer a inflação para a meta é contrária a necessidade de liberar liquidez. Então, medidas que procuram aumentar a liquidez no sistema financeiro são incompatíveis com uma política monetária restritiva que visem o combate à inflação. Dessa forma, o deslocamento da CDI em relação à Selic observada em novembro é um sinal da impossibilidade da adoção simultânea de uma política monetária contracionista com política de liquidez expansionista. Sendo assim, os autores afirmam que o BCB deveria ter como prioridade a normalização do crédito com o fim do empoçamento de liquidez, mesmo que isso significasse comprometer o centro da meta de inflação (FOCS; WU, 2008, p. 44-46).

Neste sentido, Carneiro e Bolle (2008a, p. 19) afirmam que o BCB poderia deixar a meta de inflação para um segundo plano, enquanto reorganizaria os fluxos de liquidez no interbancário e recomporia os mecanismos de crédito. Ainda, Carneiro e Bolle (2008b, p. 38-41) observaram um enfraquecimento político do RMI no país durante a crise à medida que as ações que seriam necessárias para trazer a inflação para a meta foram contra a necessidade de restabelecer a liquidez no mercado. Contudo, era possível flexibilizar o RMI com o alongamento do prazo de convergência da inflação para a meta para, por exemplo, dois anos e reduzir a taxa de juros. Além disso, os autores observam que quando há racionamento de crédito, medidas de *quantitative easing* (liberação de compulsórios) são necessárias para complementar o regime de metas, sobretudo por influenciar a curva de juros como um todo e não apenas a taxa curta.

Portanto, em uma avaliação *a posteriori* da ocorrência dos fatos, é possível fazer algumas inferências em relação à decisão do BCB em manter a Selic inalterada em 13,75% a.a. na reunião do Copom de outubro de 2008. A favor da decisão do Copom pesou a possibilidade de repasse da desvalorização cambial para os preços, o fato de a inflação estar próxima ao limite superior da meta, além do aumento das expectativas inflacionárias em meados de outubro. Por outro lado, para os críticos da decisão do Copom, tal como Freitas (2009) e Oreiro e Araújo (2009), a gravidade da crise, o seu forte impacto sobre a atividade econômica doméstica, a restrição de liquidez no mercado interbancário e a escassez do crédito exigiriam que a Selic fosse reduzida ainda em outubro. Até mesmo de Focs e Wu (2008) e Carneiro e Bolle (2008a; 2008b) pode-se extrair que era possível a flexibilização da política monetária à medida que o objetivo principal naquele momento era com a recomposição da liquidez. Contudo, a institucionalidade do RMI no Brasil na qual o BCB é prudente e prioriza a taxa de inflação a qualquer custo ficou evidente neste período. Dessa forma, mesmo que o argumento dos críticos em relação ao forte impacto da crise sobre a atividade econômica e a liquidez do sistema tenha relevância, o mandato de estabilidade de preços e a sistemática do RMI no país parecem que exigiam a manutenção da Selic naquele momento.

Já a partir de dezembro de 2008 as expectativas para a inflação começam a se reduzir e os sinais de desaquecimento na indústria e no PIB já eram visíveis, no entanto o BCB na reunião de 10 de dezembro manteve a taxa de juros novamente inalterada. Neste período de grande incerteza, o Copom afirmou por meio da ata dessa reunião que discutiu a possibilidade de reduzir os juros, só não o fez porque a trajetória prospectiva de inflação no intervalo da meta dependia da Selic naquele patamar:

Nesse contexto, tendo a maioria dos membros do Comitê discutido a possibilidade de reduzir a taxa básica de juros já nesta reunião, em ambiente macroeconômico que continua cercado por grande incerteza, o Copom decidiu por unanimidade, ainda manter a taxa Selic em 13,75% a. a., sem viés, neste momento. (COPOM, 2008c, § 26-28).

Novamente, esta decisão foi criticada pela literatura. Oreiro e Araújo (2009, p. 13) afirmaram que o Copom tinha posse de mais informações em relação a reunião

anterior e, além disso, provavelmente já possuía dados de que o país estava em recessão. Neste sentido, o temor do repasse do câmbio para os preços não parecia relevante, à medida que as *commodities* já estavam com preços reduzidos antes mesmo da intensificação da crise.

Assim, quando o *Lehman Brothers* declarou falência em meados de setembro de 2008, a paralisia dos mercados interbancários exigiu de diversos Bancos Centrais alterações no instrumento tradicional de política, qual seja; redução da taxa de juros de curto prazo como medida para melhorar a liquidez dos mercados. No Brasil, conforme foi visto, o BCB não reduziu a taxa de juros quando a crise se intensificou, preferindo alterá-la apenas alguns meses depois, em 2009. No entanto, este fenômeno não foi exclusivo do Brasil à medida que alguns países emergentes também postergaram a decisão de alterarem a taxa de juros para 2009.

Como exemplo disso, a tabela 8 mostra a decisão de política monetária para os países latino-americanos que utilizam o mesmo quadro institucional da política monetária, isto é, a sistemática das metas de inflação. Por ela é possível observar que, destes países, apenas a Colômbia reduziu a taxa básica de juros em 2008. Por outro lado, Brasil, Chile e México reduziram os juros no mês de janeiro de 2009, ao passo que o Peru reduziu apenas em fevereiro. Chama a atenção o comportamento ousado do *Banco Central de la República de Colombia* que iniciou o ciclo de redução da *tasa de intervención* (taxa de juros básica) em um cenário em que a inflação acumulada em 12 meses (7,67%) estava muito acima do intervalo superior da meta (4%). Dos países Latinos que reduziram os juros em janeiro de 2009, apenas no Brasil a inflação (5,84%) neste mês estava no intervalo da meta (6,5%), já que o Chile e México iniciaram a redução da taxa de juros quando a inflação tinha ultrapassado a meta, respectivos 6,32% e 6,28% para limites superiores das metas de 4%. Por fim, o Peru que tem a menor meta para inflação dos países da amostra foi o último a reduzir os juros, o fez apenas em fevereiro de 2009, mês no qual a inflação ultrapassou o limite superior da meta.

Tabela 8 – Ciclo de redução da taxa básica de juros – Países selecionados

País	meta para IPC (em %)*	Mês da redução da taxa de juros básica	IPC anualizado - mês em que houve redução no juro (em %)	Taxa de juros nominal - mês em que foi reduzida (em % a.a.)	Redução acumulada dos juros na crise (em p.p.)
Brasil	2,5 - 6,5	jan/09	5,84	13,75	5,00
Chile	2 - 4	jan/09	6,32	8,25	7,75
Colômbia	2 - 4	dez/08	7,67	10,00	7,00
México	2 - 4	jan/09	6,28	8,25	3,75
Peru	1 - 3	fev/09	5,49	6,50	5,25

Fonte: Site dos Bancos Centrais. Elaboração própria.

* meta considerando o intervalo de tolerância.

Dessa forma, é possível realizar uma análise primária da tomada de decisão dos Bancos Centrais destes países. Pela sistemática do RMI, a taxa de juros pode ser reduzida quando a inflação esperada não ameaça o cumprimento de sua meta. O gráfico 18 mostra o desvio da inflação em relação à meta estipulada para os países latino americanos supracitados. Valores positivos indicam que a inflação ultrapassou a meta, ao passo que valores negativos indicam que a inflação ficou abaixo do limite superior da meta. Por meio dos dados consolidados da inflação acumulada em 12 meses, o Brasil era o país da amostra que tinha um cenário mais favorável para reduzir a taxa de juros, na medida em que era o único para o qual a inflação não tinha ultrapassado o limite superior da meta. Já nos outros países podem ser observados desvios significativos em relação à meta.

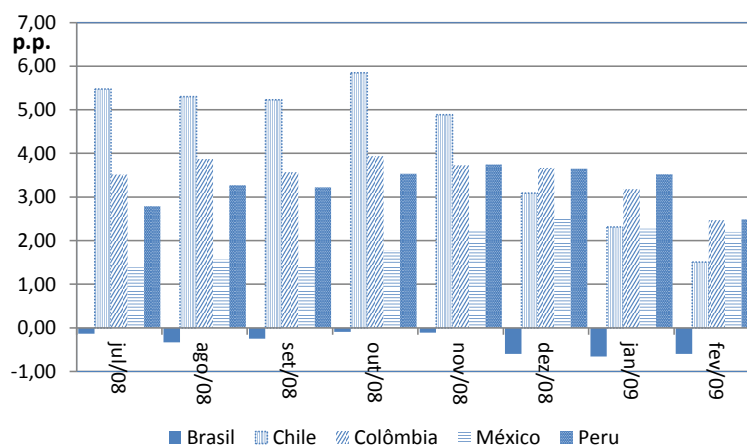


Gráfico 18 - Desvio da inflação (12 meses) em relação à meta – Países selecionados – jul/08-fev/09

Fonte: BCs. Elaboração própria.

Assim sendo, observa-se que pela literatura nacional discutida neste capítulo, houve dois tipos de críticas em relação ao comportamento do BCB no que se refere à execução da política monetária. Por um lado, surgiram críticas mais enfáticas não somente à atuação do BCB, mas também a própria funcionalidade do RMI no país, sobretudo na forma pela qual ele é operacionalizado. Assim, o regime pode ter se mostrado inadequado para gerir os efeitos da crise no Brasil. Nesta abordagem se destacam os argumentos do Freitas (2009) e de Oreiro e Araujo (2009). Por outro lado, um segundo tipo de crítica em relação à atuação da Autoridade Monetária diz respeito à anormalidade da situação, no qual Focs e Wu (2008) e Carneiro e Bolle (2008^a, 2008^b) se enquadram. Para este grupo de autores, o RMI é um arcabouço adequado para a política monetária, contudo a gravidade dos efeitos da crise sobre o país exigia do BCB a flexibilização temporária do regime enquanto a normalidade das condições econômico-financeira não fosse restabelecida.

Por sua vez, este trabalho defende uma visão mais geral: independente da abordagem tida como mais correta, havia evidências nos dados e na literatura de que o BCB poderia flexibilizar a política monetária em 2008. Se na reunião de outubro o Copom possuía um bom conjunto de informações que poderia ser utilizado para reduzir a Selic, em dezembro ele ficou explícito. Por um lado, a crise havia se intensificado entre as duas reuniões, com impactos contracionistas significativos sobre a atividade econômica doméstica e sobre os mercados financeiro, crédito e cambial. Por outro lado, a forte queda dos preços no atacado aliado com o ambiente recessivo impediu que a desvalorização cambial contaminasse o índice de preços ao consumidor. Além disso, conforme foi visto anteriormente, as expectativas inflacionárias já tinham iniciado um processo de queda a partir de dezembro e a taxa CDI havia se deslocado da Selic. Associados a estes fatores, os argumentos de Oreiro e Araújo (2009), Freitas (2009), Focs e Wu (2008) e Carneiro e Bolle (2008^a; 2008^b) reforçam que o BCB poderia ter reduzido a Selic em dezembro, sem que o esforço obtido ao longo dos anos para amadurecimento do regime de metas no país fosse perdido. Na verdade a situação crítica exigia doses de ousadia e improvisação, entretanto, a decisão do BCB se pautou por algum apelo estrito à estabilidade de preços presente na sistemática do RMI

brasileiro, na qual variações na Selic costumam ser graduais e sinalizadas. Esta parece ser uma evidência explícita de que o regime de metas no Brasil no período foi rígido (*strict inflation targeting*).

4.2. Decisões de política monetária em 2009

Após o BCB aumentar a Selic poucos dias antes da quebra do *Lehman Brothers*, em setembro de 2008, e manter ela inalterada em outubro e dezembro, a Autoridade Monetária decidiu, em janeiro de 2009, reduzir a taxa básica de juros em 1 p.p., dando início ao ciclo de redução dos juros. Contudo, em setembro a Autoridade Monetária interrompeu a redução da Selic, o que gerou diversas críticas por parte da literatura.

4.2.1 Ciclo de redução da Selic: jan-jul/2009

Em janeiro de 2009 teve início o segundo período da atuação do BCB na crise. A partir da reunião de janeiro, o BCB reduziu a Selic em 100 pontos-base (p.b.) conforme informou os parágrafos 23 e 24 da 140^a Ata do Copom:

O Copom avalia que, diante dos sinais, evidenciados desde a sua última reunião, de arrefecimento do ritmo de atividade econômica, no que se refere, por exemplo, aos indicadores de produção industrial (exacerbados por um ciclo de estoques), certos dados disponíveis sobre o mercado de trabalho e as taxas de utilização da capacidade na indústria, bem como sobre confiança de empresários e consumidores, e do recuo das expectativas de inflação para horizontes relevantes, reduziram-se de forma importante os riscos de não concretização de um cenário inflacionário benigno. [...].

O Comitê entende que a consolidação de condições financeiras restritivas por período mais prolongado deve exercer efeito contracionista significativo sobre a demanda e, ao longo do tempo, desempenhar pressão desinflacionária importante. Nessas circunstâncias, a maioria dos membros do Copom, tendo em vista o balanço de riscos para a atividade econômica, e, conseqüentemente,

para o cenário inflacionário prospectivo, bem como a ausência de evidências nítidas de repasse da depreciação cambial ocorrida, em ambiente de redução global das pressões inflacionárias, decidiu, neste momento, reduzir a taxa básica de juros em 100 p.b. (BCB, 2009a, Parágrafos 23 e 24).

As evidências encontradas na ata sustentam que o BCB tomou a decisão de reduzir a Selic devido ao reconhecimento de que a depreciação cambial não teria efeitos significativos sobre a inflação, assim como que o arrefecimento da demanda agregada iria reduzir o descompasso em relação a oferta e, conseqüentemente, implicaria em forças desinflacionarias. Dessa forma, o BCB prosseguiu o ajuste na taxa de juros até a reunião de julho de 2009, quando fixou a Selic em 8,75% a.a., conforme o gráfico 19. Portanto, observa-se que durante a crise o BCB reduziu a taxa de juros, que é seu principal instrumento de política monetária, em 5 p.p.

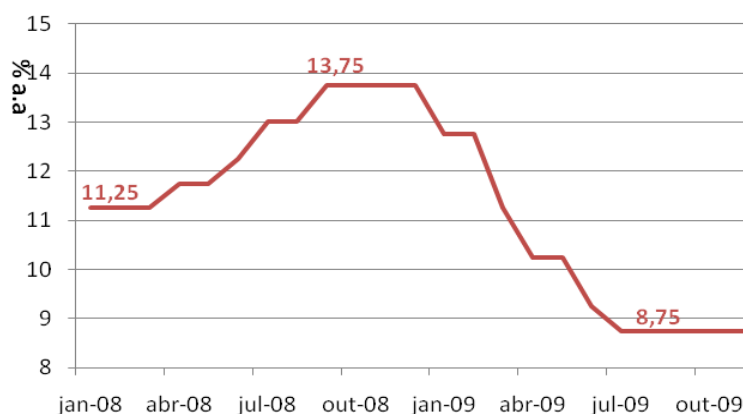


Gráfico 19 – Meta para taxa Selic (%) – jan/08-dez/09

Fonte: BCB (2011). Elaboração própria.

No entanto, o Copom decidiu interromper o ciclo de diminuição da taxa Selic em setembro de 2009, mantendo-a em 8,75% a.a. Conforme sugere a ata da 145ª reunião do Copom, o estímulo monetário nos meses anteriores ainda não havia sido incorporado integralmente à dinâmica da inflação. Isto porque devido a defasagem presente entre a implementação e os efeitos da política monetária, a redução dos juros entre janeiro e julho exerceria efeitos sobre a atividade econômica e, conseqüentemente, sobre os preços nos próximos meses. Contudo, a Autoridade Monetária avaliou que, naquele momento, a probabilidade de a inflação colocar em risco o cumprimento da meta era baixa, dado que o fraco dinamismo da demanda

agregada e capacidade ociosa dos fatores de produção persistiam na economia brasileira.

No que diz respeito a atividade econômica, a recessão atingiu o país no último trimestre de 2008 e prolongou-se até o primeiro trimestre de 2009, com queda do PIB de -4,2% e -2%, respectivamente, na comparação com o trimestre imediatamente anterior. A partir do segundo trimestre de 2009 a economia brasileira iniciou um processo de recuperação, com crescimento do produto de 2% em relação ao primeiro trimestre. Contudo, a economia ainda estava com excesso de capacidade, à medida que no segundo e no terceiro trimestres de 2009 o PIB ficou num patamar inferior aquele observado no mesmo período de 2008. No quarto trimestre de 2009 o PIB cresceu em todas as formas de comparação, sendo possível afirmar que o país superou a pior parte crise, pelo menos do ponto de vista do PIB, conforme o gráfico 20. Contudo, mesmo com a recuperação, a taxa anualizada do produto em 2009 apresentou queda de 0,33%.

A produção industrial, um dos principais indicadores no nível de atividade, teve uma forte queda entre outubro de 2008 e fevereiro 2009, conforme visto no capítulo 2 (gráfico 5). A partir de maio de 2009 a produção da indústria de bens de capital, bens intermediários e de bens de consumo iniciam um processo gradual de recuperação. Entretanto, a produção industrial terminou o ano de 2009 em patamar inferior ao nível pré-crise.

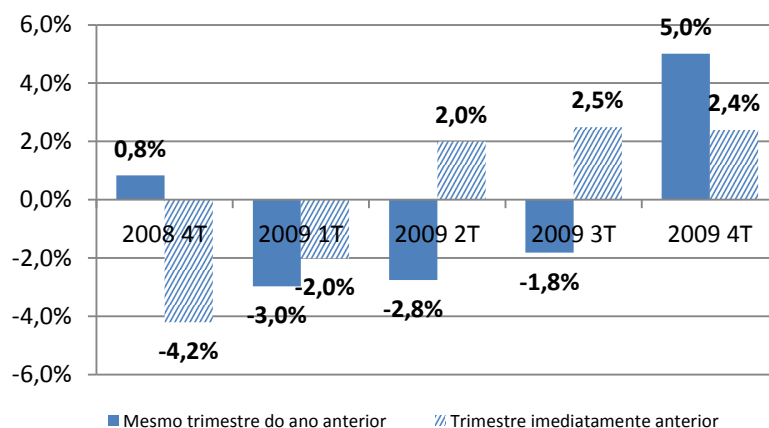


Gráfico 20 – Taxa de variação (%) do PIB segundo tipo de comparação set/08-dez/09
 Fonte: IBGE (2011). Elaboração Própria.

Dessa forma, a decisão do BCB em manter a Selic na reunião de setembro de 2009 decorreu dos efeitos prováveis da política monetária sobre a inflação prospectiva. À medida que a recuperação da economia se tornou sustentável em meados de setembro, o BC temeu que o estímulo monetário do primeiro semestre resultasse na aceleração dos preços. Isto fica claro quando se observa o ritmo de redução da taxa Selic ao longo de 2009. Enquanto que nas reuniões de abril e junho o Copom reduziu a taxa de juros em 1 p.p., na reunião seguinte (julho), a reduziu em apenas 0,5 p.p. Depois, na reunião de setembro, o Copom decidiu interromper a queda da Selic ao mantê-la em 8,75% a.a. Segundo o BCB esta foi uma decisão cautelosa e preventiva em um quadro marcado pela recuperação da economia.

Pelo parágrafo 25 da ata das reuniões do Copom de julho e setembro fica claro que a mudança na estratégia da política monetária do BCB foi influenciada pela nítida recuperação da economia em um ambiente de significativo estímulo monetário. Na reunião de julho a preocupação já existia, mas não estava explícita:

O Comitê entende que decisões sobre a evolução da taxa básica de juros têm que levar em conta a magnitude do movimento total realizado desde janeiro, cujos impactos sobre diversos indicadores econômicos ficarão evidentes ao longo do tempo. (COPOM, 2009b, §25).

Já na reunião de setembro a preocupação do BCB ficou mais evidente:

O Comitê entende que decisões sobre a evolução da taxa básica de juros têm que levar em conta a magnitude do movimento total realizado de janeiro a julho, cujos impactos sobre diversos indicadores econômicos ficarão evidentes ao longo do tempo, em contexto de retomada paulatina da utilização dos fatores de produção. (COPOM, 2009c, §25, grifo nosso).

4.2.2 O BCB perdeu a oportunidade de convergir à taxa de juros para os padrões internacionais?

No entanto, o debate econômico do período questionou esta suposta atitude cautelosa da Autoridade Monetária de interromper a queda da taxa Selic. O ponto central é se era possível o BC ser mais ousado na redução da taxa de juros. Um fato que chama a atenção é que economistas das mais diferentes linhas teóricas avaliaram que esta foi uma oportunidade perdida pelo BCB para eliminar a anomalia dos juros altos no Brasil. Não obstante a redução 500 p.b. entre janeiro e julho de 2009, a Selic foi fixada em 8,75% a.a., um patamar muito alto se comparado com a média internacional, e com a redução efetuada pelos principais Bancos Centrais do mundo.

Autores como Resende (2011a, p. 11; 2011b), Lopes (2011) e Delfim Neto (LIRIO, 2011) são unânimes em afirmarem que a crise de 2008/09 mostrou-se uma oportunidade perdida pelo setor público brasileiro em convergir a taxa de juros doméstica para o patamar internacional. Mesmo que a possibilidade de reduzir a taxa de juros com maior intensidade estivesse presente nos autores, o motivo pelo qual não foi feito é menos consensual. Delfim Neto, por exemplo, avaliou que a redução “tímida” da taxa de juros foi resultado de um equívoco do BCB. Para este autor, o problema do financiamento externo, após um período de escassez, iria rapidamente retornar ao patamar do pré-crise. Portanto, as condições para uma forte redução da Selic estariam dadas (LIRIO, 2011).

Por outro lado, os demais autores atribuem esta oportunidade perdida por outros fatores que não o erro da Autoridade Monetária. Para Lopes (2011), o BCB poderia ter reduzido a taxa de juros mais agressivamente entre janeiro e julho de 2009, com o custo de uma inflação um pouco mais alta durante um período transitório. Contudo, avaliou que no ambiente de grande incerteza seria difícil tomar medidas muito diferentes do padrão. Além disso, as condições institucionais para a queda da Selic não haviam sido preparadas, tal como a regra de remuneração da caderneta de poupança⁴⁵. Já para Resende (2011a, p. 11; 2011b), houve uma oportunidade desperdiçada pelo governo brasileiro logo após a intensificação da crise financeira em que o aumento da poupança externa (déficit em transações correntes) com

⁴⁵ Por regra do BCB a caderneta de poupança rende 0,5 a.m., ou 6% a.a., acrescida da Taxa Referencial. Dessa forma, a Selic teria um piso, abaixo do qual faria com que houvesse migração em massa de recursos dos títulos do governo e de fundos de renda fixa para a poupança.

desvalorização cambial não implicou em aceleração inflacionária. No entanto, o autor avaliou que a resposta do governo à crise, na qual combinou política fiscal fortemente expansionista e política monetária moderadamente expansionista foi equivocada. Isto porque no país, ao contrário dos Estados Unidos, não havia problema de superendividamento e insuficiência de demanda efetiva. Nesta situação, a resposta mais adequada seria aumento da poupança do governo e uma política monetária mais agressiva, com maior redução da taxa de juros. Caso o governo brasileiro adotasse esta estratégia após a crise, o Brasil estaria em um equilíbrio macroeconômico mais sustentável com taxa de juros menor e taxa de câmbio mais desvalorizado em relação ao período pré-crise (RESENDE, 2011a, p. 11; 2011b).

4.3 Considerações finais

Este capítulo teve por objetivo analisar a segunda fase da atuação do BCB na crise. Conforme foi analisado anteriormente, o BCB deixou o principal instrumento de política monetária, a taxa Selic, inalterada em 2008. Como o BCB temia que a inflação ultrapassasse a meta, a flexibilização na taxa de juros teve que esperar até janeiro de 2009. Os fatores que colocavam em risco o cumprimento da meta na visão da autoridade monetária eram o descompasso entre oferta e demanda e a depreciação cambial. No entanto, havia indícios explícitos que o BCB poderia reduzir a Selic em outubro e principalmente em dezembro. A atividade econômica deteriorou-se significativamente e se instalou um ambiente recessivo no Brasil, o que enfraqueceu a tese de deslocamento entre oferta e demanda. Por sua vez, a forte queda nos preços no atacado e a recessão impediram que a desvalorização cambial fosse transmitida para os preços, assim como as expectativas inflacionárias começaram a se reduzir no final de novembro. Além disso, o capítulo encontrou evidências na literatura de que era possível o BCB ter reduzido a Selic em 2008. Enquanto que para alguns autores o RMI se mostrou inadequado para gerir a crise, para outros a anormalidade da situação exigia uma flexibilização temporária do regime.

Adicionalmente, a política de liberação de compulsórios se mostrou pouco efetiva para liberação da liquidez, conforme indica as diversas alterações nas regras do recolhimento em outubro e novembro. Entre as causas mais prováveis duas se destacam: a elevada preferência pela liquidez dos bancos e a necessidade do BCB realizar operações compromissadas para evitar que a Selic caísse abaixo da meta. (ênfase que aumentou a incerteza)

Por outro lado, a manutenção taxa básica de juros em 2008 não foi fenômeno exclusivo do Brasil. Dos países latino-americanos que utilizam o RMI, apenas a Colômbia reduziu a taxa de juros em dezembro daquele ano. Embora este exercício fosse importante para eliminar o senso comum de que tanto os países desenvolvidos quanto os emergentes reduziram a taxa de juros em 2008, os dados de inflação e taxa de juros no Brasil trouxeram outro indício de que o país poderia ter reduzido a Selic. Afinal, o Brasil era o único país da amostra selecionada em que a inflação em doze meses permanecia no intervalo de tolerância da meta.

Assim sendo, a impressão que fica da atuação na crise é que o BCB achou que seria possível desconcentrar a liquidez apenas com medidas específicas de liquidez, não sendo necessária a alteração na taxa Selic. Contudo, a gravidade dos efeitos da crise sobre o Brasil e anormalidade da situação exigiram doses de ousadia e de improvisação por parte do BCB, em que a meta de inflação poderia ficar em um segundo plano. Entretanto, conforme foi visto no capítulo 1, o RMI assume diversas formas de flexibilidade, na qual a própria institucionalidade do regime permite atribuir pesos para a inflação e para o produto. Dessa forma, não era preciso romper com o regime de metas, mas apenas aumentar o peso que o BCB concedesse ao produto e ao emprego. Portanto, a defesa por parte do BCB da meta de inflação a qualquer custo parece ser um claro sinal da rigidez que o RMI assumiu no país durante o período.

CONCLUSÃO

Este trabalho teve por objetivo analisar a atuação do BCB na crise financeira de 2008/2009, tendo como referência o RMI como arcabouço de política monetária. Para tanto, o procedimento metodológico utilizado foi à análise e sistematização de documentos oficiais, como o Relatório Trimestral de Inflação, o Relatório de Estabilidade Financeira e as atas das reuniões do Copom.

De maneira geral, os BCs atuam nos mercados e executam a política monetária com base em algum guia de orientação, que se caracteriza pelo regime de política monetária e pela âncora nominal utilizados. A partir dos anos 1990 formou-se um consenso em relação à execução da política macroeconômica, especialmente no que diz respeito à política monetária, denominado Novo Consenso Macroeconômico. Fundamentalmente, o Novo Consenso defende que os *policymakers* não podem sustentar de modo permanente o crescimento do produto e do emprego com políticas ativas e discricionárias. Por isso, a política monetária deve ser a principal política macro e ser orientada essencialmente para a busca da estabilidade de preços. Dessa forma, é importante observar que o Novo Consenso justifica a adoção do RMI quanto arcabouço de política de BCs.

O RMI consiste em um anúncio público de uma meta para a taxa de inflação a ser perseguida pelo BC. A adoção do regime de metas pressupõe que a estabilidade de preços consiste no objetivo prioritário, senão único, da política monetária. Diversas características particularizam o RMI, entre os quais se destacam a transparência, a *accountability*, a credibilidade e a *constrained discretion*. O RMI fornece, ainda, uma âncora nominal por meio da qual o BC realiza a gestão das expectativas inflacionárias dos agentes. O regime é operacionalizado com a calibragem da taxa de juros de curto prazo do mercado de reservas bancárias, tendo como referência uma função de reação à lá Taylor. Entretanto, como a política monetária apresenta defasagens, a Autoridade Monetária toma as decisões de política com base na previsão da inflação e não na inflação corrente. Sendo assim, a execução da política monetária no RMI ocorre em um cenário prospectivo.

Com a crescente popularização do RMI, o Brasil adotou o regime em julho de 1999 com o objetivo de ancorar as expectativas inflacionárias e controlar a inflação. Na prática, o governo brasileiro necessitava consolidar os ganhos da estabilização da taxa de inflação após o abandono das bandas cambiais, em janeiro daquele ano. Até 2003 o comportamento do regime no país foi irregular, com períodos de cumprimento (1999 e 2000) e outros de descumprimento (2001, 2002 e 2003) das metas estabelecidas. A partir de 2004 a taxa de inflação permaneceu na casa de um dígito e no intervalo de tolerância da meta. Isto levou o BCB afirmar que o regime de metas amadureceu e que a potência da política monetária aumentou significativamente no período. Dessa forma, a diminuição das taxas de inflação associado à queda nas taxas juros permitem que se afirme que o RMI foi bem sucedido no controle da inflação.

Entretanto, a intensificação da crise financeira em setembro de 2008 introduziu novos elementos à execução da política. A crise atingiu o Brasil por intermédio da redução das linhas de financiamentos externos, da depreciação cambial, da redução da demanda por produtos brasileiros e do aumento da aversão ao risco dos bancos. A partir de então, o BCB passou a atuar nos mercados financeiro, monetário e cambial como forma de recompor os níveis de liquidez das instituições financeiras, assim como normalizar as operações de crédito. No entanto, a Autoridade Monetária não utilizou em 2008 o principal instrumento que tem a disposição no RMI, isto é, a taxa Selic. O BCB elevou a taxa Selic para 13,75% a.a. na reunião de setembro de 2008 que antecedeu a quebra do *Lehman Brothers* e manteve-a inalterada nas reuniões de outubro e dezembro. Adicionalmente, o Ministério da Fazenda, sobretudo na figura dos bancos públicos, editou medidas monetárias que auxiliaram a normalização das condições de crédito.

No que se refere às medidas do BCB, pode-se destacar: 1) redução e alteração na composição do recolhimento de encaixes compulsórios. As ações do BCB se concentraram na liberação dos depósitos a prazo na medida em que o diagnóstico da Autoridade Monetária se caracterizou por uma situação de empocamento de liquidez nos grandes bancos, e que as instituições pequenas e médias não possuíam níveis desejáveis de liquidez; 2) aperfeiçoamento da legislação que baliza as operações de redesconto, assim como estabelecimento de critérios e de títulos elegíveis. Segundo o

argumento oficial esta modalidade não foi utilizada no período; 3) ampliação no sistema de seguro de depósitos com a criação do DPGE no âmbito do FGC o qual garantiu depósitos a prazo de até R\$ 20 milhões por aplicador. Com o DPGE, o BCB buscava ampliar a captação de depósitos de instituições menores que se deparavam em situação de restrição de liquidez; 4) Atuação no mercado de câmbio para conter a restrição de liquidez em moeda estrangeira e a desvalorização do Real. O BCB interveio no mercado com vendas de dólares no mercado à vista de câmbio, vendas de dólares com compromisso de recompra e empréstimos de reservas para empresas exportadoras pelas quais negociou aproximadamente US\$ 32 bilhões entre setembro de 2008 a março de 2009. Paralelamente, o BCB atuou no mercado futuro de câmbio e ofereceu contratos de *swap* cambial; 5) redução da taxa Selic de 13,75% para 8,75%, entre janeiro e julho de 2009.

Por seu turno, o Ministério da fazenda anunciou diversas medidas, entre as principais: 1) autorização para o BB e a CEF adquirirem participações em instituições financeiras; 2) liberação de crédito para consumo e para setores prioritários, tais como exportações, agricultura, habitacional, máquinas e equipamentos, veículos, eletrodomésticos e eletroeletrônicos; 3) Injeção de R\$ 100 bilhões no caixa do BNDES pelo Tesouro Nacional que deveria ser alocado prioritariamente no financiamento de setores que gerem postos de trabalho; 4) redução de impostos federais como IPI e IOF, criação de novas faixas do IR e redução da meta do superávit primário.

Assim sendo, é possível ter uma visão de conjunto da atuação do BCB após a intensificação da crise financeira em setembro de 2008. Como primeira questão, chama a atenção a pouca importância que a Autoridade Monetária concede aos encaixes compulsórios nos comunicados oficiais, como os relatórios de inflação e as atas do Copom. Nestes documentos o foco quase exclusivo do BCB se refere ao comportamento da taxa Selic. Contudo, o BCB utiliza os encaixes compulsórios para controlar a liquidez nos momentos que precisa, como no episódio inflacionário de 2002/2003 e na crise financeira de 2008.

Em relação às medidas de liberação de encaixes compulsórios, elas se mostraram importantes enquanto estratégia da Autoridade Monetária no enfrentamento da crise, embora os dados e o volume elevado de medidas reforçaram a tese de que

tiveram pouco efeito sobre a liberação efetiva de liquidez. O BCB buscava liberar liquidez por meio da redução dos encaixes compulsórios, mas realizava operações compromissadas com títulos federais no *open market* para evitar que a Selic caísse abaixo da meta. Neste sentido, a liberação de encaixes compulsórios teria efeitos maiores sobre a liquidez e sobre as condições de crédito caso o BCB reduzisse a Selic nas reuniões de outubro e dezembro de 2008. Por outro lado, o vai e volta das medidas relacionadas aos compulsórios aumentaram a incerteza do mercado, pois deram a entender que a Autoridade Monetária não alcançara os resultados esperados. Dessa forma, parece que a atuação do BCB na liberação de compulsórios se mostrou dúbia: o BCB desejava aumentar a liquidez com os encaixes compulsórios, mas paralelamente enxugava a liquidez com as operações compromissadas.

Sendo assim, a redução da taxa Selic pelo BCB antes de janeiro de 2009 não implicaria no rompimento do regime de metas no país, tanto pela flexibilidade do RMI quanto pela conjuntura anormal de crise. Conforme discutido no primeiro capítulo deste trabalho, o RMI não é uma regra estrita, mas possui diversos graus de flexibilidade por meio dos quais o *policymaker* tem algum grau de discricionariedade na execução da política monetária. A institucionalidade do regime permite que se conceda importância para a volatilidade do produto e do emprego na tomada de decisão do BC. Neste sentido, seria possível reduzir a taxa de juros mesmo que houvesse a ameaça de rompimento da meta inflacionária. Por sua vez, a anormalidade da situação exigia medidas rápidas e ousadas para enfrentamento dos efeitos da crise. Entretanto, o BCB manteve o seu apego a sistemática da operacionalização da política monetária no Brasil no período, na qual os movimentos na Selic foram graduais e sinalizados. Portanto, há evidências de que o RMI no Brasil se mostrou rígido neste período.

Neste sentido, o olhar estrito à sistemática do RMI parece que limitou a atuação do BCB na crise. Mesmo que a análise posterior ao acontecimento dos fatos se beneficie de informações que a Autoridade Monetária possuía no período, há indícios de que o BCB poderia reduzir a Selic antes de janeiro de 2009. No último trimestre de 2008 o ambiente recessivo impediu que a desvalorização cambial impactasse a inflação, bem como as expectativas inflacionárias se reduziram. Então, é razoável supor

que se o BCB houvesse reduzido a taxa de juros em outubro ou dezembro de 2008, a restrição de liquidez no mercado interbancário seria menor.

Dessa forma, o BCB poderia ser mais ativo no enfrentamento da crise. O argumento oficial e as estatísticas indicam que o BCB não exerceu a função de prestador de última instância na crise. Sendo assim, observa-se uma delegação implícita das funções que o BCB deveria exercer. Por um lado, a aquisição de instituições financeiras pelos bancos públicos federais (BB e CEF) motivou a indagação se as medidas do Ministério da Fazenda foram complementares ou substitutas à atuação do BCB. Por outro, a afirmação de Luciano Coutinho sobre o papel de coordenador da banca privada exercida pelo BNDES é outro indício da delegação de funções da Autoridade Monetária. Então, mesmo com os empecilhos encontrados nas operações de redesconto no país, como a limitação imposta pela LRF e o problema de estigma, a grave restrição de liquidez demandava um ativismo maior do BCB.

Portanto, há um desdobramento importante desta pesquisa. De maneira geral, a análise desenvolvida neste trabalho sugere que os BCs poderiam incluir novos instrumentos no arcabouço de política monetária. A crise revelou que o RMI se aperfeiçoaria com o emprego de outros instrumentos que não exclusivamente a taxa de juros básica. Isto porque diversos instrumentos não tradicionais do regime de metas foram usados no pior momento da crise financeira mundial. Sendo assim, a experiência brasileira e a norte-americana indicam que os encaixes compulsórios e a função de prestador de última instância podem voltar a serem utilizados na execução da política monetária. Por outro lado, embora este trabalho não se propusesse a analisar a crise, mas sim a atuação do BCB, pesquisas no âmbito do FMI e do BIS sugerem a inclusão de novos objetivos para a política monetária.

De fato, após a crise financeira de 2008/2009 há sinais de mudanças na execução da política monetária de alguns BCs, com destaque para o brasileiro. Com o anúncio de medidas macroprudenciais no término da gestão de Henrique Meireles no BCB gerou-se uma sinalização de mudança na execução da política monetária. Este movimento ganhou mais clareza com a posse Alexandre Tombini. Desde então, nota-se a inclusão das ferramentas macroprudenciais como auxiliares à política de juros, assim como o alongamento não anunciado do prazo de convergência da inflação para a meta.

Assim sendo, analisar esta aparente mudança na execução da política monetária no Brasil pós-crise financeira é um tema interessante a ser tratado em uma pesquisa futura. Por outro lado, analisar em detalhes as medidas do Ministério da Fazenda por meio da atuação dos bancos públicos entre 2008 e 2009, assim como a sua contribuição para a recuperação da economia brasileira, é outro assunto que demanda pesquisas futuras.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARESTIS, P. **New consensus macroeconomics**: a critical appraisal. New York: Levy Economics Institute of Bard College, 2009. (The working paper n. 564).

ARESTIS, P; SAWYER, M. "**New consensus**", **new keynesianism, and the economics of the "Third Way"**. New York: Levy Economics Institute of Bard College, 2002. (The working paper n. 364).

ARESTIS, P; SAWYER, M. New consensus macroeconomics and inflation targeting: Keynesian critique. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 17, n. especial, p. 631-655, dez. 2008.

BALBINO, C. E.; COLLA, E.; TELES, V. K. **A política monetária brasileira sob o regime de metas de inflação**. São Paulo: EESP-FGV, 2010. (Texto para discussão n. 244).

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de inflação. **Banco Central do Brasil**, Brasília, v. 1, n. 1, p. 1-97, jun. 1999.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Carta aberta ao Ministério da Fazenda**. 2002. Disponível em: < <http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/carta.pdf>>. Acesso em: 12 jan. 2011.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Carta aberta ao Ministério da Fazenda**. 2003a. Disponível em: < <http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/carta2003.pdf>>. Acesso em: 12 jan. 2011.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de inflação. **Banco Central do Brasil**, Brasília, v. 5, n. 1, p. 1-164, mar. 2003b.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Carta aberta ao Ministério da Fazenda**. 2004. Disponível em: < <http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/carta2004.pdf>>. Acesso em: 12 jan. 2011.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de inflação. **Banco Central do Brasil**, Brasília, v. 10, n. 4, p. 1-199, dez. 2008.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de economia bancária e crédito**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2009.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de inflação. **Banco Central do Brasil**, Brasília, v. 12, n. 4, p. 1-135, dez. 2010a

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de estabilidade financeira. **Banco Central do Brasil**, Brasília, v. 9, n. 2, p. 1-62, set. 2010b.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Sistema gerenciador de series temporais**. 2011a. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/>>. Acesso em: 24 abr. 2011.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Notas econômico-financeiras para a imprensa: setor externo**. 2011b. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/infecon/notas.asp?idioma=p>>. Acesso em: 22 set. 2011.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Notas econômico-financeiras para a imprensa: política fiscal**. 2011c. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/infecon/notas.asp?idioma=p>>. Acesso em: 28 set. 2011.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Copom: definição e histórico**. 2012. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?COPOMHIST>>. Acesso em 28 jan. 2012.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. **Implementing monetary policy in the 2000s: operating procedures in Asia and beyond**. Basel: BIS, 2008a. (BIS working paper n. 253).

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. **78th Annual Report 2007/2008**. Basel: BIS, jun. 2008b.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. **Monetary policy implementation: misconceptions and their consequences**. Basel: BIS, 2008c. (BIS working paper n. 269).

BARBOSA, N. Latin America: Counter-cyclical policy in Brazil: 2008-09. **Journal of Globalization and Development**, Berkeley, v. 1, p. 1-12, 2010.

BERNARKE, B. et al. **Inflation targeting**: lessons from the international experience. Princeton University Press, 1999.

BERNANKE, B. S.; MISHKIN, F. S. **Inflation targeting: a new framework for monetary policy?** Cambridge: National bureau of economic research, 1997. (Working Paper n. 5893).

BEVILAQUA, A. S.; MESQUITA, M.; MINELLA, A. **Brazil**: taming inflation expectations. Brasília: Banco Central do Brasil, 2007. (working paper series n. 1).

BISIGNANO, J. **Varieties of monetary policy operating procedures: balancing monetary objectives with market efficiency**. Basel: BIS, 1996. (Working Paper n. 35).

BLANCHARD, O. Is there a core of usable macroeconomics? **American Economic Review**, v. 87, n. 2, p. 244-246, may. 1997.

BLANCHARD, O. **The state of macro**. Cambridge: National bureau of economic research, 2008. (Working Paper n. 14259).

BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G.; MAURO, P. **Rethinking macroeconomic policy**. Washington: International Monetary Fund (IMF), feb. 2010. (Staff Position Note 10/03).

BLINDER, A. S. Is there a core of practical macroeconomics? **American Economic Review**, v. 87, n. 2, p. 240-243, may. 1997.

BLINDER, A. **Bancos centrais**: teoria e prática. São Paulo: editora 34, 1999.

BOGDANSKI, J.; TOMBINI, A. A.; WERLANG, S. R. **Implementing inflation targeting in Brazil**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2000. (Working Paper Series n. 129).

BRASIL. Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999. Estabelece a sistemática de “metas de inflação” como diretriz para fixação do regime de política monetária e dá outras providências correlatas. **Diário oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 22 jun. 1999. Disponível em: www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/D3088.htm. Acesso em: 13 jan. 2012.

BULLIO et al. A atuação do Fed antes e depois do estouro da bolha imobiliária: discricionariedade e mandato de bancos centrais em contexto de desregulamentação financeira. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 20, n. 2, p. 329-364, ago. 2011.

CARARE, A.; STONE, M. R. **Inflation targeting regimes**. Washington: IMF, jan. 2003. (Working Paper 03/9).

CARNEIRO, R. **O Desenvolvimento brasileiro pós-crise financeira: oportunidades e riscos**. Campinas: IE-Unicamp/Cecon, 2010. (Textos avulsos n. 4).

CARNEIRO, D.; BOLLE, B. M. Como responder ao *trade-off* risco vs. eficiência. In: BACHA, E. L.; GOLDFAJN, I. (orgs.). **Como reagir à crise?** Políticas econômicas para o Brasil. Rio de Janeiro: IEPE/CdG, 2008a.

CARNEIRO, D.; BOLLE, B. M. Metas inflacionárias e crise externa: o que fazer? Um resumo. In: BACHA, E. L.; GOLDFAJN, I. (orgs.). **Como reagir à crise?** Políticas econômicas para o Brasil. Rio de Janeiro: IEPE/CdG, 2008b.

CARVALHO, C. E.; OLIVEIRA, G. C.; TEPASSÊ, A. C. A relevância da atuação dos bancos públicos federais brasileiros diante dos impactos da crise financeira internacional. In: ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA. **Dossiê da crise II**. [S.l]: AKB, 2010.

CARVALHO, C. E.; OLIVEIRA, G. C.; MONTEIRO, M. B. **O Banco Central do Brasil: institucionalidade, relações com o estado e com a sociedade civil, autonomia e controle democrático**. Rio de Janeiro: IPEA, 2010. (Texto para Discussão n. 1.518).

CURRADO, M.; OREIRO, J. L. Metas de inflação: uma avaliação do caso brasileiro. **Ensaios FEE**, Porto Alegre, v. 33, n. 2, p. 127- 146, set. 2005.

FERREIRA, T. P.; PETRASSI, M. B. S. **Regime de metas de inflação**: resenha sobre a experiência internacional. Brasília: BCB, 2002. (Notas técnicas do BCB n. 30).

FOCS, F.; WU, T. Liquidez e Juros são políticas independentes? In: BACHA, E. L.; GOLDFAJN, I. (orgs.). **Como reagir à crise?** Políticas econômicas para o Brasil. Rio de Janeiro: IEPE/CdG, 2008.

FOLHA DE SÃO PAULO. Bancos públicos irão suprir o mercado. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, 19 out. 2008. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi1910200805.htm>>. Acesso em: 19 jan. 2012.

FRAGA NETO, A. Dez anos de metas para a inflação. In: BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Dez anos de metas para a inflação no Brasil: 1999-2009**. Brasília: BCB, 2011.

FREEDMAN, C.; OTKER-ROBE. **Important elements for inflation targeting for emerging economies**. Washington: IMF, may. 2010. (Working Paper 10/113).

FREITAS, M. C. P. Banco Central independente e coordenação das políticas macroeconômicas: lições para o Brasil. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 15, n. 2, p. 269-293, ago. 2006.

FREITAS, M. C. P. Os efeitos da crise global sobre o Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito. **Estudos avançados**, São Paulo, v. 23, n. 66, p. 125-145, 2009.

FUNDAÇÃO DO DESENVOLVIMENTO ADMINISTRATIVO. **Política monetária no Brasil em 2008**. São Paulo: Fundap, 2009.

GIAMBIAGI, F.; MATHIAS, A.; VELHO, E. **O aperfeiçoamento do regime de metas de inflação no Brasil**. Brasília: Rio de Janeiro, 2006. (Texto para discussão n. 1.183).

GLEIZER, D. L. considerações acerca da política de provisão de liquidez. In: BACHA, E. L.; GOLDFAJN, I. (orgs.). **Como reagir à crise?** Políticas econômicas para o Brasil. Rio de Janeiro: IEPE/CdG, 2008.

GOMES, C.; AIDAR, O. Metas inflacionárias, preços livres e administrados no Brasil: uma análise econométrica. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA. 2004, XXXII., João Pessoa. **Anais eletrônicos...** João Pessoa: ANPEC, dez. 2004. Disponível em: <<http://www.anpec.org.br/encontro2004/artigos/A04A031.pdf>>. Acesso em: 07 set. 2010.

GOODFRIEND, M. **How the world achieved consensus on monetary policy.** Cambridge: National Bureau of Economic Research (NBER), nov. 2007. (Working Paper, n. 13580).

GOODFRIEND, M.; KING, R. G. **The new classical synthesis and the role of monetary policy.** Richmond: The Federal Reserve Bank of Richmond, 1997. (Working paper series n. 98-05).

GREEN, J. H. Inflation targeting: theory and policy implications. **IMF Staff Papers**, v. 43, n. 4. pp. 779-795, dec. 1996.

HERON, E. A new consensus on monetary policy? **Revista Brasileira de Economia Política**, São Paulo, v. 23, n. 4, p. 3-27, out./dez. 2003.

HERRERA, H. et al. Effects of reserve requirements in an inflation targeting regime: the case of Colombia. In: BIS Papers n. 54. **The global crisis and financial intermediation in emerging market economies.** Basel: BIS, 2010.

HOLLAND, M.; MORI, R. **Respostas à crise financeira de 2008 de uma perspectiva brasileira.** São Paulo: EESP-FGV, mar. 2010. (Texto para Discussão n. 249).

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Série de dados.** 2011. Disponível em: <www.ibge.gov.br>. Acesso em: 10 abr. 2011.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Central Banking lessons from the crisis.** Washington: IMF, may. 2010.

ISMAEL, R. et al. Entrevista com Luciano Coutinho. **Cadernos do Desenvolvimento**, Rio de Janeiro, v. 6, n. 9, p. 406-419, jul/dez-2011.

KEYNES, J. M. **Teoria geral do emprego, do juro e do dinheiro**. São Paulo: Abril Cultural, 1983. (Coleção “Os Economistas”).

KYDLAND, F.; PRESCOTT, E. Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. **Journal of Political Economy**, v. 85, n. 3, p. 473-491, 1977.

LAVOIE, M. A post-Keynesian alternative to the new consensus on monetary policy. In: ADEK Conference. 2002. Dijon. **Anais eletrônico...** Dijon: CEMF, 2002. Disponível em: <http://aix1.uottawa.ca/~robinson/Lavoie/Courses/2007_ECO6183/Dijon-consensus.pdf>. Acesso em: 26 nov. 2010.

LEAL FILHO, R. S. Anotações para uma crítica ao uso da modelagem DSGE para definição de políticas macroeconômicas. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA (AKB). 2010, III., São Paulo. **Anais eletrônicos...** São Paulo: AKB, ago. 2010. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/>>. Acesso em: 26 set. 2010.

LIRIO, S., A. Keynes sofre o mesmo destino de Marx. **Carta Capital**, São Paulo, ano XVIII, n. 670, 18 ago. 2011. Entrevista. Disponível em: <<http://www.cartacapital.com.br/economia/%E2%80%98keynes-sofre-o-mesmo-destino-de-marx%E2%80%99/>>. Acesso em: 30 ago. 2011.

LOPES, F. Risco cambial, besouros e borboletas. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 15 jun. 2011. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/arquivo/893453/sobre-risco-cambial-besouros-e-borboletas>>. Acesso em: 2 set. 2011.

MANKIW, N. G. The macroeconomist as scientist and engineer. **Journal of Economic Perspectives**, v. 20, n. 4, p. 29-46, fall 2006.

McCALLUM, B. T. Recent developments in the analysis of monetary policy rules. **Federal Reserve Bank of St. Louis**. St. Louis, v. 83, n. 5, p. 3-13, nov. – dec. /1999.

MENDONÇA, A. R. B.; DEOS, S. O papel dos bancos públicos e a experiência brasileira recente. In: ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA. **Dossiê da crise II**. [S.l.]: AKB, 2010.

MESQUITA, M.; TORÓS, M. **Considerações sobre a atuação do Banco Central na crise de 2008**. Brasília: Banco Central do Brasil, mar. 2010. (Trabalho para Discussão n. 202).

MEYER, L. H. Does money matter? **Federal Reserve Bank of St. Louis**. St. Louis, v. 83, n. 5, p. 1-16, sep. - oct./2001.

MINISTÉRIO DO TRABALHO E DO EMPREGO. **Série de dados**. 2011. Disponível em: <www.mte.gov.br>. Acesso em: 10 abr. 2011.

MISHKIN, F. S. **International experiences with different monetary policy regimes**. Cambridge: National Bureau of Economic Research (NBER), mar. 1999. (Working Paper, n. 7044).

MISHKIN, F. S. **Inflation targeting in emerging market countries**. Cambridge: National Bureau of Economic Research (NBER), mar. 2000. (Working Paper, n. 7618).

MISHKIN, F. S. **Monetary policy strategy: lessons from the crisis**. Cambridge: National Bureau of Economic Research (NBER), feb. 2011. (Working Paper, n. 16755).

MISHKIN, F. S.; POSEN, A. S. **Inflation Targeting: Lessons from Four Countries**. Cambridge: National Bureau of Economic Research (NBER), aug. 1997. (Working Paper, n. 6126).

MODENESI, A. M. **Regimes monetários: teorias e experiência do real**. Barueri: Manole, 2005.

MONTORO, C.; MORENO, R. The use of reserve requirements as a policy instrument in Latin America. **BIS Quarterly Review**, Basel, p. 53-65, mar. 2011.

OLIVEIRA, G. C. O comportamento do crédito e a reação do Banco Central e do sistema financeiro público e privado aos efeitos da crise internacional. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA (AKB). 2009, II., Porto Alegre. **Anais eletrônicos...** São Paulo: AKB, set. 2009. Disponível em: <<http://www.ppgs.ufrgs.br/akb/encontros/2009/49.pdf>>. Acesso em: 26 jan. 2011.

OREIRO, J. L. et al. Metas de inflação, independência do banco central e a governança da política monetária no Brasil: análise e proposta de mudança. In: _____; PAULA, L. F.; SOBREIRA, R. **Política monetária, bancos centrais e metas de inflação**: teoria e experiência brasileira. Rio de Janeiro: FGV, 2009.

OREIRO, J. L.; ARAÚJO, E. Sim, o Banco Central errou, e muito, na condução da política monetária durante a crise financeira mundial. A experiência internacional com regimes de metas de inflação: um estudo com painel dinâmico. In: FÓRUM DE ECONOMIA DE SÃO PAULO. 2009, VI., São Paulo. **Anais eletrônicos...** São Paulo: EESP-FGV, set. 2009. Disponível em: <http://www.eesp.fgv.br/forum_detalhe.php?idForum=13>. Acesso em: 9 jul. 2010.

RESENDE, A. L. **A armadilha brasileira**. Rio de Janeiro: IEPE/CdG, 2011a. (Texto para discussão n. 19).

RESENDE, A. L. A crise de 2008 ainda não terminou. **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 15 ago. 2011b.

REUNIÃO DO COMITÊ DE POLÍTICA MONETÁRIA, 137^a., 2008. **Ata...**Brasília: BCB, 2008a. Disponível em: < <http://www.bcb.gov.br/?COPOM137>>. Acesso em: 12 ago. 2010.

_____, 138^a., 2008. **Ata...**Brasília: BCB, 2008b. Disponível em: < <http://www.bcb.gov.br/?COPOM138>>. Acesso em: 12 ago. 2010.

_____, 139^a., 2008. **Ata...**Brasília: BCB, 2008c. Disponível em: < <http://www.bcb.gov.br/?COPOM139>>. Acesso em: 12 ago. 2010.

_____, 140^a., 2009. **Ata...**Brasília: BCB, 2009a. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?COPOM140>>. Acesso em: 12 ago. 2010.

_____, 144^a., 2009. **Ata...**Brasília: BCB, 2009b. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?COPOM144>>. Acesso em: 28 mar. 2011.

_____, 145^a., 2009. **Ata...**Brasília: BCB, 2009c. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?COPOM145>>. Acesso em: 28 mar. 2011.

_____, 155^a., 2010. **Ata...**Brasília: BCB, 2010. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?COPOM155>>. Acesso em: 07 jan. 2012.

RODRIGUES, T.; LEME, M. C. S. Descumprimento das metas, expectativas de inflação e taxa de juros: o regime monetário brasileiro. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA. 2009, XXXVII., Foz do Iguaçu. **Anais eletrônicos...** Foz do Iguaçu: ANPEC, dez. 2009. Disponível em: <<http://www.anpec.org.br/encontro2009/inscricao.on/arquivos/000-fc26fd6ab1435d412c360b6fdf958499.pdf>>. Acesso em: 05 abr. 2010.

ROMER, D. **Advanced macroeconomics**. 3rd ed. New York: McGraw-Hill Irwin, 2006.

ROMERO, C.; RIBEIRO, A. Os bastidores da crise. **Valor Econômico**, Brasília, 13 nov. 2009. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/arquivo/793505/os-bastidores-da-crise>>. Acesso em: 7 mai. 2010.

ROSSI, P. **A crise de 2008 ainda não terminou**. dinâmicas de arbitragem e da especulação. Campinas: IE-Únicamp/ Cecon, 2011. (Textos avulsos n. 7).

SELON, G. H.; WEINER JR, S. E. Monetary policy without reserve requirements: analytical issues. **The Economic Review Federal Reserve Bank of Kansas City**, Kansas, p. 5-24, fourth quarter 1996.

SNOWDON, B.; VANE, H. R. **Modern macroeconomics: its origins, development and current state**. Cheltenham: Edward Elgar, 2005.

SQUEFF, G. C.; OREIRO, J. L.; PAULA, L. F. Flexibilização do regime de metas de inflação em países emergentes: uma abordagem pós-keynesiana. In: OREIRO, J. L.; PAULA, L. F.; SOBREIRA, R. **Política monetária, bancos centrais e metas de inflação: teoria e experiência brasileira**. Rio de Janeiro: FGV, 2009.

SVENSSON, L. E. O. **Inflation forecast targeting: implementing and monitoring inflation targets**. Cambridge: National Bureau of Economic Research (NBER), oct. 1996. (Working Paper, n. 5797).

SVENSSON, L. E. O. **Inflation targeting: some extensions**. Cambridge: National Bureau of Economic Research (NBER), mar. 1997. (Working Paper, n. 5962).

SVENSSON, L. E. O. Inflation targeting as a monetary policy rule. **Journal of Monetary Economics**, v. 43, issue 3, p. 607-654, jun. 1999.

SVENSSON, L. E. O. **Inflation targeting**. Cambridge: National Bureau of Economic Research (NBER), dec. 2010. (Working Paper, n. 16654).

TAYLOR, J. B. Discretion versus policy rules in practice. **Carnegie-Rochester conference series on public policy**, Rochester, n. 39, p. 195-214, 1993.

TAYLOR, J. B. A core of practical macroeconomics. **American Economic Review**, v. 87, n. 2, p. 233-235, may. 1997.

TEIXEIRA, A. M.; MISSIO, F. J. O “novo” consenso macroeconômico e alguns *insights* da crítica heterodoxa. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 20, n. 2, p. 273-297, ago. 2011.

TORRES, M. J. R. **Operacionalidade da política monetária no Brasil**. 1999. 183 f. Tese (Doutorado em economia) – Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1999.