

## **A POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL EM 2008**

### **RESUMO**

Em 2008, o Banco Central do Brasil conduziu a política monetária para manter a inflação no centro da meta (IPCA igual a 4,5%), com base no diagnóstico de que havia “risco relevante para o panorama inflacionário”, em razão do descompasso persistente entre o ritmo da expansão da demanda e o da oferta doméstica. Em resposta à forte elevação do preço dos alimentos ao longo do primeiro semestre daquele ano, puxada pela alta acelerada dos preços das *commodities* agrícolas no mercado internacional (que levou o IPCA acumulado em doze meses a se distanciar cada vez mais do centro da meta), a autoridade monetária iniciou, no mês de abril, uma nova fase de alta da Selic que só seria interrompida em outubro, quando a economia brasileira já havia sido fortemente atingida pelos impactos do aprofundamento da crise global. Em quatro reuniões consecutivas, o Comitê de Política Monetária (Copom) elevou a meta Selic, que saltou de 11,25% a.a., no início de abril, para 13,75% em setembro. O último aumento da meta da taxa básica de juros ocorreu no dia 10 de setembro, em meio à intensificação das turbulências nos mercados financeiros internacionais e ao movimento de intensa deflação nos preços internacionais das *commodities* agrícolas e do petróleo. Nas duas últimas reuniões do ano, realizadas nos meses de outubro e dezembro, o Copom manteve a meta Selic no elevado patamar de 13,75%, em flagrante contraste com a redução expressiva das taxas de juros oficiais praticadas pelos bancos centrais de economias centrais e periféricas. Fortemente afetada pela crise global sistêmica, tanto pela via do comércio como pela via dos fluxos de capitais, a economia brasileira sofreu as consequências da abrupta retração do crédito e desacelerou fortemente no último trimestre do ano. Tudo indica que o BCB errou duas vezes: (1) ao insistir no diagnóstico de que a economia brasileira estava crescendo acima do seu potencial e (2) por não vislumbrar a gravidade da desaceleração em curso nas economias avançadas, associada ao movimento de desalavancagem do sistema financeiro e de deflação dos ativos.

## A POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL EM 2008

### INTRODUÇÃO

Esta nota técnica examina a condução da política monetária em 2008, com ênfase na ação do Banco Central do Brasil (BCB) ante o efeito-contágio, na economia brasileira, da crise financeira internacional, que se tornou sistêmica a partir da falência do Lehman Brothers em 15 de setembro daquele ano. Como hipótese de interpretação, defende-se o argumento de que a ação do BCB no último trimestre de 2008 foi na contramão dos bancos centrais das principais economias centrais e de várias economias periféricas, inclusive daqueles países que adotam regime de metas de inflação, à semelhança do Brasil. O Comitê de Política Monetária (Copom) elevou, em setembro, a meta da taxa Selic, mantendo-a inalterada em outubro e em dezembro, devido, de um lado, à rigidez do formato institucional do regime de metas e, de outro, a um erro de avaliação em relação à gravidade da crise global e de seus impactos sobre os fluxos financeiros e comerciais, e, sobretudo, sobre as expectativas dos agentes.

A análise está organizada da seguinte forma. A próxima seção apresenta a estratégia de condução da política monetária em 2008, com ênfase nos diagnósticos que embasaram as decisões do Copom. A seção seguinte analisa a ação do BCB no contexto de agravamento da crise global e de suas repercussões na economia brasileira. Na última seção, à guisa de conclusão, são apresentadas as perspectivas para 2009.

### A CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA EM 2008

No Brasil, onde vigora desde julho de 1999 o regime de metas de inflação<sup>1</sup>, o Banco Central efetua modificações na meta da taxa básica de juros (taxa Selic) com o propósito de influenciar as expectativas dos agentes privados. O objetivo é manter a inflação na meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) para o ano-calendário (janeiro a dezembro) mediante o monitoramento das expectativas em relação à evolução da inflação, da taxa de juros e do desempenho da atividade econômica. Nessa estratégia de condução da política monetária, as decisões relativas à meta da taxa de juros são tomadas com base nos cenários prospectivos de desempenho macroeconômico, delineados nos relatórios de inflação divulgados trimestralmente pela autoridade monetária.

Em 2008, a política monetária foi executada para manter a inflação, medida pelo IPCA, em 4,5% a. a., com intervalo de tolerância de +/-2 pontos percentuais (Gráfico 1). No Relatório de Inflação, divulgado em dezembro de 2007, com o diagnóstico de que havia “risco relevante para o panorama inflacionário”, em razão do descompasso persistente entre o ritmo da expansão da demanda e o da oferta doméstica, o BCB previa que a inflação acumulada em doze meses atingiria 4,6% no primeiro trimestre de 2008, alcançando o valor máximo de 4,9% no terceiro trimestre, desacelerando para 4,4% no final do ano.

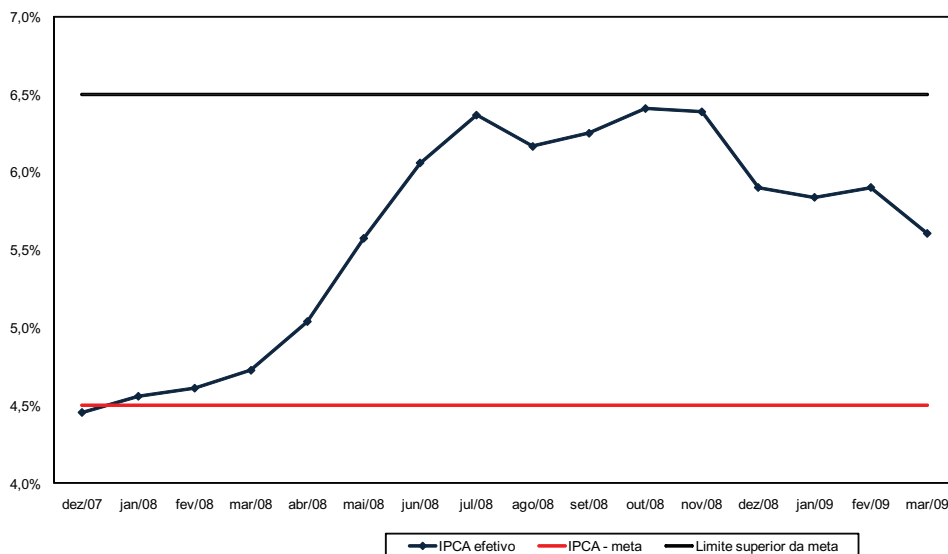
Todavia, a forte e contínua elevação nos preços internacionais dos alimentos e do petróleo<sup>2</sup>, ao longo do primeiro semestre de 2008, repercutiu sobre o nível de preço dos bens não duráveis no

---

1 Sobre o regime de metas de inflação ver, a nota técnica do Grupo de Conjuntura *Regime de Meta de Inflação em Perspectiva Comparada*, disponível em: <http://www.fundap.sp.gov.br>.

2 Entre o agosto de 2007 e julho de 2008, os preços das *commodities* primárias, notadamente petróleo e alimentos, subiram acentuadamente. Seja pelo descompasso entre a oferta e a demanda nos respectivos mercados, seja pela depreciação do dólar, esses preços também foram pressionados pela especulação financeira. Em um contexto de contínua redução da taxa de juros nos Estados Unidos, aumentou a atratividade das *commodities* como forma alternativa de valorização da riqueza, resultando na disparada da inflação mundial. Sobre esse ponto, ver a nota técnica do Grupo de Conjuntura *Inflação Mundial e Preços de Commodities*, disponível em: <http://www.fundap.sp.gov.br>

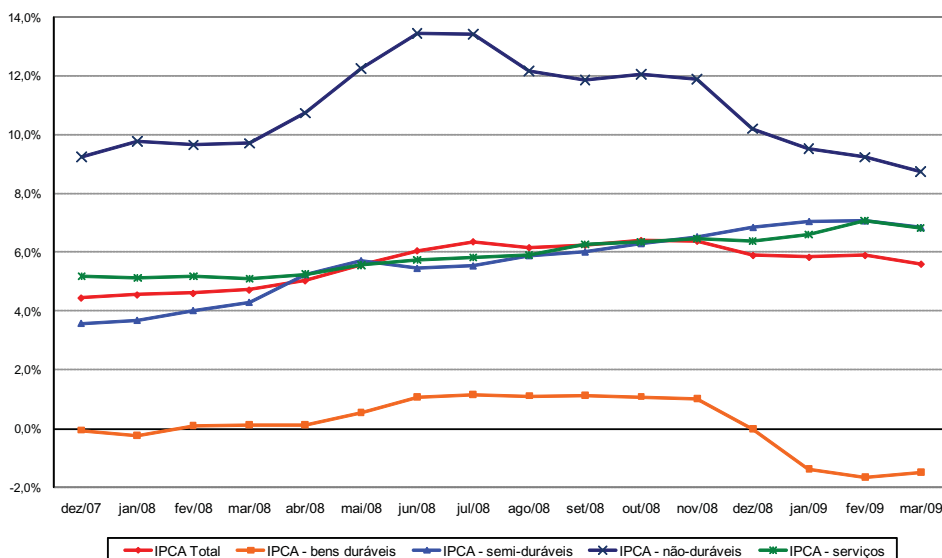
**GRÁFICO 1. META DO IPCA E IPCA EFETIVO (ACUMULADO EM DOZE MESES, EM %)**



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: Grupo de Conjuntura - Fundap.

Brasil (Gráfico 2). Sob a pressão dos preços dos alimentos, a variação do IPCA acumulada em doze meses foi-se distanciando cada vez mais do centro da meta perseguida pelo BCB.

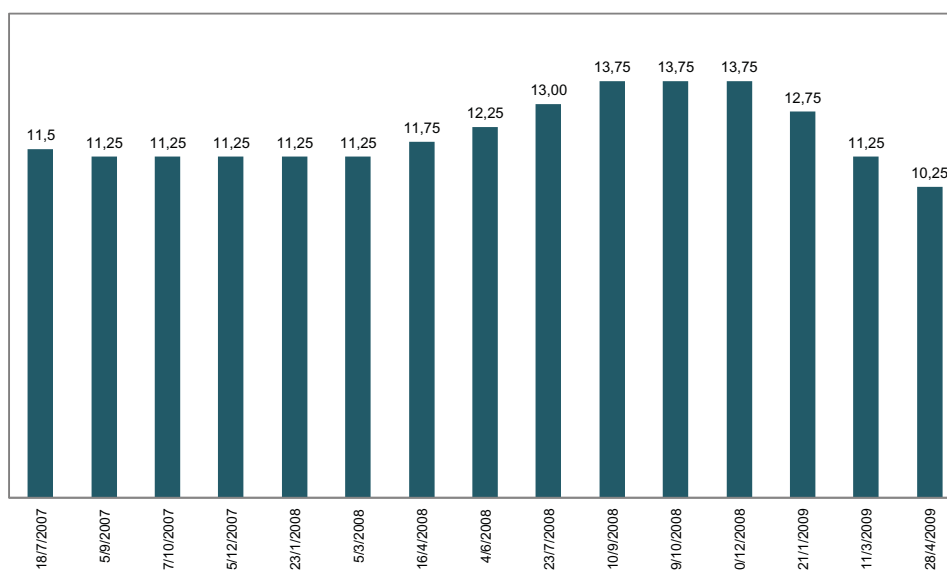
**GRÁFICO 2. EVOLUÇÃO DO IPCA (ACUMULADO EM DOZE MESES, EM %)**



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: Grupo de Conjuntura - Fundap.

Ante a intensificação da inflação observada e esperada, a autoridade monetária decidiu aumentar em 0,5 pontos percentuais a meta da taxa da básica de juros no dia 16 de abril, que foi elevada de 11,25% a.a. para 11,75% a.a. (Gráfico 3). Tem-se, assim, o início uma nova fase de alta da Selic que só seria interrompida em outubro, quando a economia brasileira já havia sido fortemente atingida pelos impactos do aprofundamento da crise global.

**GRÁFICO 3. EVOLUÇÃO DA META DA TAXA SELIC (% A.A)**



Fonte: Banco Central do Brasil. ELaboração: Grupo de Conjuntura - Fundap.

Essa decisão do Copom apoiou-se no diagnóstico de elevação dos riscos inflacionários internos e externos. No âmbito doméstico, a fonte de risco seria a contínua expansão da economia doméstica, com redução da capacidade ociosa e demanda fortemente aquecida, estimulada pela ampliação do crédito e pelo aumento de renda.

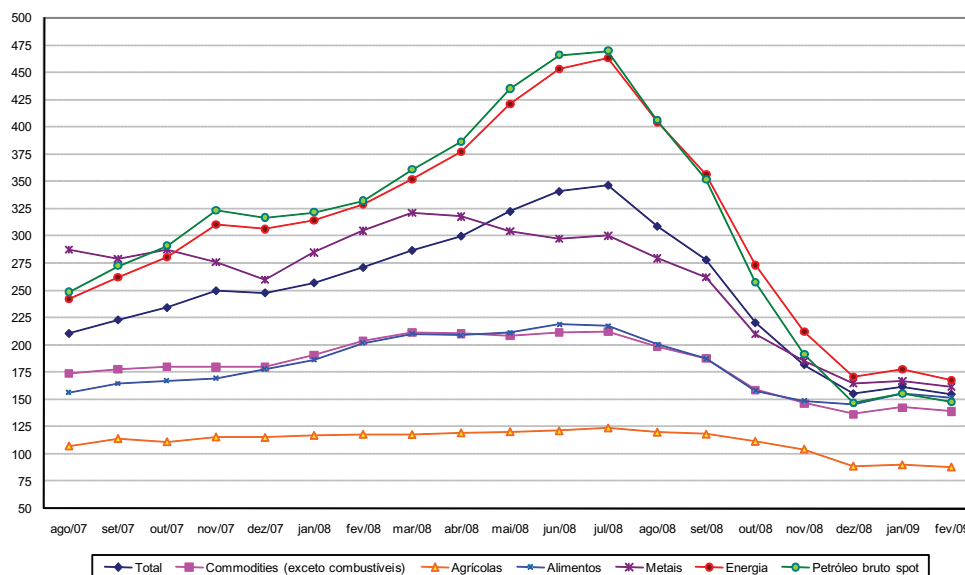
Em relação aos riscos externos, avaliava-se que a trajetória da inflação brasileira poderia ser influenciada tanto pela volatilidade dos preços das *commodities* agrícolas e do petróleo como pela desaceleração mais intensa e generalizada das economias avançadas. Essa última poderia, por sua vez, ter efeitos diversos. Do lado positivo, a desaceleração das economias centrais teria o potencial de arrefecer as pressões resultantes dos recordes sucessivos dos preços das *commodities* agrícolas e do petróleo, que vinham contaminando a inflação doméstica e as expectativas dos empresários e consumidores. Do lado negativo, poderia impactar desfavoravelmente sobre a inflação doméstica por intermédio da taxa de câmbio, em razão da provável apreciação do dólar em um cenário de elevação da aversão ao risco sobre os ativos financeiros brasileiros.

A escalada dos preços dos alimentos contribuiu para ampliar e acelerar o desvio da taxa acumulada em doze meses em relação ao centro da meta nos meses de abril (5,0%), maio (5,6%) e junho (6,1%). Em resposta ao recrudescimento das pressões inflacionárias e com o intuito de evitar a piora das expectativas e, em consequência, a deterioração da dinâmica inflacionária, o Copom voltou a subir a meta Selic em 0,5 p.p. na reunião do dia 4 de junho e em 0,75 p.p. na reunião do dia 23 de julho, elevando-a para 13,0% (ver Gráfico 3). Embora a trajetória ascendente do IPCA fosse claramente ditada pela alta dos preços das *commodities*, as atas do Copom insistiam na existência de pressões associadas ao descompasso entre o ritmo de expansão da demanda doméstica e da oferta.

O quarto (e último) aumento da meta da taxa Selic ocorreu no dia 10 de setembro, em meio à intensificação das turbulências nos mercados financeiros internacionais. Com os preços das *commodities* já em trajetória de forte queda desde meados de julho (Gráfico 4), em razão da rápida desaceleração das economias centrais, a justificativa para uma nova alta de 0,75 p.p. na meta Selic foi o diagnóstico

de persistente descompasso entre a demanda doméstica e a oferta. Na avaliação do BCB, o excesso de demanda interna em relação ao “produto potencial” fornecia o combustível para acelerar a inflação, exigindo uma atuação firme e “tempestiva da política monetária”.

**GRÁFICO 4. EVOLUÇÃO DOS PREÇOS DAS COMMODITIES (2000=100)**



Fonte: IFS - FMI. Elaboração: Grupo de Conjuntura - Fundap.

A alta da meta Selic, às vésperas da quebra do Lehman Brothers e da transformação da crise financeira em crise global sistêmica, suscita algumas dúvidas. Mesmo reconhecendo que os bancos centrais reúnem um conjunto de informações não disponíveis aos agentes econômicos privados, o diagnóstico de descompasso entre o ritmo de expansão da demanda interna e da oferta não parece correto à luz de vários indicadores disponíveis em setembro e/ou divulgados nos meses subsequentes. Os resultados do PIB nos dois primeiros trimestres do ano não indicavam aceleração do ritmo do crescimento da economia, desmentindo, portanto, as teses de que estaria criando as pressões inflacionárias que inviabilizaria o processo de crescimento<sup>3</sup>.

Até setembro de 2008, quando sofreu o revés do contágio da crise internacional, a economia brasileira vinha registrando crescimento expressivo da formação bruta de capital fixo e da produção industrial. Notava-se a liderança da expansão da produção de bens de capitais e de bens duráveis, que cresciam a taxas de dois dígitos, dada a evolução do consumo das famílias, que estimulava as decisões de investimento produtivo. Se a capacidade de produção da economia, necessária à acomodação do crescimento da demanda, estava em ampliação, qual a razão para persistir o diagnóstico de que havia um descompasso entre a demanda doméstica e a oferta? Uma explicação possível reside no instrumental utilizado pela autoridade monetária para avaliar a necessidade de ajuste da meta de juros, tendo como referência o conceito de PIB potencial, cuja fixação é absolutamente arbitrária.

<sup>3</sup> O aumento real do PIB no segundo trimestre de 2008 foi de 6,1% em comparação ao mesmo trimestre do ano anterior, variação próxima à registrada nos dois trimestres anteriores: 5,9% no primeiro trimestre e 6,2% no quarto trimestre de 2007. Sobre esse ponto, ver nota técnica do Grupo de Conjuntura *A Evolução da Atividade Econômica e os Impactos da Crise Financeira*, disponível em: <http://www.fundap.sp.gov.br>

Será que, além do seu reputado conservadorismo e apego ao mandato de estabilidade dos preços em regime institucional de meta de inflação pouco flexível, o BCB estava convencido da validade da tese do “descolamento das economias emergentes”? A crença na blindagem da economia brasileira, em razão da execução exemplar das “lições de casa do mercado”, parece ser uma explicação plausível para a elevação da meta Selic, complementar ao diagnóstico de “ritmo acelerado de expansão da demanda”. Assim, tudo indica que o BCB errou duas vezes: uma em insistir no diagnóstico de que a economia brasileira estava crescendo acima do seu potencial e a outra por não vislumbrar a gravidade da desaceleração em curso nas economias avançadas associada ao movimento de desalavancagem do sistema financeiro e de deflação dos ativos.

O relatório de inflação divulgado no final de setembro, quando a economia brasileira já sofria os impactos do aprofundamento da crise financeira global, parece sancionar a hipótese de erro de avaliação da autoridade monetária. Nesse relatório, o BCB elevou as projeções de inflação para 2008 e para 2009 e reafirmou a estratégia contracionista da política monetária. A preocupação com a demanda doméstica aquecida e com as elevadas expectativas de inflação foi novamente destacada como razão para manutenção da política monetária “especialmente vigilante a fim de evitar que o cenário prospectivo se deteriore”.

Divulgado em meio ao forte estresse nos sistemas financeiros das principais economias centrais, o “discurso em prol do arrocho monetário” do relatório de inflação mereceu a seguinte avaliação do repórter de finanças do jornal *Valor Econômico*: “Num momento em que no mercado pululam rumores sobre operações malsucedidas feitas por exportadores e bancos, em que se defende com aflição agônica novas medidas oficiais destinadas a ampliar a liquidez doméstica, a retórica do juro alto soa esquizofrênica. Esta não é uma boa ocasião para o BC manifestar suas inquietações relativas ao descompasso entre oferta e demanda e garantir que o principal risco inflacionário advém de fatores internos. [...] O BC não precisa fazer mais nada para segurar o crédito. Ao contrário do que prevaleceu no primeiro semestre, a tarefa agora é operar em cima da falta de liquidez” (GUIMARÃES, 2008).

## A CRISE GLOBAL E A REAÇÃO DO BANCO CENTRAL

A crise sistêmica global atingiu fortemente a economia brasileira tanto pela via do comércio exterior como pela via dos fluxos financeiros, incluindo as linhas de crédito comercial<sup>4</sup>. A paralisia dos mercados interbancários e financeiros internacionais e a abrupta desvalorização do real, associada à fuga para segurança dos investidores estrangeiros e à desmontagem das operações com derivativos cambiais realizadas pelas empresas<sup>5</sup> conduziram à rápida deterioração das expectativas dos bancos, que reagiram contraindo crédito e “empoçando” a liquidez<sup>6</sup>. A retração do crédito em um momento de auge da economia brasileira, que vinha de uma sequência de seis trimestres de crescimento em aceleração, levou as empresas a reverem os planos de produção e de investimento, ocasionando uma rápida desaceleração da atividade econômica.

Cioso de sua imagem como guardião da moeda brasileira, o Copom optou pela manutenção da meta Selic no patamar de 13,75% a.a., na penúltima reunião do ano de 2008. Decisão aplaudida e

4 Sobre o efeito contágio da crise global nos fluxos de capital para o Brasil e na balança comercial brasileira, ver as Notas Técnicas do Grupo de Conjuntura *O Efeito-contágio da Crise no comércio Exterior Brasileiro e Os Fluxos de Capitais para a Economia Brasileira em 2008.*, disponíveis em: <http://www.fundap.sp.gov.br>

5 Sobre esse ponto, ver a nota técnica do Grupo de Conjuntura *Panorama das Economias Emergentes: o efeito-contágio da crise*, disponível em: <http://www.fundap.sp.gov.br>

6 Sobre os impactos da crise global no mercado brasileiro de crédito, ver a nota técnica do Grupo de Conjuntura *Mercado de Crédito Bancário em 2008*, disponível em: <http://www.fundap.sp.gov.br>

antecipada pelos analistas de mercado financeiro e pelos economistas de consultorias econômicas, como ilustra o comentário do ex-ministro Luiz Carlos Mendonça de Barros, em sua coluna mensal no *Valor Econômico*, às vésperas da reunião do Copom nos dias 28 e 29 de outubro: “a decisão mais correta e sensata será uma parada no processo de aumento dos juros pelo menos até a próxima reunião em dezembro. O profundo corte na oferta de crédito bancário e comercial pode ser suficiente para reduzir a demanda interna e ancorar as expectativas de inflação” (BARROS, 2008).

Na Ata do Copom, divulgada no dia 7 de novembro, o compromisso com a estabilidade dos preços foi reafirmado, com um recado claro aos que interpretaram a interrupção do ciclo de alta da meta Selic como sinal de afrouxamento da política monetária. Não obstante a avaliação de “que a persistência de descompasso importante entre o ritmo de expansão da demanda e da oferta agregadas continua representando risco para a dinâmica inflacionária”, a decisão de manter inalterada a taxa básica de juros foi justificada pelo aumento da incerteza em relação à “trajetória esperada dos gastos domésticos em consumo e investimento”. Todavia, o BCB alertava que “na eventualidade de se verificar alteração no perfil de riscos que implique modificação do cenário prospectivo básico traçado para a inflação pelo Comitê”, a postura da política monetária seria prontamente adequada às circunstâncias.

A manutenção da meta Selic num patamar elevado, enquanto os países centrais e os periféricos reduziam de forma expressiva as suas taxas básicas de juros (Tabela 1), buscava, de um lado, evitar os efeitos deletérios do *pass-through* da desvalorização do real aos preços domésticos e, de outro, conter a expansão da demanda interna. Porém, ante a gravidade do impacto da crise global na economia brasileira, o rigor da política monetária era não só desnecessário como desaconselhável.

**TABELA 1. PAÍSES SELECIONADOS: ALTERAÇÕES NAS TAXAS BÁSICAS DE JUROS**

PAÍS	TAXA DE JUROS (% A. A.)	DATA DA DECISÃO	VARIAÇÃO ACUMULADA DESDE MEADOS DE SET./2008 (%)	VARIAÇÃO ACUMULADA EM 2009 (%)	INFLAÇÃO EM DOZE MESES (IPC %)
Área do Euro	1,0	07/05/09	-3,25	-1,50	0,6 (abril)
Austrália	3,0	07/04/09	-4,25	-1,25	2,5 (março)
Brasil	10,25	29/04/09	-3,5	-3,5	5,5 (abril)
Canadá	0,5	21/04/09	-2,75	-1,25	1,2 (março)
Chile	1,25	07/05/09	-6,0	-7,0	4,5 (abril)
China	5,31	22/12/08	-1,52	0,0	-1,5 (abril)
Coreia	2,0	12/02/09	-3,25	1,0	3,6 (abril)
Dinamarca	1,65	11/05/09	-2,95	-2,1	1,1 (abril)
Estados Unidos	0,0 a 0,25	16/12/08	-1,75	0,0	-0,6 (abril)
Hungria	9,5	19/01/09	-2,0	-0,5	3,4 (abril)
Índia	4,75	21/04/09	2,75	1,75	9,6 (fevereiro)
Indonésia	7,25	05/05/09	-1,5	-1,25	7,3 (abril)
Japão	0,1	19/12/08	-0,2	0,0	-0,3 (março)
México	6,0	18/04/09	-2,25	-2,25	6,2 (abril)
Polônia	3,75	25/03/09	-1,50	-0,5	3,6 (março)
Nova Zelândia	2,5	29/04/09	-5,5	-2,5	3,4 (março)
Suécia	0,5	22/04/09	-4,0	-1,5	0,1 (abril)
Reino Unido	0,5	05/03/09	-4,5	-1,50	2,9 (março)
Rússia	12,0	13/05/09	+1,5	-0,5	13,2 (abril)
Tailândia	1,25	08/04/09	-2,5	-1,5	-0,9 (abril)
Turquia	9,75	17/04/09	- 7,0	-5,25	6,1 (abril)

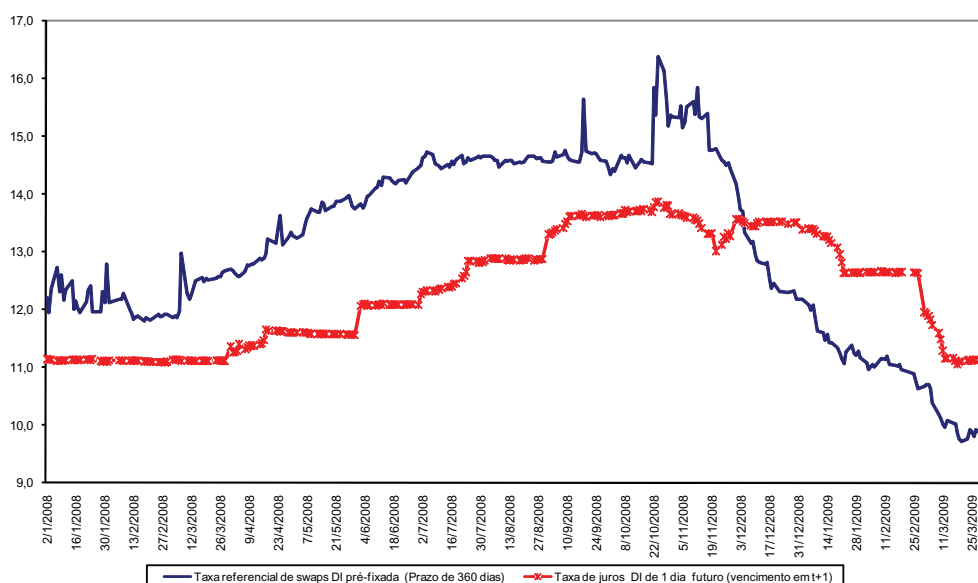
Fonte: Site oficial dos bancos centrais para os juros e site *The Economist* para inflação. Elaboração própria.

A profunda retração da oferta de crédito bancário doméstico e a interrupção de linhas comerciais externas foram mais do que suficientes para reduzir a demanda interna e “ancorar as expectativas de inflação”, pois provocaram uma parada brusca da atividade econômica, no último trimestre do ano. A desaceleração da atividade foi tão rápida e intensa que as pressões inflacionárias da forte apreciação do dólar não se confirmaram e o IPCA se desacelerou, fechando o ano em 5,9% (0,6 pontos percentuais abaixo do teto da meta).

O recuo das expectativas de inflação para 2009<sup>7</sup>, as novas informações sobre a deterioração da economia global e os fortes indícios de rápida desaceleração do nível de atividade econômica doméstica não foram, contudo, suficientes para que o BCB modificasse a estratégia de política monetária. Na última reunião do ano, realizada nos dias 10 e 12 de dezembro, o Copom decidiu novamente pela manutenção da meta da taxa básica de juros no patamar de 13,75% ao ano.

A ata divulgada no dia 18 de dezembro sugeria o corte dos juros, como o próximo movimento do Copom. A redução na meta Selic já estava, contudo, “precificada” pelos agentes. Desde o mês de novembro, a taxa Swap Di de 360 dias indicava a mudança das expectativas dos agentes, que passaram a projetar uma queda dos juros (Gráfico 5).

**GRÁFICO 5. EVOLUÇÃO DAS TAXAS DE JUROS DI (VENCIMENTO T+1) E SWAP DI (PRAZO 360 DIAS) — % A.A.**



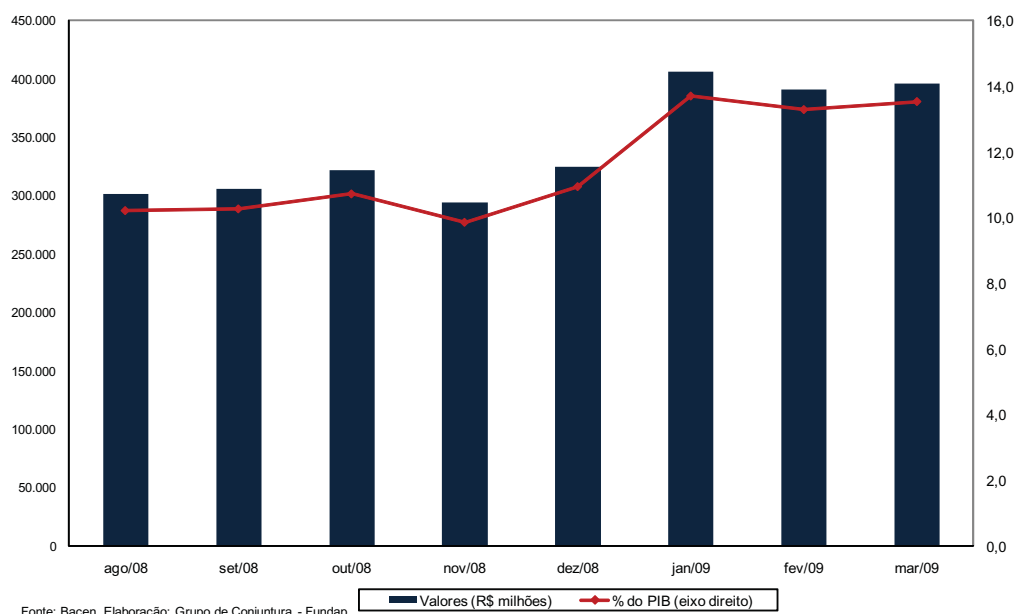
Fonte: BM&F. Elaboração: Grupo de Conjuntura - Fundap.

A rigidez do BCB na condução da política monetária no último trimestre de 2008 contrasta fortemente com a ação dos seus congêneres nas principais economias avançadas e periféricas. Além de cortar os juros de forma expressiva, vários bancos centrais procuraram reativar o crédito e melhorar as condições de liquidez mediante a ampliação da emissão monetária. No Brasil, a adesão irrestrita ao regime monetário de metas de inflação exigia, da autoridade monetária, a realização de operações compromissadas de títulos da dívida pública com o sistema bancário, para evitar que a Selic efetiva caísse

7 No relatório de inflação publicado em dezembro de 2008, as novas projeções de inflação indicavam variação de 6,2% do IPCA em 2008 e de 4,7% em 2009, enquanto as expectativas do mercado coletadas pela Gerência de Relações com os Investidores (Gerin) do BCB no dia 19 de dezembro apontavam para variação do IPCA de 6,0% em 2008 e de 5,0% em 2009. Embora acima do centro da meta, essas projeções estavam dentro da margem de tolerância de 2,0 p.p. estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).

abaixo da meta de 13,75% ao ano (Gráfico 6). Assim, ao mesmo tempo em que reduzia as exigências de compulsório<sup>8</sup> sobre os depósitos bancários para resolução do problema de iliquidez e de dificuldade de refinanciamento dos bancos menores (Tabela 2), o BCB procurava evitar a expansão do volume de moeda em circulação na economia.

**GRÁFICO 6. OPERAÇÕES COMPROMISSADAS DO BANCO CENTRAL (R\$ MILHÕES)**



**TABELA 2. IMPACTO DA FLEXIBILIZAÇÃO DOS COMPULSÓRIOS — R\$ BILHÕES**

Tipo	Posição em 26.9.08	Liberação			Posição atual (6.3.09)
		Demais	Direcionada	Total	
Recursos à vista	55,9	5,2	3,9	9,1	55,4
Poupança	51,3	0,0	2,6	2,6	51,6
Recursos a prazo	60,1	40,9	0,0	40,9	24,5
Adicional	69,4	29,3	0,0	29,3	43,7
DI captado de SAM	20,5	17,9	0,0	17,9	0,0
<b>Total</b>	<b>257,2</b>	<b>93,3</b>	<b>6,5</b>	<b>99,8</b>	<b>175,2</b>

Forma de recolhimento	Posição em 26.9.08		Posição atual em 6.3.09	
	R\$ bilhões	Participação	R\$ bilhões	Participação
Em espécie	176,6	68,7%	107,0	61,1%
Remunerado	120,7	46,9%	51,6	29,5%
Não remunerado	55,9	21,7%	55,4	31,6%
Em títulos	80,6	31,3%	68,2	38,9%
<b>Total</b>	<b>257,2</b>	<b>100,0%</b>	<b>175,2</b>	<b>100,0%</b>

Extraído de Mário Mesquita. O Brasil e a crise internacional, Rio de Janeiro. Texto apresentado na PUC-RJ, em 19 de março de 2009.

8 Para resolver os problemas de iliquidez no sistema financeiro, o BCB promoveu entre os dias 23 de setembro e 13 de novembro, inúmeras alterações na regulamentação do compulsório. A esse propósito, ver a nota técnica do Grupo de Conjuntura *Mercado de Crédito Bancário em 2008*, disponível em: <http://www.fundap.sp.gov.br>

Na situação de elevada aversão ao risco e de empocamento da liquidez nas instituições de maior porte, a manutenção da taxa de juros básica em patamar elevado piorou ainda mais as condições de crédito, tanto para empresas como para bancos de médio e pequeno portes, acelerando o caminho da economia brasileira para a recessão. Para a rápida deterioração do cenário econômico, contribuiu igualmente a gestão inepta, pela autoridade monetária, do “empocamento” da liquidez.

A estratégia, adotada pelo BCB, de reduzir as alíquotas dos recolhimentos compulsórios revelou-se inócua, pois dada a preferência pela liquidez dos bancos e a possibilidade de aplicação, líquida, rentável e de baixíssimo risco, em títulos públicos, os bancos privados simplesmente não ampliaram o crédito. A liquidez só voltou a fluir quando, em março de 2009, o governo decidiu garantir, mediante o Fundo Garantidor de Crédito, os recibos de depósito bancário (RDB) até R\$ 20 milhões por aplicador, sem liquidez diária, emitidos com prazo de no mínimo seis meses e no máximo cinco anos, com teto para as captações por instituição financeira no valor máximo de R\$ 5 bilhões<sup>9</sup>.

## PERSPECTIVAS PARA 2009

A forte desaceleração da economia brasileira no último trimestre de 2008, em um cenário externo adverso, com intensa deflação dos preços internacionais das *commodities*, resultou em rápido arrefecimento do IPCA, que fechou o ano em 5,9%, abaixo, portanto, do teto de 6,5% da meta de inflação anual (ver Gráfico 1), não obstante a considerável depreciação do real em relação ao dólar no último trimestre do ano. Com o IPCA em trajetória de declínio, as expectativas de inflação dos agentes do mercado, apuradas pela Gerin, e as projeções da autoridade monetária para o IPCA em 2009 também registraram redução em relação ao mês de dezembro, indicando inflação abaixo do centro da meta para o ano de 2009 e no centro da meta para 2010.

A queda da inflação e das expectativas de inflação, ao lado das várias evidências de forte e persistente desaceleração da atividade econômica, levou o BCB a afrouxar a política monetária em janeiro, com o corte de 1,0 p.p. na meta Selic. Contudo, na ata divulgada em 29 de janeiro, a autoridade monetária reafirmou seu conservadorismo na gestão monetária, ressaltando que a situação de forte incerteza exigia cautela e prudência. A Ata do Copom alertava que, se até aquele momento o “efeito líquido da desaceleração global sobre a trajetória da inflação doméstica parece ser [...] predominantemente benigno”, não estavam descartados os efeitos do *pass-through* cambial nos preços domésticos.

Antes mesmo da divulgação do resultado alarmante do PIB no quarto trimestre de 2008 (queda 3,6% em relação ao terceiro trimestre)<sup>10</sup>, que explicitou a profundidade do impacto da crise global na economia brasileira e desencadeou fortes pressões de diferentes setores para que a autoridade monetária adotasse ações mais agressivas para evitar uma recessão prolongada, a parcimônia do BCB no corte da Selic suscitou inúmeras críticas dos empresários e dos órgãos de representação de classe. Em resposta aos críticos, o BCB insistia em seu mandato de guardião da estabilidade,

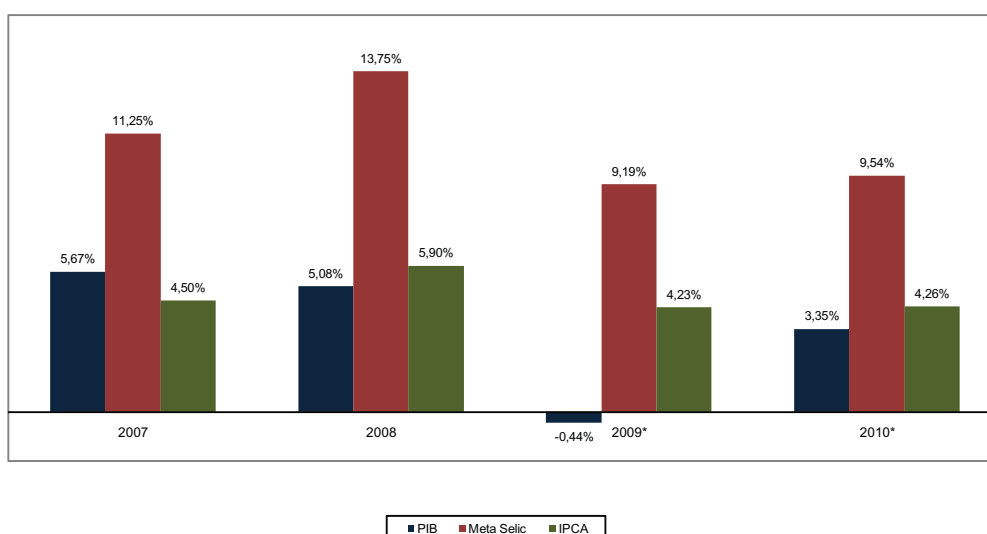
---

9 O Recibo de Depósito Bancário (RDB) com garantia especial do Fundo Garantidor de Créditos (FGC) foi instituído pelo Conselho Monetário Nacional em 26 de março de 2009 (Resolução n. 36692). O valor máximo que cada instituição poderá emitir RDBs estava limitado ao total de CDBs emitido até o dia 30 de junho de 2008 ou até duas vezes o patrimônio de referência. Porém, em 23 de abril, em reunião extraordinária, o CMN decidiu incluir no cálculo do limite de captação do RDB as letras de câmbio emitidas pelas instituições financeiras (Resolução n. 3717).

10 Sobre o resultado do PIB no quarto trimestre de 2008, ver a nota técnica do Grupo de Conjuntura *A Crise Global, a ‘Morte Súbita’ do PIB Brasileiro no 4º Trimestre de 2008 e a Evolução Recente da Atividade Econômica*, disponível em: <http://www.fundap.sp.gov.br>

esgrimindo argumentos sobre a lentidão da queda do IPCA comparativamente à queda no nível de atividade<sup>11</sup>. Todavia, na reunião do dia 10 de março de 2009, que coincidiu com a data de divulgação do PIB pelo IBGE, o Copom decidiu por uma redução de 1,5% da taxa Selic e indicou que havia espaço para a realização de novos cortes na taxa básica, em linha com as novas projeções para o IPCA abaixo do centro da meta em 2009 (4,0%) e em 2010 (3,9%). Com a indicação de que a fase de redução da Selic se estenderia, os operadores e analistas do mercado financeiro passaram a projetar juros futuros no patamar de 9,0% ao ano no final de 2009 (Gráfico 7). Em 29 de abril, embora em um ritmo menor, a meta dos juros foi novamente reduzida em 1 p.p. pelo Copom e a Selic caiu a 10,25% ao ano, o seu patamar mais baixo desde sua adoção em 1999.

**GRÁFICO 7. PIB, META SELIC E IPCA (% AO ANO)**



\* projeção - pesquisa FOCUS (dia 30/04/2009)  
Fonte: Banco Central do Brasil, IBGE. Elaboração: Grupo de Conjuntura - Fundap.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BCB – Banco Central do Brasil. Relatório de inflação, vários números, 2008 e 2009. Disponível em <http://www.bcb.gov.br>

BARROS, Luiz Carlos M. de, As novas condições macroeconômicas para 2009, Valor Econômico, 27/10/2008.

GUIMARÃES, Luiz S. Juro cai e pede ao BC o fim do arrocho. Valor Econômico, 30/09/2008.

\_\_\_\_\_. Pressões tornam ar pré-Copom pesado. Valor Econômico. 09/03/2009

MESQUITA, Mário. O Brasil e a crise internacional, Rio de Janeiro, Apresentação na PUC-RJ, 19 de março de 2009. Disponível em <http://www.bcb.gov.br>

RIBEIRO, Alex. Queda lenta da inflação preocupa BC. Valor Econômico. 02/03/2009

<sup>11</sup> Além de declarações do presidente do BCB, Henrique Meirelles, defendendo o compromisso exclusivo com a estabilidade dos preços, o diretor de política monetária BCB se declarava insatisfeito com o lento recuo das expectativas inflacionárias e apontava para a baixa sensibilidade da inflação ao nível de atividade. Ver: Ribeiro (2009) e Guimarães (2009).