

## Regime de metas para a inflação e medidas macroprudenciais: uma análise à luz da experiência brasileira recente (2008-2013)

### **Giuliano Contento de Oliveira**

Professor do Instituto de Economia da Unicamp e diretor-executivo do Centro de Estudos de Relações Econômicas Internacionais (Ceri, IE/Unicamp). Contato: giuliano@eco.unicamp.br

### **Lilian Rolim**

Mestranda em economia no IE/Unicamp. Contato: lilian.rolim@gmail.com

### **Nicholas Blikstad**

Doutorando em Economia no IE/Unicamp. Contato: nicholas.blikstad@gmail.com

### **Resumo**

As medidas macroprudenciais ganharam lugar destacado em diversos países a partir de 2008, seja para garantir a estabilidade do sistema financeiro, seja para contribuir para o cumprimento da meta para a inflação. No Brasil, estas medidas foram utilizadas a partir de 2008, antes mesmo da eclosão da crise. Nessa perspectiva, o artigo discute a compatibilização entre o regime de metas para a inflação e as medidas macroprudenciais, particularmente no que diz respeito aos recolhimentos compulsórios, à luz da experiência brasileira recente (2008-2013). Sustenta-se que a utilização dessas medidas foi funcional para a operação do regime de metas para a inflação em um contexto marcado pela forte aceleração do crédito e elevado diferencial de taxa de juros interna e externa. Entrementes, o artigo aponta para a necessidade e a factibilidade de se conceber a política monetária a partir de seus diversos instrumentos, ao invés de reduzi-la ao simples manejo da taxa básica de juros, como defendido pelo Novo Consenso Macroeconômico.

**Palavras-chave:** Política monetária; regime de metas para a inflação; medidas macroprudenciais; Brasil.

### **Abstract**

The macroprudential measures have gained a prominent role in many countries after 2008, either to ensure the stability of the financial system or as an addition tool to keep the inflation rate on its target. In Brazil, this system have been used since 2008, before the outbreak of the crisis. In this perspective, this paper discusses the compatibility between inflation target system and macroprudential measures, particularly with regard to reserve requirements, in the light of recent Brazilian experience (2008-2013). It is argued that the use of these measures was functional for the operation of the inflation targeting system in a context of a strong surge in credit and a high spread between domestic and foreign interest rates. This paper highlights that the monetary policy should be designed using its many instruments available rather than reducing it to the simple management of the short-term interest rate, as advocated by the New Consensus Macroeconomics.

**Key words:** monetary policy; inflation targeting; macroprudential measures; Brazil.

**JEL Classification:** E5; E52; E58.

## 1 Introdução

Fundamentado pelo Novo Consenso Macroeconômico<sup>53</sup> (NCM), com forte viés Novo-Keynesiano, o regime de metas para a inflação passou a ser adotado por muitos países na década de 1990. No Brasil, esse sistema foi implementado em 1999, quando do abandono do regime de câmbio administrado e como forma de criar uma nova âncora nominal de expectativas, no lugar da âncora cambial adotada a partir do Plano Real, em 1994.

Essa institucionalidade baseia-se no anúncio público de uma meta para a variação dos preços dos bens e serviços a ser alcançada em um determinado intervalo de tempo, por um banco central que disponha de comprometimento com seu cumprimento e execute a política monetária de forma transparente. Nesse arranjo, ademais, utiliza-se um único instrumento, a taxa de juros, para o alcance de um único objetivo, a meta para a inflação. Efetivamente, a política monetária, para efeito da gestão do regime de metas, fica reduzida ao manejo da taxa de juros de curto prazo, considerada o instrumento par excellence para fazer os preços convergirem em direção à meta estipulada para a inflação.

Com a deflagração da crise global de 2008, as medidas macroprudenciais passaram a ser utilizadas por diversos bancos centrais. No Brasil, o uso dessas medidas foi intensificado a partir de 2008, de sorte a garantir a estabilidade do sistema financeiro e, também, cumprir a função auxiliar de fazer os preços convergirem para a meta estabelecida para a inflação. Esta segunda função, aliás, foi assumida em documentos oficiais pelo próprio Banco Central do Brasil e ensejou críticas por parte dos defensores mais ortodoxos do regime de metas para a inflação, uma vez que, para eles, as medidas macroprudenciais deveriam ser destinadas exclusivamente à estabilidade do sistema financeiro.

Nesse sentido, o objetivo deste artigo é discutir a compatibilidade entre o regime de metas para a inflação e as medidas macroprudenciais à luz da experiência brasileira recente, entre 2008 e 2013. Trata-se de um tema de investigação importante, na medida em que, tal como originalmente concebido, o regime de metas para a inflação supõe, além da neutralidade da moeda no longo prazo, a utilização de um único instrumento para um único objetivo.

No contexto em que essas medidas mostraram maior relação com o regime de metas para a inflação, muitos economistas e analistas de mercado passaram a acreditar que essa poderia se tornar uma estratégia capaz de, inclusive, alterar o regime institucional de política monetária prevalecente desde 1999 no Brasil, bem como prejudicar a sua credibilidade<sup>54</sup>. Entretanto, a despeito de sua utilização pelo Banco Central do Brasil (BCB), o lugar ocupado por tais medidas ao longo do período analisado não assegura a sua utilização permanente e integrada ao regime de metas, independente das condições conjunturais prevaletentes. Destarte, o artigo sustenta, com base na análise das atas do

---

<sup>53</sup> Como será discutido, o “Novo Consenso Macroeconômico” surgiu sob a influência de uma série de escolas de pensamento tradicionais, com destaque à corrente novo-keynesiana, e sintetiza suas contribuições teóricas e um núcleo de preposições aceitas por muitos economistas do *mainstream*.

<sup>54</sup> Ver, por exemplo, Gonçalves e Kanczuk (2011) e Saddi (2011).

Comitê de Política Monetária (Copom) e de documentos oficiais do BCB, bem como da literatura recente sobre o tema e de dados e indicadores selecionados, que as medidas macroprudenciais podem ser compatíveis com o regime de metas para a inflação em determinadas circunstâncias, sem alterar essa institucionalidade.

O artigo está dividido em três seções, além desta introdução e da conclusão. A seguir, discute-se o regime de metas para a inflação, destacando seu embasamento teórico e sua institucionalidade no Brasil. Depois, são discutidas as medidas macroprudenciais: conceito, objetivos, principais instrumentos e seu “ressurgimento” no mundo depois da deflagração da crise global em 2008. Finalmente, analisa-se a utilização do recolhimento compulsório - um dos principais instrumentos de medida macroprudencial - na economia brasileira a partir de 2008, assim como a sua relação com o regime de metas para a inflação, a partir da análise de documentos oficiais do BCB.

## 2 Regime de metas para a inflação: teoria e experiência brasileira

Esta seção discute o regime de metas para a inflação tanto do ponto de vista teórico como, ainda que brevemente, histórico-institucional, considerando a experiência especificamente brasileira. Busca-se, com isso, apresentar a essência dessa institucionalidade, assim como contextualizar e explicar a sua adoção no Brasil a partir de 1999.

### 2.1 A política monetária na abordagem do Novo Consenso Macroeconômico (NCM)

O chamado NCM surgiu no início da década de 1990 e passou a ter grande influência sobre a política macroeconômica, com destaque à política monetária (Arestis, 2009). Trata-se de uma síntese das abordagens mainstream em economia, com grande influência da contribuição das abordagens Novo Clássica e Novo Keynesiana<sup>55</sup>.

O NCM admite a possibilidade de fricções e imperfeições de mercado, como a rigidez de preços e salários temporária. Além disso, admite a existência de assimetria de informações no sistema. O equilíbrio macroeconômico, nessa abordagem, é determinado pelo lado da oferta, ao nível da taxa natural de desemprego. Os microfundamentos da abordagem Novo Clássica e as expectativas racionais também são essenciais para a formulação desses modelos. A moeda é tida como neutra no longo prazo, mas no curto prazo ela pode afetar variáveis reais. Entretanto, a adoção de políticas discricionárias buscando afetar o produto e o desemprego, no curto prazo, não são recomendáveis, visto que são concebidas como não sustentáveis ao longo do tempo. O NCM, dessa forma, sustenta a ineficácia das políticas de demanda agregada no longo prazo. Isso porque de acordo com essa abordagem tais políticas irão moldar as expectativas futuras da taxa de inflação dos agentes, diminuindo a diferença entre a inflação atual e a inflação esperada (em um patamar superior), tornando-as ineficazes no longo prazo. A utilização de políticas discricionárias sistemáticas também não será eficaz, já que as expectativas racionais dos agentes concorrem para neutralizar os seus

---

<sup>55</sup> Lavoie (2002, p.1) e Arestis e Sawyer (2003, p. 3-4) afirmam que o NCM teve uma maior contribuição dos Novos Keynesianos, podendo-se chamar de um *New Keynesian consensus*. Goodfriend and King (1997), o chamam de *New Neoclassical Synthesis*. Snowdon and Vane (2005, p. 411) afirmam que: “*Clearly this new consensus has a distinctly new Keynesian flavour*”.

efeitos. Nesse contexto, as políticas de demanda agregada não são recomendadas, já que resultam em aceleração da taxa inflacionária e aumento do desemprego no longo prazo. Tal como para a escola monetarista, o NCM concebe a inflação como um fenômeno puramente monetário. Pelo fato de a inflação diminuir a eficiência das transações e aumentar as distorções dos preços relativos, dificultando a formulação das expectativas dos agentes e diminuindo o valor final da produção, ela deve ser controlada pela política monetária, isto é, pelo manejo da taxa básica de juros pelo banco central. A existência de rigidez de preços temporária e de competição imperfeita faz com que a minimização da taxa de inflação seja, pois, desejada (Goodfriend e King, 1997, p. 232 e 263). Admite-se que o produto e o desemprego estarão em sua taxa natural quando a taxa de inflação da economia for constante. Assim, a política econômica deve se comprometer com uma meta para a inflação baixa e crível. A política monetária (reduzida à taxa de juros de curto prazo) deve ter como objetivo, único e exclusivo, o alcance de uma meta predeterminada para a inflação. O resultado disso é o aumento da importância da política monetária vis-à-vis à política fiscal, subordinando esta àquela (Arestis, 2007, p. 22).

Nesse sentido, o compromisso com uma meta para a inflação baixa e estável deve ser o objetivo central da autoridade monetária, a partir da manipulação da taxa de juros de curto prazo do banco central (Bernanke e Mishkin, 1997, p. 97-98). O sistema de metas de inflação, assim, funciona como âncora nominal de expectativas dos agentes<sup>56</sup>.

O ponto crucial para se estabelecer os alicerces da política monetária é de como se assume que as expectativas de preços serão formadas (Kydland e Prescott, 1977, p. 478). A hipótese da taxa natural de crescimento do produto<sup>57</sup> implica a busca do equilíbrio da economia em que o hiato de produção seja igual a zero. Nesse ponto, a taxa de desemprego também corresponderá ao seu nível natural. Isso ocorre quando não houver variações na taxa de inflação<sup>58</sup>. Ou seja, no que diz respeito à utilização da política monetária, deve-se buscar a taxa de juros que equilibra esse sistema (Le Heron, 2003, p. 7-10).

O problema de inconsistência temporal<sup>59</sup>, que existe devido à possibilidade do trade-off entre taxa de inflação e nível de emprego no curto prazo, deve ser evitado, já que no longo prazo supõe-se que a economia irá voltar ao seu ponto de equilíbrio, sem mudanças nas variáveis reais, mas apenas nas nominais (inflação). Para minimizar a

---

<sup>56</sup> O regime de metas de inflação possui três elementos principais: 1) o nível da meta é baixo e especificado em termos de pontos percentuais; 2) bancos centrais com metas de inflação colocam mais peso no comportamento da inflação e; 3) há uma grande ênfase em realizar uma política transparente e responsável (Romer, 2005). A meta de inflação geralmente é anunciada pelo governo ou pelo banco central, com o comprometimento de mantê-la na meta ou em patamar bem próximo dela (Bernanke e Mishkin, 1997).

<sup>57</sup> A taxa natural de crescimento pode ser definida como a soma entre a taxa de crescimento da população economicamente ativa e a taxa de crescimento da produtividade da economia.

<sup>58</sup> Svensson (1998, p. 15-17) argumenta que o objetivo do sistema de metas para a inflação é estabilizar o hiato de produção.

<sup>59</sup> Inconsistência temporal é definida por Barro e Gordon (1983, p. 599) como: “*The term “time-inconsistent” refers to the policymaker’s incentives to deviate from the rule when private agents expect it to be followed*”. Friedman (1968), ao discorrer sobre a importância da adoção de regras na condução da política monetária, também enfatiza as defasagens internas (tempo entre o choque econômico e a resposta do Banco Central) e externas (tempo entre as ações do Banco Central e seus efeitos sobre a economia) da política monetária.

possibilidade dessas ações, o banco central deve ser independente<sup>60</sup> e devem ser estabelecidas regras de atuação para a autoridade monetária, de forma a moldar as expectativas dos agentes quanto ao comprometimento em relação à política adotada. Sugere-se, pois, um arcabouço institucional baseado no binômio banco central independente - para eliminar o viés inflacionário<sup>61</sup> - e regime de metas para a inflação - para ancorar as expectativas dos agentes.

Com a incorporação das expectativas racionais e das hipóteses das taxas naturais (de crescimento do produto, de juros e de desemprego) e da neutralidade da moeda no longo prazo, as políticas discricionárias não são vistas, segundo a abordagem do NCM, como benéficas para a sociedade. Portanto, devem ser estabelecidas regras (Kydland e Prescott, 1977). Através da adoção de regras, segundo essa linha de argumentação, os agentes privados irão conseguir definir as características da política monetária implementada pelo banco central com maior facilidade, o que resultará na otimização do comportamento dos agentes privados. Por sua vez, a própria viabilidade da política monetária depende da resposta e das expectativas dos agentes privados e, com isso, os efeitos da política monetária também serão otimizados (Barro e Gordon, 1983, p. 590-592). Assim sendo, os políticos devem se comprometer a seguir as regras se quiserem obter as vantagens da credibilidade associadas a elas (Taylor, 1993, p. 199). Também é essencial garantir que o canal de expectativas da política monetária funcione de forma eficiente e previsível, para a otimização da política monetária (Bean, 2007, p. 7). O NCM, dessa forma, contribuiu para a emergência e a consolidação do paradigma de que a credibilidade é importante mesmo na ausência de viés inflacionário<sup>62</sup>. (Chortareas, 2007; Bean, 2007).

Para o NCM, a política fiscal tem um papel passivo, com o déficit orçamentário variando de forma procíclica em relação ao ciclo econômico. O orçamento deve estar sempre equilibrado<sup>63</sup>, sugerindo a supremacia da política monetária entre os instrumentos de política econômica (Arestis e Sawyer, 2005; Alesina e Perotti, 1994).

<sup>60</sup> Alesina e Summers (1993, p. 153) definem a independência em dois aspectos: 1) independência política, concernente à habilidade do banco central selecionar seus objetivos sem a influência do governo; e 2) independência econômica, que consiste na habilidade do banco central usar os instrumentos de política monetária sem restrições. Além disso, os autores argumentam que se pode mensurar o grau de independência do banco central através da relação institucional entre o banco central e o poder executivo, da possibilidade de manter ou substituir o presidente do banco, o papel do governo no *board* do banco e pela frequência de contatos entre o banco e o poder executivo. Para uma crítica a essa abordagem, ver Carvalho (1996) e Carvalho, Oliveira e Monteiro (2010).

<sup>61</sup> A política monetária deve ser feita por um agente que tenha as suas preferências mais avessas à inflação relativamente à sociedade, de sorte a evitar políticas econômicas discricionárias (no caso, expansionistas). Um banco central independente realçaria, assim, o comprometimento da instituição em relação à estabilidade de preços e ao seu isolamento do processo político. Alesina e Summers (1993), por exemplo, apontam evidências de que bancos centrais independentes estão associados a taxas de inflação menores.

<sup>62</sup> O conceito de viés inflacionário está associado às expectativas inflacionárias dos agentes, decorrentes de incentivos de desvio das regras por parte dos políticos ou dos bancos centrais, que podem resultar em aumentos das expectativas inflacionárias (Rocha e Curado, 2008). Assim, a credibilidade é tida como um pilar muito frágil, devendo ser constantemente reafirmada.

<sup>63</sup> Os argumentos contra a utilização de políticas fiscais discricionárias e contra os déficits orçamentários de longo prazo incluem o *crowding out*, a equivalência ricardiana (ideia de que como os agentes têm uma visão *forward looking* e o governo possui uma restrição intertemporal, o aumento do déficit público será compensado pelo aumento da poupança dos agentes privados, que irão esperar um aumento dos impostos no

Portanto, o NCM trabalha com a noção de que a taxa nominal de juros é determinada com base na inflação esperada, no hiato de produto e no desvio da taxa de inflação em relação à meta, sendo estabelecida no ponto da taxa de juros real de equilíbrio<sup>64</sup>. Por isso, como indicado, a condução da política monetária deve ser definida através da utilização de um instrumento, a taxa de juros de curto prazo, e da busca de um objetivo, a meta para a inflação (Arestis e Sawyer, 2005).

Nessa perspectiva, pode-se afirmar que na abordagem do NCM a política monetária é reduzida, fundamentalmente, ao manejo previsível da taxa de juros de curto prazo. Esta é tida como o meio mais eficiente para fazer os preços convergirem para a meta estipulada para a inflação.

## 2.2 O regime de metas para a inflação no Brasil

Não existe um formato institucional padrão para o regime de metas para a inflação (Mishkin, Schmidt-Hebbel, 2001). O desenho do regime depende da combinação entre: (1) horizonte de tempo para o processo de avaliação da trajetória dos preços e de apuração dos resultados do sistema; (2) uso ou não uso de cláusulas de escape em circunstâncias excepcionais que coloquem em risco o cumprimento da meta original para a inflação; (3) utilização de índices cheios ou de núcleos para operar o sistema; e (4) amplitude (caso existente) da meta utilizada como guia para a operação da política monetária. Diferentes combinações dessas condições, dessa forma, indicam a possibilidade de distintos formatos do regime. Destarte, existem regimes de metas para a inflação mais ou menos rígidos, a depender tanto da combinação entre os elementos mencionados como do patamar da meta para a inflação estabelecido. Há, contudo, um trade-off entre flexibilidade do regime e credibilidade do público nele depositada. Segundo Blejer e Leone (1999, p. 5): “Too much flexibility may undermine the public’s confidence in the regime. But too much rigidity may result in unnecessarily large variability of output.”

A despeito do grau de flexibilidade possibilitado pelas alternativas de configurar o regime de metas para a inflação, a opção por um desenho mais rígido muitas vezes decorreu da necessidade de alguns países ganharem rapidamente a credibilidade dos agentes em relação à capacidade de a autoridade monetária garantir a estabilidade dos preços, uma vez que muitos deles implementaram o regime após o abandono do regime de câmbio flutuante, em um contexto de alto risco de retorno da inflação. O Brasil foi um desses casos, onde esse arranjo institucional foi utilizado não apenas como instrumento de ancoragem de expectativas, mas também como instrumento de desinflação quando de sua implementação.

Isso porque esse arcabouço institucional foi adotado no Brasil em julho de 1999, seguindo a recomendação do FMI diante das desvalorizações do real e do cenário

---

futuro), o risco de prociclicidade devido ao incentivo político, o caráter irreversível das decisões de gasto etc. (Arestis e Sawyer, 2003).

<sup>64</sup> Também chamada de Regra de Taylor. Em Taylor (1993, p. 201-2) a equação é exposta como:  $r = p + 0,5y + 0,5(p-2) + 2$ , com  $r =$  *federal funds rate*,  $p =$  taxa de inflação dos últimos quatro trimestres,  $y =$  a percentagem de desvio do produto de seu nível natural, 2 corresponde à meta da taxa de inflação e 0,5 ao coeficiente angular.

externo de elevada aversão ao risco (Farhi, 2006). O ataque especulativo contra o real ensejou o abandono do regime de âncora cambial<sup>65</sup>, tendo o regime de metas para a inflação o objetivo de substituir o câmbio como âncora de expectativas. Sua configuração, pois, foi bastante influenciada pelo contexto em que esse processo ocorreu, de elevada incerteza em relação à manutenção da estabilidade de preços no país.

No Brasil, o regime de metas para a inflação foi estruturado da seguinte forma: i) índice de inflação cheio, com base no IPCA (Índice de Preços ao Consumido Amplo), calculado pelo IBGE; ii) horizonte de um ano (de janeiro a dezembro) para que a meta seja atingida; iii) uso de bandas de variação em relação ao centro da meta; vi) ausência de cláusulas de escape. O desenho do regime adotado pelo Brasil foi objeto de críticas em razão de sua restrita flexibilidade, considerando-se as especificidades envolvendo o processo de formação de preços internamente, a composição do índice de inflação e o grau de efetividade da política monetária no país (Oliveira, 2006; Farhi, 2006, p.169; Curado e Oreiro, 2005).

A meta de inflação é anunciada dois anos antes pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), composto pelo Ministro da Fazenda (Presidente do CMN), Ministro do Planejamento e Presidente do Banco Central. Seu cumprimento é de responsabilidade do BCB, via Comitê de Política Monetária (Copom) 66, responsável pela definição da taxa básica de juros (taxa Selic) e cujos membros são o presidente e diretores de política monetária do BCB. Caso a meta não seja cumprida em determinado ano, o presidente do BCB deve enviar uma carta aberta ao ministro da fazenda explicando as razões do não cumprimento e quais medidas corretivas serão tomadas.

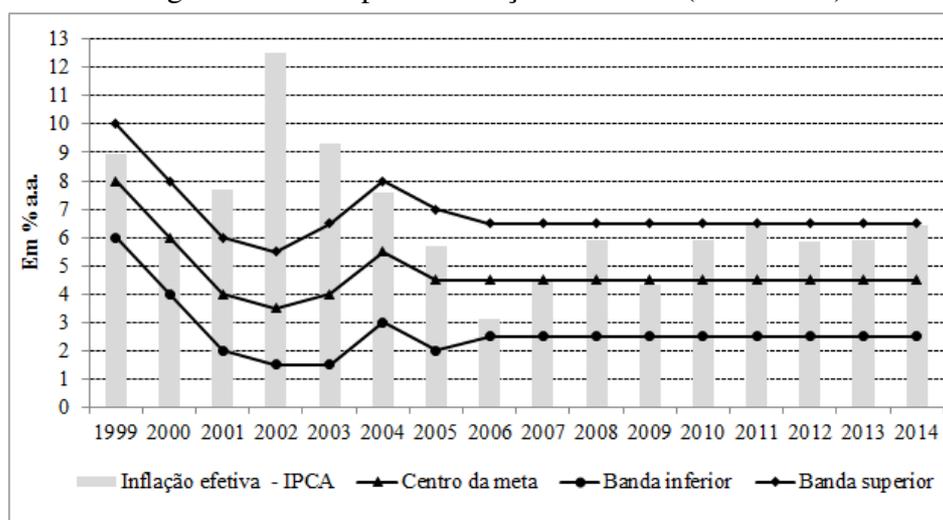
O Gráfico 1 apresenta o histórico das metas estipuladas para a inflação entre 1999 e 2014, bem como a variação percentual do IPCA registrada no Brasil em cada ano, desde a adoção do regime. Considerando o período supramencionado, a taxa de inflação ultrapassou o limite superior da meta estabelecida em três anos (2001, 2002 e 2003). Entretanto, a variação do índice de preços ficou próxima à meta estipulada apenas em quatro anos (2000, 2006, 2007 e 2009).

---

<sup>65</sup> Pilar fundamental do Plano Real, o regime de câmbio administrado exerceu o papel de âncora de expectativas na economia brasileira. Uma vez que esse regime deixou de ser sustentável, entendeu-se ser necessário adotar um novo sistema para garantir a estabilidade de preços na economia, a saber, o *inflation targeting*.

<sup>66</sup> A equação de reação da política monetária usada é uma variação da regra de Taylor, com a inclusão da taxa de câmbio, variável central para uma economia aberta e de moeda inconvertível internacionalmente.

Gráfico 1: Regime de metas para a inflação no Brasil (1999-2014)



Fonte: BCB. Elaboração própria.

### 3 Medidas macroprudenciais, política monetária e regime de metas para a inflação

A crise financeira global deflagrada em 2008 reinsereu o debate sobre o uso de medidas macroprudenciais no âmbito da implementação da política monetária, visando à estabilidade financeira e podendo funcionar, inclusive, como instrumento complementar ao regime de metas para a inflação – uma contraposição às recomendações do NCM, para o qual a política monetária deve se restringir exclusivamente ao atingimento de uma meta para a inflação, a partir do manejo da taxa básica de juros.

Com a crise, entretanto, as recomendações do NCM passaram a ser questionadas, pois revelou que inflação baixa e estável, apesar de necessária, não representa condição suficiente para garantir a estabilidade financeira de uma economia (Blanchard, Dell’Ariccia e Mauro, 2010; IMF, 2010, p.13). Explicitaram-se, inclusive, os limites da política monetária quando a taxa de juros se encontra próxima de zero. A crise provou, dessa forma, a importância da intermediação e da regulação financeiras, em vista de sua magnitude e amplitude. Na esteira desse processo, diversos bancos centrais do mundo passaram a revisar seus objetivos principais e a recorrer a instrumentos pouco convencionais de política econômica, diante da exaustão da política monetária convencional. Questionamentos surgiram, por exemplo, quanto ao nível da meta para a inflação estipulado em contextos de crise<sup>67</sup>.

De fato, a deflagração da crise suscitou o uso de “novos instrumentos” de política monetária, além da manipulação da taxa de juros de curto prazo por parte dos bancos centrais. Desse modo, para além do uso tradicional das medidas macroprudenciais, antes

<sup>67</sup> Em alguns países desenvolvidos, como a Inglaterra, discutiu-se se ela deveria ser elevada (usualmente, é de 2% a.a.), para permitir que a política monetária passasse a lidar mais adequadamente com o contexto de crise. Outros países passaram a considerar a introdução de metas para o nível de emprego ou para o PIB, tal como no caso do mandato do Fed (*Federal Reserve System*), o Banco Central americano, que implicitamente teria que se preocupar com as metas de emprego e inflação – em 2012, as metas tornaram-se explícitas, com a meta de inflação de até 2,5% a.a. e a taxa de desemprego de 6,5%.

orientadas exclusivamente para a redução do risco sistêmico, em diversos países essas medidas foram utilizadas para fazer frente ao esgotamento do instrumento convencional de política monetária. As medidas macroprudenciais “ressurgiram”, assim, como importante instrumento de política monetária, sendo utilizadas por diversos países desenvolvidos no contexto da crise<sup>68</sup>.

Como dito, no caso dos países desenvolvidos que fizeram uso dessas medidas, estas foram especialmente importantes tanto para assegurar a estabilidade do sistema financeiro como para estimular a economia mesmo com a taxa de juros nominal próxima de zero, tendo adquirido legitimidade devido ao contexto de saturação da política monetária convencional. Buscou-se, nesses casos, reestabelecer o funcionamento adequado dos mercados financeiros e da intermediação financeira, bem como viabilizar o uso suplementar da política monetária como mecanismo anticíclico de combate à crise (IMF, 2013b).

Já no caso do Brasil e de algumas outras economias não-desenvolvidas<sup>69</sup>, as medidas macroprudenciais também foram utilizadas como instrumento para viabilizar o cumprimento da meta para a inflação, inclusive para evitar distorções ainda maiores decorrentes do elevado diferencial de taxas de juros interna e externa, em um ambiente de abundante liquidez internacional, diante das políticas de expansão monetária levadas a cabo por diversos bancos centrais no mundo.

Dessa maneira, vale registrar, enquanto nos países desenvolvidos as medidas macroprudenciais foram resgatadas e adotadas em um contexto típico de “armadilha de liquidez”, no Brasil elas foram utilizadas como instrumento auxiliar do regime de metas para a inflação, para minimizar os efeitos adversos sobre a economia, sobretudo em relação à taxa de câmbio, provocados pelo alto diferencial de taxa de juros interna e externa em um contexto de alta liquidez global. Tais medidas, particularmente entre 2010 e 2012, adquiriram o lugar de instrumento complementar de controle da demanda agregada no Brasil.

### 3.1 Medidas macroprudenciais como instrumento de política monetária

Nesta seção, discute-se o conceito das denominadas medidas macroprudenciais, assim como a sua articulação com a política monetária, mesmo sob o regime de metas para a inflação.

#### 3.1.1 Medidas macroprudenciais

As políticas macroprudenciais podem ser entendidas como ações que buscam fortalecer o sistema financeiro, combatendo seu caráter procíclico e, assim, o risco sistêmico. Com elas, a autoridade monetária busca evitar e/ou administrar os efeitos de crises financeiras. Contudo, essas medidas também podem contribuir para a estabilidade de preços, na medida em que têm a capacidade de influenciar o ritmo de aceleração das operações de crédito e, assim, da demanda agregada (Beau, Clerc e Mojon, 2012).

---

<sup>68</sup> Progressivamente abandonadas nos anos 1980, tais medidas voltaram à cena depois da deflagração da crise em 2008, como forma de auxiliar a política monetária, inseridas no rol da denominada “política monetária não convencional”, voltada para a estabilidade financeira (IMF, 2013b; Galati e Moessner, 2011). Países como Reino Unido, Canadá e Austrália, por exemplo, eliminaram completamente os requerimentos compulsórios, no contexto do processo de desregulamentação financeira.

<sup>69</sup> Como, por exemplo, Colômbia e Peru. Ver: Montoro e Moreno (2011).

A literatura convencional separa os instrumentos macroprudenciais em dois grupos, a saber, os voltados para a dimensão temporal e os orientados para a dimensão cross-section. No primeiro grupo, busca-se conter a prociclicidade do sistema financeiro, visando a administração do risco no tempo. No segundo, por sua vez, objetiva-se controlar esse risco em um dado momento, considerando-se a contribuição das instituições individuais para o risco sistêmico, principalmente devido aos balanços interligados.

Desse modo, dentre os instrumentos voltados à dimensão temporal, podem ser destacados os seguintes (Borio e Shim, 2007; Galati e Moessner, 2011):

i) Provisão de perdas para devedores duvidosos: normalmente, as provisões são feitas com um certo atraso, somente quando se materializa um evento em que há evidências concretas de deterioração nos pagamentos. Deve-se procurar antecipar esses momentos, criando um “colchão de liquidez” passível de ser utilizado em contextos de instabilidade, evitando que a inadimplência prejudique os balanços dos bancos;

ii) Requerimentos mínimos de capital: quando ponderados pelo risco, eles podem assumir um caráter procíclico, pois a avaliação do risco é afetada pelo estado geral de expectativas prevalecente. Assim, os requerimentos seriam menores nos períodos de crescimento e maiores nos períodos de reversão, levando a uma restrição de crédito ainda maior nestes períodos. No âmbito do Acordo de Basileia II, procurou-se reduzir esse caráter procíclico, tornando-o sensível à evolução da mensuração do risco ao longo dos movimentos da economia;

iii) recolhimentos compulsórios: recolhimentos obrigatórios realizados pelos bancos sobre modalidades selecionadas de passivos e/ou ativos. Trata-se de um instrumento capaz de influenciar a capacidade de empréstimo dos bancos, especialmente quando articulado com os requerimentos mínimos de capital.

Assim, os recolhimentos compulsórios também podem ser utilizados para reduzir o caráter procíclico do sistema financeiro e, dessa forma, contribuir para a sua estabilidade, na medida em que amplia ou reduz a liquidez do sistema. Como mostram Cavalcanti e Vonbun (2013, p. 12), o manejo da liquidez do sistema financeiro a partir do recolhimento compulsório depende de seis aspectos operacionais, sendo que a alíquota do recolhimento corresponde a apenas um deles. São eles, nos termos dos autores: “i) definição das rubricas contábeis dos bancos sujeitas ao recolhimento compulsório; ii) cálculo da exigibilidade: valor sujeito ao recolhimento (VSR), alíquota de recolhimento, deduções e isenções; iii) períodos de cálculo do VSR e de cumprimento das exigibilidades; iv) formas de recolhimento; v) remuneração do recolhimento; e vi) custos punitivos pelo não cumprimento das exigibilidades.”

iv) loan to value ratio: trata-se da razão entre o valor dos recursos emprestados e o valor do colateral dado em garantia. Seu caráter procíclico advém do fato de que, em primeiro lugar, os preços dos ativos tendem a subir nas fases de expansão e a cair nas de retração, de modo que a capacidade de conceder crédito adquire esse comportamento. Ademais, o próprio comportamento dos agentes, influenciado por um determinado estado de expectativas, tende a implicar a diminuição dessa razão nas fases de expansão e o

aumento nas fases de retração<sup>70</sup> (Borio e Shim, 2007, p.11). Galati e Moessner (2011) também destacam o haircut-setting (haircut diz respeito ao percentual dado pela diferença entre o valor de mercado de um título ou bem e o valor avaliado do colateral) como forma de minimizar o comportamento procíclico dessas margens.

v) descasamento de moedas: evitar descasamento de moedas também pode auxiliar a fortalecer o sistema financeiro, tanto pelo caráter procíclico do endividamento externo como pelo fato de que sua existência pode exacerbar os efeitos macroeconômicos de uma crise. Esse elemento é especialmente importante no caso de países de moedas fracas internacionalmente.

Em relação aos instrumentos voltados à dimensão cross-section, por seu turno, Galati e Moessner (2011) argumentam que a maior parte da literatura destaca as medidas visando a regulação do capital dos bancos. Verificou-se que grande parte da vulnerabilidade dos bancos tem origem no passivo de curto prazo. Portanto, é fundamental evitar os descasamentos de maturidade entre as operações ativas e passivas dessas instituições.

Há, também, como na questão da política monetária, uma discussão sobre se as medidas macroprudenciais devem ter caráter discricionário ou se devem seguir regras (Borio e Shim, 2007). A vantagem das medidas de caráter discricionário é que elas podem ser adequadas de modo mais eficiente aos tipos de desequilíbrios financeiros prevalentes em cada momento. Já o sistema baseado em regras apresenta a vantagem, segundo os seus defensores, de permitir menor espaço para erros de política, desde que as medidas sejam relacionadas aos aspectos relevantes dos desequilíbrios.

Dentre as medidas baseadas em regras, Borio e Shim (2007) argumentam que as melhores são aquelas voltadas ao controle de riscos. Nesse sentido, deve-se buscar medidas baseadas em regras que atenuem ou neutralizem o comportamento procíclico do sistema financeiro, fortemente decorrente das estratégias de balanço dos bancos em suas avaliações dos riscos envolvidos em suas operações.

Borio e Shim (2007) destacam, contudo, a dificuldade de formular medidas baseadas em regras, diante dos diferentes objetivos aos que elas podem ser utilizadas e das especificidades de cada meta a ser atingida em distintos contextos. Nesse sentido, os autores elencam algumas opções (não excludentes) que tais medidas podem seguir, a saber: a) transparência a respeito da acumulação de risco no sistema, via relatórios de estabilidade financeira, por exemplo; b) aprimoramento da supervisão, tornando-a mais rígida; e c) ajustamentos quantitativos dos diversos instrumentos que a autoridade monetária dispõe para evitar, por exemplo, o crescimento acelerado do crédito.

### 3.1.2 Articulação entre medidas macroprudenciais e regime de metas para a inflação

A literatura convencional sobre política monetária, consolidada pelo NCM, propõe o princípio da separação entre a política monetária, reduzida ao manejo da taxa de juros de curto prazo voltado exclusivamente ao cumprimento da meta para a inflação, e as medidas macroprudenciais, orientadas para a estabilidade do sistema financeiro. Assim, de acordo com essa abordagem, o recolhimento compulsório, por exemplo, deixa de ser

---

<sup>70</sup> Para regular esse elemento, é necessário regular o nível dos empréstimos e, também, o método de avaliação do colateral (que não deve ser muito sensível ao preço do ativo), de forma que a alavancagem dos agentes não seja excessiva, dado o limite entre o empréstimo e o valor do ativo.

um instrumento de política monetária, constituindo um dos diversos instrumentos de medidas macroprudenciais.

Contudo, essa separação não implica a impossibilidade de interfaces e possíveis complementaridades entre a política monetária e as medidas macroprudenciais, ante a existência de canais de transmissão daquela sujeitos às mudanças destas.

Nesse sentido, estudos têm sido realizados para verificar a efetividade das medidas macroprudenciais e/ou a compatibilidade, ainda que em certos contextos, com o manejo da taxa de juros de curto prazo<sup>71</sup>. Alencar et al. (2012, p.21-22) mostram a eficiência do uso dos recolhimentos compulsórios como instrumento de estabilidade financeira e como instrumento complementar à taxa básica de juros (visando a estabilidade de preços) no Brasil. A partir de um modelo econométrico e de simulações em que o BCB busca reduzir a volatilidade do produto e da inflação e, num segundo momento, em que se inclui também a volatilidade do crédito, os autores concluem que:

[...] quando a autoridade monetária utiliza os recolhimentos compulsórios como instrumento complementar à taxa básica de juros, pode haver ganhos de estabilidade tanto sob a perspectiva do produto e da inflação, quanto do macroprudencial. [...] à medida que aumenta a importância dos objetivos macroprudenciais, além da estabilidade da inflação e do produto, aumenta a relevância da utilização dos recolhimentos compulsórios. Além disso, note-se que o uso dos recolhimentos compulsórios se apresenta especialmente importante quando ocorrem choques no setor financeiro da economia.

Para Beau, Clerc e Mojon (2012), a relação entre essas duas políticas (“monetária” e macroprudencial) pode ser complementar em determinados contextos. Os autores apontam momentos em que elas podem ser conflitantes ou neutras, considerando a institucionalidade do regime de metas para a inflação, de um lado, e os períodos em que elas podem ser complementares, de outro<sup>72</sup>. Um possível momento de conflito entre as duas políticas ocorre quando há combinação entre desequilíbrio financeiro (uma “bolha” de ativos) e tendência à deflação. Nesse caso, a política macroprudencial deveria buscar controlar o crédito e o crescimento da liquidez, o que poderia aprofundar a tendência à deflação. Trata-se, contudo, de uma combinação pouco usual, em razão da comumente retroalimentação entre os mercados financeiros e produtivo. Entretanto, essas políticas são complementares nos momentos, bem mais usuais, de “boom financeiro” e de taxa de inflação acima da meta, pois a estabilidade financeira pode auxiliar a própria estabilidade de preços. No momento oposto, essas políticas também serão

---

<sup>71</sup> Ver, por exemplo, Borio e Shim (2007); Beau, Clerc e Mojon (2012); e Alencar et al. (2012).

<sup>72</sup> Outra questão bastante ressaltada na literatura sobre o tema diz respeito ao arcabouço institucional necessário para o uso de medidas macroprudenciais. O questionamento principal é se as funções de controlar a política monetária, de um lado, e de regular e supervisionar o sistema financeiro, de outro, devem ser exercidas por diferentes instituições ou por uma mesma instituição – no caso, o banco central (IMF, 2013a; Galati e Moessner, 2011). Sobre essa questão, ver ainda Bernanke, Dell’Ariccia e Mauro (2010) e Beau, Clerc e Mojon (2012).

complementares. Isso se dá porque ambas afetam o canal do crédito da política monetária, com efeitos sobre a demanda agregada<sup>73</sup>.

Quadro 1 – Prováveis interações entre políticas “monetária” e macroprudencial

Inflação Sistema Financeiro	Inflação acima da meta	Inflação próxima da meta	Inflação abaixo da meta
Exuberância financeira (boom)	Complementar	Independente	Conflitante
Sem desequilíbrios	Independente	Independente	Independente
Deflação financeira (bust)	Conflitante	Independente	Complementar

Fonte: Beau, Clerc e Mojon (2012). Elaboração própria.

### 3.2 A experiência brasileira recente (2008-2013)

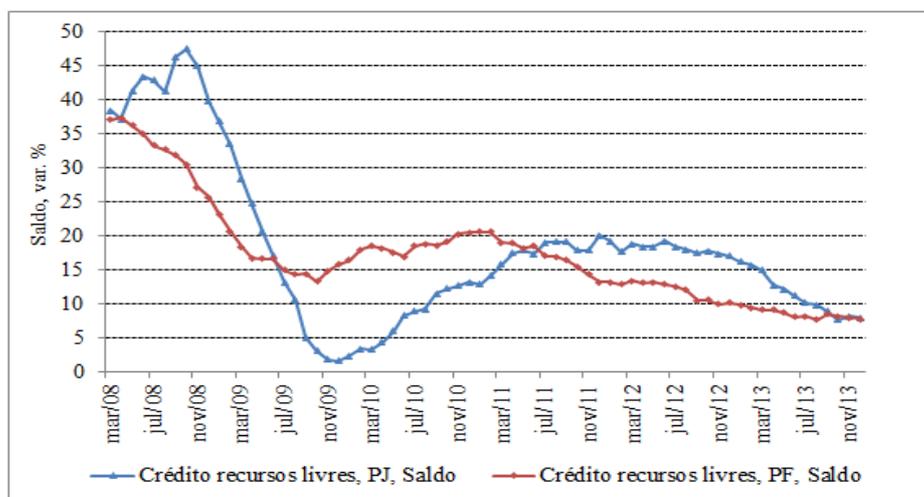
A presente seção explora a discussão a respeito da compatibilidade entre as medidas macroprudenciais e o regime de metas para a inflação à luz da experiência brasileira recente, com base nos documentos oficiais do BCB - como as atas do Copom e os Relatórios de Inflação. A análise contempla o período entre 2008 e 2013, dividindo-o em três fases que caracterizam a utilização dessas medidas no Brasil, a saber: 2008-09; 2010-11; 2012-13.

A primeira fase diz respeito ao período 2008-09. De acordo com Montoro e Moreno (2011), no período imediatamente anterior à quebra do banco de investimento Lehman Brothers, em setembro de 2008, Brasil, Colômbia e Peru enfrentavam um dilema em relação à política monetária: caso aumentassem a taxa de juros para conter a inflação e o aumento do crédito, poderiam atrair maiores fluxos de capitais, exacerbando a fase de expansão e, assim, colocando em risco a estabilidade financeira desses países. Contudo, com a deflagração da crise global, o dilema passou a ser outro, pois os fluxos de capitais e as condições de financiamento externo pioraram abruptamente, a despeito de a inflação ter permanecido superior à meta estipulada. As autoridades monetárias desses países buscaram, então, estabilizar os seus sistemas financeiros, enfrentar a forte contração de demanda externa e manter as expectativas de inflação sob certo controle. Diante disso, esses três países ajustaram suas taxas de recolhimentos compulsórios e suas taxas de juros. Os recolhimentos aumentaram na fase de expansão, como forma de conter o crédito, e declinaram imediatamente após a deflagração da crise global, em setembro de 2008 (Montoro e Moreno, 2011).

<sup>73</sup> O manejo da taxa de juros afeta o setor produtivo da economia por diferentes canais, sendo o canal do crédito um deles. As medidas macroprudenciais também podem afetar as condições de crédito da economia.

O caso do Brasil, em particular, elucida bem esses diferentes contextos. O Gráfico 2 apresenta as variações percentuais do saldo das operações de crédito com recursos livres na economia brasileira, tanto para as pessoas físicas como para as empresas, entre 2008 e 2013. Pode-se verificar taxas de crescimento muito elevadas dessas operações no início do período analisado, entre 35% e 50%, na comparação com o mesmo mês do ano anterior. Com efeito, apenas entre março de 2007 e dezembro 2008, a participação do crédito com recursos livres em relação ao PIB aumentou de 19,7% para 26,8%.

Gráfico 2: Crédito com recursos livres no Brasil – saldo, variação % contra mesmo período do ano imediatamente anterior (2008-2013)



Fonte: BCB. Elaboração própria.

As atas do Copom de 2008, anteriores à crise, indicavam preocupação com o crescimento da demanda e das pressões inflacionárias, mas o Copom decidiu manter a taxa em 11,25% a.a. nas duas primeiras reuniões (BCB, 2008a). Com a piora desse cenário, o Copom elevou a meta da taxa Selic na reunião de abril de 2008, para 11,75% a.a. (BCB, 2008b)<sup>74</sup>. Além disso, diante do expressivo ritmo de aceleração do crédito e dos subsequentes riscos envolvidos nesse processo, em termos de estabilidade do sistema financeiro, o BCB realizou entre janeiro e setembro de 2008 uma expressiva elevação do recolhimento compulsório total, de R\$ 258,1 bilhões para R\$ 328,9 bilhões (preços constantes de 2013), como mostra o Gráfico 3. Em relação ao PIB, isso significou um aumento de 6,9% para 8,4%.

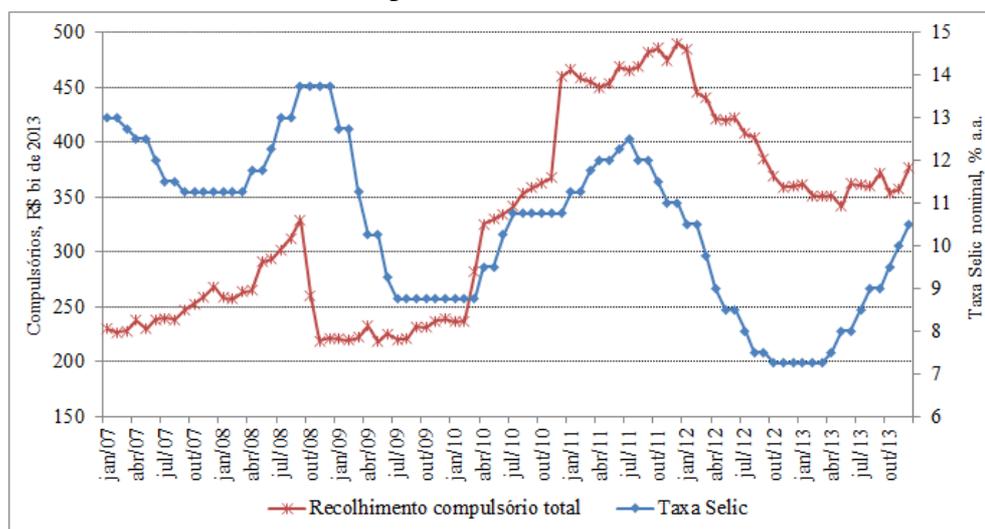
A elevação do compulsório, naquele período, respondeu às elevadas taxas de aceleração das operações de crédito (Gráfico 3), visando, preponderantemente, objetivos macroprudenciais. Evidentemente, contudo, que, em vista de tal política afetar o canal de crédito da política monetária, ela certamente contribuiu para conter a pressão sobre a demanda agregada. De fato, no caso do crédito destinado às pessoas físicas, a análise do ritmo de expansão do crédito com recursos livres evidencia um processo de desaceleração antes da eclosão da crise, em setembro de 2008 (Gráfico 3).

<sup>74</sup> A expressão “cenário inflacionário benigno” é constante nas Atas do Copom e indica uma situação em que os preços estão ou tendem a convergir para a meta.

Nas reuniões seguintes, o Comitê continuou a realizar aumentos na taxa Selic, como mostra o Gráfico 3, ainda que tenha sido apontado: i) um crescimento mais moderado do crédito; e ii) a estabilização dos preços das commodities, que ajudou a controlar a inflação (BCB, 2008c). No último aumento da taxa Selic à época, em setembro de 2008, o Copom mencionou que a deterioração das economias centrais havia concorrido para melhorar as perspectivas da inflação global (BCB, 2008d). O movimento de aumento da taxa de juros cessou, então, na reunião do Copom de outubro daquele ano, na qual se decidiu pela manutenção da taxa básica de juros em 13,75% a.a. Essa foi a primeira reunião após a quebra do Lehman Brothers, ocorrida em meados de setembro, sendo revelada a maior preocupação do BCB com a crise financeira global e seus efeitos sobre o Brasil.

A despeito de ter mantido a taxa de juros inalterada, o BCB implementou medidas destinadas a aumentar a liquidez do sistema financeiro e a propiciar melhor distribuição desses recursos entre as instituições financeiras, na medida em que a deterioração das expectativas que se seguiu à falência do Lehman Brothers implicou “empocamento de liquidez” no interbancário (Freitas, 2009; Oliveira, 2009). Com isso, a autoridade monetária buscou, a um só tempo, garantir a estabilidade do sistema financeiro e incentivar as operações de crédito ao setor privado. O BCB, então, reorientou prontamente a política de recolhimento compulsório, flexibilizando-a logo depois da deflagração crise de 2008.

Gráfico 3: Recolhimentos compulsórios totais e taxa Selic (2007-2013)



Fonte: BCB. Elaboração própria.

De acordo com Cavalcanti e Vonbun (2013, p.52-53), essa distensão do compulsório envolveu: i) o cancelamento do aumento previsto da alíquota sobre depósitos interfinanceiros, mantendo-a em 15% - depois, em dezembro, ela foi zerada; ii) a redução da alíquota sobre os depósitos de poupança rural, de 20% para 15%, bem como sobre os depósitos à vista, de 45% para 42% em outubro; e iii) outras medidas na mesma direção e/ou orientadas para o reestabelecimento das condições de financiamento e refinanciamento do sistema, tais como dedução substancial da exigibilidade total sobre recursos a prazo na aquisição de carteiras de crédito de instituições financeiras, aumento das exigibilidades para aplicação em crédito rural,

permissão para utilização das exigibilidades sobre recursos a prazo para aquisição de carteiras de crédito de instituições financeira de pequeno e médio portes etc. Com efeito, vale registrar que somente entre setembro e outubro de 2008 os recolhimentos compulsórios totais passaram de 8,4% para 6,6% do PIB, atingindo 5,5% do PIB em novembro de 2008, elucidando a significativa flexibilização desse sistema nesse interregno<sup>75</sup>.

Naquele contexto, a expressiva flexibilização das regras do compulsório buscou reestabelecer as condições de liquidez e de crédito do sistema financeiro, sem apresentar relação mais estreita com o RMI, diferentemente do período imediatamente anterior, prevalecente entre o segundo e o terceiro trimestre de 2008. Afinal, no imediato período posterior à crise, enquanto as medidas macroprudenciais buscavam elevar a liquidez do sistema, de um lado, a manutenção da taxa de juros de curto prazo em patamar elevado, depois do aumento realizado em setembro de 2008, buscava conter o risco de desvio dos preços em relação à meta, sob pressão da desvalorização cambial, de outro. No momento imediatamente anterior à crise, por sua vez, verificou-se um processo de aperto tanto do compulsório como da taxa Selic. Embora o primeiro instrumento tenha buscado a estabilidade do sistema financeiro e o segundo o controle da inflação, houve complementaridade entre eles na perspectiva do regime de metas, na medida em que ambos contribuíram, ainda que de diferentes maneiras, para a convergência dos preços em direção à meta estipulada para a inflação. Vale notar que em nenhum momento, entre 2008 e 2009, o BCB se referiu aos recolhimentos compulsórios utilizando explicitamente o termo “medidas macroprudenciais”.

Em 2009, iniciou-se um movimento de redução dos juros que foi até julho e levou a Selic de 13,75% a.a. para 8,75% a.a. A partir de então, as modificações nos recolhimentos compulsórios passaram a ser mencionadas nas atas do Copom como medidas que auxiliaram a retomada do crédito. O contexto internacional de desaceleração passou a ser apontado como um fator que traria um cenário inflacionário benigno, causado também pela queda da demanda doméstica.

Assim, o interregno 2008-2009 pode ser dividido em dois momentos, a saber: i) aquele prevalecente no imediato pré-crise, em que foi verificado tanto uma política de aperto das regras de recolhimento compulsório como de elevação da taxa Selic, ou seja, uma relação complementar entre os dois instrumentos, a despeito das orientações diferenciadas entre eles (um, buscando conter o acelerado crescimento do crédito e, assim, resguardar o sistema financeiro; outro, objetivando conter a inflação); e ii) aquele verificado no período posterior à crise e que perdurou até o início de 2010, de relaxamento do compulsório e de redução da taxa Selic, de forma menos sincronizada no tempo, comparativamente à estratégia anterior de política monetária. De qualquer

---

<sup>75</sup> A manipulação das regras dos compulsórios, a partir de setembro de 2008, liberou R\$ 99,8 bilhões, enquanto uma segunda medida que visava fortalecer o mercado de crédito, a saber, a criação dos Depósitos a Prazo com Garantia Especial (DPGE), garantidos pelo Fundo Garantidor de Créditos (FGC), com limite de até R\$ 20 milhões por aplicador, realizada em abril de 2009, permitiu a captação de R\$ 13 bilhões até o final de outubro (BCB, 2009).

modo, não há evidências de que o BCB tenha utilizado o compulsório como forma explícita de auxiliar de controlar a inflação<sup>76</sup>.

A segunda fase do período estudado correspondeu, por seu turno, ao interregno 2010-11. Já no começo de 2010, iniciou-se o processo de elevação dos recolhimentos compulsórios. No entendimento do BCB, o mercado de crédito já estava recuperado, tornando-se necessário elevar os recolhimentos em aproximadamente R\$ 71 bilhões, cerca de 70% dos recursos liberados entre o final de 2008 e o início de 2009, no contexto das medidas destinadas à contenção da crise (BCB, 2010b, p.43; Cavalcanti e Vonbun, 2013, p.57). A elevação dos recolhimentos compulsórios apareceu nos documentos oficiais do BCB, nesse primeiro momento, como uma reação à normalização do sistema financeiro melhor recuperado da crise. De acordo com Cavalcanti e Vonbun (2013, p.57), esse aperto do sistema de compulsório foi realizado do seguinte modo:

[...] i) foram restabelecidas em 8% as alíquotas de recolhimento sobre recursos à vista e a prazo referentes a exigibilidade adicional, que, em 2008, haviam sido reduzidas para 5% e 4%, respectivamente; ii) o limite do recolhimento sobre recursos a prazo passível de dedução com operações de aquisição de ativos e realização de depósitos interfinanceiros foi reduzido de 70% para 45%; iii) a alíquota de recolhimento sobre recursos a prazo voltou a ser de 15%; iv) as deduções, tanto da exigibilidade adicional, quanto da exigibilidade referente ao recolhimento de recursos a prazo, passaram a depender do porte da instituição, sendo de R\$ 2 bilhões para as instituições “pequenas” – com patrimônio de referência até R\$ 2 bilhões –, de R\$ 1,5 bilhão para as instituições “medias” – com patrimônio de referência entre R\$ 2 bilhões e R\$ 5 bilhões – e nulas para as instituições “grandes” – com patrimônio de referência acima de R\$ 5 bilhões; v) ambos os recolhimentos sobre recursos a prazo e o recolhimento referente a exigibilidade adicional passaram a ser efetuados exclusivamente em espécie, com remuneração pela taxa Selic, e a ter como limite de isenção o valor de R\$ 500 mil, em vez de R\$ 10 mil.

No decorrer de 2010, verificou-se um ritmo de crescimento bastante acelerado das concessões de crédito na economia brasileira, em um contexto de alta liquidez internacional e forte retomada do nível de atividades (Gráfico 2). Também em um ambiente, vale salientar, de maior pressão inflacionária. O IPCA encerrou o ano com variação de 5,91%, acima do centro da meta, com a taxa Selic tendo sido elevada de 8,75% a.a. para 10,75% a.a.

O cenário internacional foi avaliado, na reunião do Copom de março de 2010, como de liquidez abundante e de queda na aversão ao risco. Com efeito, os preços de ativos brasileiros e das commodities apresentaram recuperação, o que evidenciou a retomada de pressões inflacionárias externas, fator apontado nas atas daquele ano. No cenário doméstico, por seu turno, o entendimento foi de que demanda aquecida poderia provocar pressão sobre o mercado de fatores (BCB, 2010a).

---

<sup>76</sup> Talvez, vale salientar, porque o aperto do compulsório realizado no primeiro momento, imediatamente anterior à crise, não tenha perdurado durante o tempo suficiente para contribuir mais efetivamente para a convergência dos preços em direção à meta preestabelecida para a inflação.

Foi com base nessa análise que o Copom passou a apontar a necessidade de um ciclo de alta da taxa Selic, ainda que esse movimento tenha sido iniciado somente na reunião seguinte, pois a retirada dos estímulos introduzidos durante a crise levou o Comitê a adotar uma posição de maior prudência. Em outro momento, o Copom mencionou que, a despeito da retirada desses estímulos, permaneceram os riscos para a consolidação de um cenário benigno para a inflação, justificando a continuidade do ciclo de alta dos juros (BCB, 2010c). Em relação ao nível de atividades, a análise ao longo de 2010 foi de que havia sido iniciado um novo ciclo de expansão, fator que causaria pressão no mercado de fatores e passaria a justificar uma política monetária mais restritiva (BCB, 2010d).

Em dezembro de 2010, pela primeira desde 2008, o Copom mencionou explicitamente que o BCB utilizou medidas macroprudenciais com o objetivo de moderar o ritmo de expansão do crédito, mais especificamente a reversão dos estímulos introduzidos durante a crise (já mencionada em outras atas, mas não sob a designação de “medida macroprudencial”). Ao fazê-lo, apesar de seu uso em 2010 não ter sido inédito – especialmente no caso do recolhimento compulsório, ainda bastante utilizado pelo BCB mesmo em contexto de baixa inflação –, o Copom justificou a forma pela qual essa medida foi adotada e como ela foi incorporada regime de metas. De acordo com o Copom:

[O Comitê] ressalta que há certa equivalência entre ações macroprudenciais e ações convencionais de política monetária e que a importância desse vínculo tende a crescer com o aprofundamento do mercado de crédito, fenômeno este observado no Brasil nos últimos anos. Entretanto, não há respaldo para que esses dois conjuntos de instrumentos sejam vistos como substitutos perfeitos, pois divergem, entre outros aspectos, no alcance e nos mecanismos de transmissão. [...]o Copom entende que, a depender das circunstâncias, ações macroprudenciais podem preceder ações convencionais de política monetária. (BCB, 2010e).

Esse trecho da ata mostra que o BCB admitiu, e não poderia ser diferente, que as medidas macroprudenciais podem ser compatíveis com o arcabouço do RMI, ainda que elas se diferenciem da manipulação da taxa de juros pelo alcance e pelos mecanismos de transmissão. Ademais, o BCB avaliou que essas medidas representam importante instrumento para conter pressões localizadas de demanda, particularmente quando essas pressões advêm da expansão do crédito - um dos canais de transmissão da política monetária. No Relatório de Inflação de dezembro de 2010, o BCB reafirmou que “nas circunstâncias que prevaleciam no início de dezembro, ações macroprudenciais deveriam preceder ações convencionais de política monetária.” (BCB, 2010f, p.89). Tais circunstâncias, efetivamente, referiam-se ao cenário internacional de maior liquidez global, de aumento dos preços das commodities (e incerteza em relação à evolução desses preços) e de lenta recuperação da economia mundial.

Para Sales e Barroso (2012), nesse tipo de contexto, gera-se uma tensão entre os objetivos de política monetária e de estabilidade financeira, pois diferenciais mais elevados de taxas de juros interna e externa tendem a atrair maiores fluxos internacionais de capital. Assim, a utilização de medidas macroprudenciais antes da (ou paralelamente à) elevação da taxa de juros pode certamente contribuir para evitar

aumentos ainda maiores desta, evitando valorização cambial excessiva e aceleração ainda maior do crédito, com efeitos expansivos sobre a demanda agregada.

As medidas macroprudenciais decerto contribuíram para o processo de convergência dos preços em direção à meta para a inflação, minimizando os efeitos adversos que seriam causados por elevações ainda maiores da taxa Selic, no caso de ausência da política de aperto do sistema de recolhimento compulsório. Entre janeiro e dezembro de 2010, o saldo total de recolhimentos obrigatórios das instituições financeiras aumentou de R\$ 236,3 bilhões para R\$ 460 bilhões, uma elevação real de 94,6%. Em percentagem do PIB, os recolhimentos subiram de 5,7% para 10,2% neste mesmo intervalo. Em um segundo momento, no Relatório de Inflação de junho de 2011, o BCB (2011b) indicou que as medidas macroprudenciais<sup>77</sup> adotadas em 2010 também estiveram relacionadas à limitação de riscos macroprudenciais.

Essas medidas corresponderam à mudança do compulsório sobre depósitos à vista, a exigibilidades adicionais sobre recursos à vista e a prazo e ao requerimento de capital referente a operações de prazo superior a 24 meses no segmento de pessoas físicas (no crédito consignado, para operações com prazo superior a 36 meses). Houve, ademais, alongamento de prazos e redução dos juros no segmento de financiamento a veículos e crédito pessoal, mas sem ampliação dos prazos de captação dos bancos (concentrados em depósitos à vista e a prazo, com liquidez diária), o que seria uma fonte de fragilidade financeira (Fundap, 2011). O resultado foi a contenção da demanda por novos empréstimos nesses segmentos, pela mudança no volume de concessões, nas taxas de juros e nos prazos médios, sob o acicate da aplicação das medidas macroprudenciais.

Ademais, a retirada dos incentivos introduzidos entre 2008 e 2009 foi aprofundada em dezembro de 2010, com o início da extinção do DPGE, a recomposição dos níveis dos recolhimentos compulsórios sobre depósitos a prazo (elevação da alíquota de 15% para 20%) e a redução do limite máximo das compras de carteiras de crédito e depósitos interfinanceiros da exigibilidade do compulsório sobre depósitos a prazo (Fundap, 2011, p.6).

Em suma, pode-se afirmar que, em 2010, o manejo do sistema de recolhimento compulsório contribuiu para conter as pressões inflacionárias e não prejudicar ainda mais, via elevação da taxa Selic, a atividade econômica, tampouco valorizar mais acentuadamente a taxa de câmbio. Sem o papel desempenhado pelo recolhimento compulsório, pode-se afirmar que a elevação da taxa de juros teria sido ainda maior. Os documentos oficiais do BCB não permitem afirmar que se tratou de uma estratégia meramente casual. Pode-se sustentar que ciente da complementaridade entre as medidas macroprudenciais e a taxa de juros de curto prazo em certos contextos, o BCB optou pela sua implementação para, assim, fazer os preços convergirem para a meta com a minimização dos custos envolvidos nesse processo, especialmente no que tange ao risco de valorização excessiva da taxa de câmbio. As passagens apresentadas dos documentos do BCB ratificam esse entendimento. Na ata do Copom de outubro de 2011, mais uma

---

<sup>77</sup> Nesse documento, o BCB definiu o conceito de medidas macroprudenciais a partir da definição do Comitê sobre Sistema Financeiro Global (CGFS) e do Banco de Compensações Internacionais (BIS), para os quais as medidas macroprudenciais visam fortalecer a resiliência do sistema financeiro diante de retrações econômicas e limitar ativamente o acúmulo de riscos financeiros (BCB, 2011b, p.41).

vez, menciona-se que as medidas macroprudenciais foram responsáveis pela moderação na expansão do crédito, ou seja, não fossem elas a taxa básica de juros teria que ter aumentado ainda mais para viabilizar a convergência dos preços em direção à meta para a inflação.

O ano de 2011, por sua vez, foi bastante distinto do anterior. Em 2010, o IPCA foi de 5,91%, abaixo do teto da meta, embora superior ao centro, e a taxa de juros encerrou o ano em 10,75% a.a. Em 2011, por seu turno, o IPCA foi de 6,5%, exatamente o limite superior da meta, com a taxa Selic tendo terminado o ano em 11% a.a. Mas, diferentemente de 2010, em 2011 verificou-se um ciclo de alta da taxa de juros, de 10,75% a.a. para 12,50% a.a. entre janeiro e julho, e outro de baixa, iniciado em agosto e que fez a Selic encerrar o ano em 11% a.a. O ano de 2011 também se diferenciou do anterior no que confere à compatibilização entre o manejo da taxa de juros e o sistema de recolhimento compulsório, na medida em que a flexibilização dos juros antecedeu a distensão realizada nos compulsórios, de um lado, e o descompasso temporal entre as medidas certamente contribuiu para a inflação não superar o teto estabelecido para o ano, de 6,5%, de outro.

Vale notar que 2011 começou com a mudança na presidência do BCB, com Alexandre Tombini assumindo a presidência do BCB em janeiro, no lugar de Henrique Meirelles. Já na primeira reunião de 2011, o Copom mencionou que o cenário prospectivo para a inflação havia evoluído negativamente desde sua última reunião, por choques de oferta externos e internos, o que, dentro da lógica do RMI, justificou o aumento da taxa de juros. Apesar do reconhecimento de que as medidas macroprudenciais ainda viriam a surtir efeito, justificando o maior gradualismo, o BCB apontou importantes fatores que pressionariam a inflação, tais como demanda doméstica acelerada e expansão do crédito e da renda (BCB, 2011a).

Nas reuniões seguintes, o BCB continuou a indicar um cenário inflacionário preocupante, apesar de as perspectivas para a atividade econômica terem sido apresentadas como favoráveis durante todo o primeiro semestre de 2011, mesmo com a maior moderação e incerteza do ritmo de expansão da demanda doméstica. Dessa maneira, as elevações na Selic prosseguiram até julho, em um movimento que resultou em um aumento de 1,75 p.p. Para Fundap (2012) essa atitude do BCB teria sido expressão da estratégia de gradualismo de Tombini. Vale destacar, ainda, que, em abril de 2011, o IOF (imposto sobre operações financeiras) para operações de crédito destinadas às pessoas físicas foi elevado de 1,5% para 3%, objetivando exatamente conter a forte aceleração do crédito. O controle de fluxos internacionais de capital também foi ampliado, para atenuar o impacto sobre a taxa de câmbio.

Em agosto de 2011, o cenário apresentado foi diferente. O ambiente externo passou a ser considerado mais turbulento, com grandes reduções nas projeções de crescimento dos principais blocos econômicos (BCB, 2011c). Eram claros, pois, os sinais de moderação da atividade doméstica. Para o BCB, isso tornou o balanço de riscos para a inflação mais positivo, pelo maior hiato do produto, além de uma revisão favorável da política fiscal e da contenção do crédito pelas medidas macroprudenciais. Nesse ambiente, o Comitê entendeu que havia espaço para iniciar um movimento de corte na taxa Selic.

Com efeito, o ano de 2011 terminou com a taxa de juros em 11% a.a. e a inflação no limite superior da meta estipulada. Na ocasião, o Copom passou claramente a buscar a convergência da inflação para o centro da meta, de 4,5%, apenas para o ano de 2012. Interessante notar, ainda, que no caso de 2011, enquanto a taxa Selic passou a ser reduzida a partir de agosto, os recolhimentos compulsórios totais, que se encontravam em um patamar bastante elevado, em torno de R\$ 480 bilhões (preços de 2013)<sup>78</sup> no segundo semestre, passaram a registrar diminuição consistente a partir de janeiro de 2012. Diferentemente do verificado no imediato pós-crise, quando o movimento de redução dos compulsórios totais antecedeu a diminuição da taxa Selic, em 2011 o BCB primeiro iniciou a redução da Selic para somente depois começar a flexibilização dos compulsórios.

A análise a respeito dos anos de 2010 e 2011 revela, pois, o uso intenso do sistema de recolhimento compulsório pelo BCB. Em 2010, o expressivo aumento dos recolhimentos compulsórios totais foi realizado em um contexto de ritmo de crescimento bastante acelerado do crédito, como mostra o Gráfico 2. Já a partir de março de 2011, contudo, verificou-se clara redução do ritmo de expansão dessas operações, particularmente nas destinadas às pessoas físicas (Gráfico 2). A despeito disso, os compulsórios totais foram não apenas mantidos em patamar elevado em 2011, como sofreram aumento real de 5,1% entre janeiro e dezembro do mesmo ano, atingindo R\$ 490 bilhões no final de 2011. Entre agosto e dezembro do mesmo ano, por sua vez, a taxa Selic foi reduzida. Entre janeiro e junho de 2011, a média dos recolhimentos compulsórios totais foi de R\$ 458,7 bilhões, enquanto entre julho e dezembro atingiu R\$ 477,7 bilhões. Paralelamente, entre julho e dezembro de 2011 a taxa Selic diminuiu de 12,5% a.a. para 11% a.a. Somente a partir do ano seguinte, em 2012, passou a ser verificado o processo de flexibilização conjunta da taxa Selic e dos recolhimentos compulsórios totais.

Dessa forma, as evidências indicam que o BCB usou o sistema de recolhimento compulsório de forma deliberada, e não apenas de forma casualmente coincidente, para operar o regime de metas para a inflação. Certamente, o cenário de expressiva entrada de fluxos de capitais, ritmo ainda acelerado do crédito e índice oficial de inflação já situado próximo ao teto da meta entraram no cálculo da autoridade monetária e indicaram a pertinência do uso do instrumento do compulsório, ante o risco de extrapolação do teto da meta para a inflação no caso de uma possível flexibilização conjunta e sincronizada da taxa de juros de curto prazo e do sistema de recolhimento, considerando-se o ano de 2011, em particular. Contribui para essa hipótese, ademais, o fato de que os recolhimentos totais foram efetivamente diminuídos somente a partir do início de 2012, depois de assegurado o cumprimento da meta para a inflação de 2011. De acordo com o próprio BCB (2011b, p.98):

[f]ormuladores de política têm reforçado a orientação de arcabouço regulatório e de supervisão via medidas macroprudenciais (ou de foco sistêmico), bem como começado a indagar se a estabilidade financeira pode ser alcançada sem um suporte mais ativo de

---

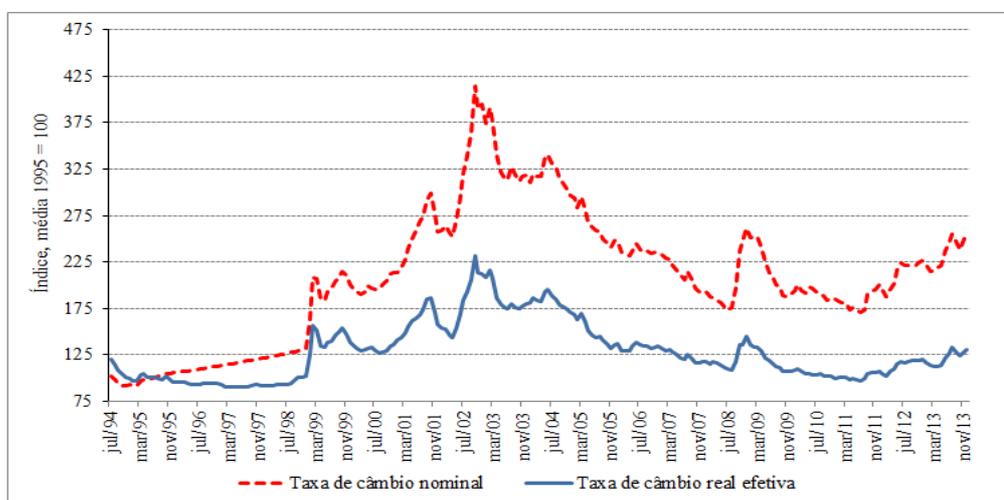
<sup>78</sup> Vale registrar que nem no contexto do Plano Real os recolhimentos compulsórios totais foram tão elevados. Em relação ao PIB, o patamar máximo atingido naquela época foi de 9,6%. Em dezembro de 2011 e janeiro de 2012, por sua vez, foi de 10,6%.

políticas macroeconômicas. Adicionalmente, tem-se discutido o uso de políticas macroprudenciais como instrumento complementar, embora acessório, no controle da demanda agregada.

Este trecho de mais essa publicação oficial do BCB deixa, novamente, evidente que as medidas macroprudenciais como estratégia de atuação do BCB para cumprir a meta para a inflação, destacadamente entre 2010 e 2011, passaram a ter uma conexão mais efetiva com o RMI. Isso, vale salientar, também resultou da expressiva elevação da relação crédito/PIB e do conseqüente aumento da importância do canal do crédito da política monetária na economia brasileira a partir de 2003/2004. Tal razão aumentou de aproximadamente 25% para quase 50% entre 2003 e 2011. Em 2007, ela era de pouco mais de 30%.

O Gráfico 4 apresenta o comportamento das taxas de câmbio nominal e efetiva real. Pode-se observar que, a partir do início de 2009, tanto a taxa de câmbio nominal como a efetiva real iniciam uma clara trajetória de apreciação, depois da relevante depreciação decorrente dos efeitos da crise internacional, deflagrada em setembro de 2008. Em julho de 2011, a taxa de câmbio nominal atingiu R\$ 1,56 por dólar, o menor nível desde janeiro de 1999. A taxa de câmbio real efetiva, por sua vez, passou a se situar em um patamar similar ao observado no contexto imediatamente posterior ao Plano Real e que perdurou até a máxidesvalorização do início de 1999. No contexto de 2011, de alta liquidez internacional, decorrente da política monetária fortemente expansionista realizada pelos EUA e por diversos outros bancos centrais dos países desenvolvidos, caso não tivesse ocorrido a redução do diferencial de taxa de juros interna e externa mediante a redução da taxa Selic, decerto a taxa de câmbio (nominal e real efetiva) teria se valorizado de forma ainda mais intensa, com efeitos ainda mais adversos sobre a estrutura produtiva brasileira, especialmente sobre os setores não detentores de vantagens comparativas naturais. A redução da taxa Selic, em tal contexto, tornou-se necessária, até em razão da eficiência subótima dos controles sobre os fluxos internacionais de capital.

Gráfico 4: Taxa de câmbio (R\$ / US\$) nominal e efetiva real no Brasil (jul.1994-dez.2013)



Fonte: BCB. Elaboração própria.

Contudo, reduzir a taxa de juros juntamente com a flexibilização do sistema de recolhimento compulsório poderia colocar em risco o cumprimento da meta para a inflação em 2011, a despeito dos efeitos sabidamente defasados dos juros sobre os preços. Como mostra o Gráfico 5, o início do movimento de redução da taxa Selic, iniciado em agosto de 2011, suscitou um importante recrudescimento das expectativas para a inflação para os próximos 12 meses, invertido apenas no último trimestre de 2011. Ademais, quando o Copom decidiu, na reunião de agosto de 2011, reduzir a taxa Selic de 12,5% a.a. para 12% a.a., o IPCA acumulado nos últimos 12 meses estava bem acima do teto da meta para a inflação estabelecida para o ano, de 6,5%. Em setembro de 2011 o índice acumulado era de 7,3%. Certamente a redução dos recolhimentos compulsórios totais simultaneamente à diminuição da taxa Selic teria feito a variação do IPCA superar o teto da meta para a inflação em 2011. Além disso, vale destacar que, quando da flexibilização dos compulsórios, a partir do início de 2012, o ritmo de crescimento das operações de crédito era similar àquele prevalecente em 2011. As evidências apontam, dessa forma, que o BCB fez uso deliberado do compulsório, em 2011, como instrumento de política monetária, vale dizer, como mecanismo para contribuir para a convergência dos preços em direção à meta para a inflação.

Finalmente, passa-se à análise do último subperíodo analisado, a saber, 2012-13. Seguindo o ciclo de cortes na taxa Selic, iniciado em agosto de 2011, o ano de 2012 foi marcado pela expressiva redução da taxa básica de juros, de 11% a.a. para 7,25% a.a. entre janeiro e outubro. Considerando-se o período entre agosto de 2011 e outubro de 2012, a Selic caiu de 12,5% a.a. para 7,25 a.a., o menor patamar real e nominal pós-Real. Essa relevante redução do patamar de juros no Brasil, em um contexto de políticas monetárias excepcionalmente frouxas nos países desenvolvidos, provocou questionamentos de analistas de mercado no que diz respeito ao compromisso do BCB com o RMI.

No início do ano, o cenário internacional deteriorado ainda foi avaliado com viés desinflacionário pela autoridade monetária, mas as perspectivas para a atividade econômica eram tidas como favoráveis. Entretanto, o Comitê reconheceu que a economia brasileira desacelerou, no segundo semestre de 2011, em uma magnitude maior do que a esperada. Aliado a esse fato, eventos que sinalizaram a postergação de uma solução definitiva para a crise financeira europeia indicaram um cenário que contemplaria a taxa Selic em patamares de um dígito (BCB, 2012a).

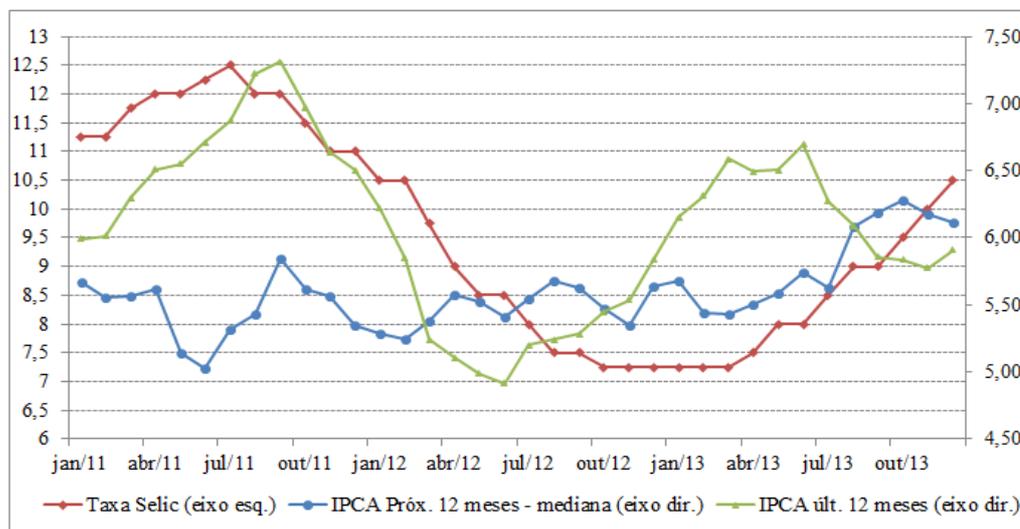
Na reunião de janeiro de 2012, o Copom explicou que a queda da taxa de juros foi possível em razão de transformações estruturais na economia brasileira, com destaque à estabilidade macroeconômica, o compromisso com o regime de metas para a inflação, avanços institucionais<sup>79</sup>, alterações dos mercados financeiros e de capitais,

---

<sup>79</sup> No começo de 2012, inclusive, executou-se uma importante modificação nas regras da caderneta de poupança, para evitar que, com a queda da taxa de juros, os investidores dos fundos de investimento e títulos públicos transferissem seus recursos para a caderneta de poupança, que possuía taxa de juros fixa em 6% a.a. mais a TR (taxa referencial). A nova regra da caderneta de poupança (para depósitos feitos a partir do dia 4 de maio de 2012) passou a ser de que, no caso de taxa Selic maior do que 8,5% a.a., a poupança renderia 6% a.a. mais a TR. Caso contrário, com a taxa Selic menor ou igual a 8,5% a.a., o rendimento da poupança seria de 70% da taxa Selic mais a TR (Simão, 2012). Essa mudança foi decisiva

aprofundamento do crédito na economia e consistência fiscal (BCB, 2012a). Tais fatores, associados à substantiva redução das taxas de juros internacionais, permitiram, segundo a autoridade monetária, a expressiva redução dos juros no período.

Gráfico 5: Taxa Selic e IPCA ex-ante e ex-post (jan.2011-dez.2013)



Fonte: BCB. Elaboração própria.

Em relação às medidas macroprudenciais, o Relatório de Inflação de março de 2012 mencionou que, em novembro de 2011, houve flexibilização das medidas adotadas em dezembro de 2010 (BCB, 2012b, p.35). De acordo com o Gráfico 3, pode-se verificar que os recolhimentos compulsórios totais passam a cair, efetivamente, de forma consistente, a partir de janeiro de 2012. Entre o início e o fim daquele ano, o saldo dos recolhimentos compulsórios totais caiu de R\$ 484,4 bilhões para R\$ 359,7 bilhões, ou de 10,1% para 7,4% do PIB. Apesar de não citadas nas atas do Copom de 2012, em setembro e outubro foram adotadas alterações nos compulsórios, diminuindo a exigibilidade adicional dos recursos à vista e dos depósitos a prazo. Essas medidas tiveram o objetivo de reduzir o custo do crédito e aumentar a oferta de recursos de modo a estimular a economia.

O ano de 2013, por sua vez, foi marcado por um cenário complexo, em que as preocupações com o baixo crescimento e com a elevação da taxa de inflação adquiriram centralidade no debate sobre a economia brasileira. Assim, a primeira reunião do ano, em janeiro, já apresentou um diagnóstico de piora no balanço de riscos para a inflação e de recuperação mais lenta do nível de atividades, um problema que, na visão do BCB, teria origem no lado da oferta, de modo que a política monetária não poderia resolvê-lo. Em relação à demanda doméstica, o Comitê apontou que ela poderia ser impulsionada pelas ações de política monetária recentes, mesmo com uma perspectiva de crescimento moderado do crédito. Ademais, o Copom contemplou um cenário de ritmo de atividade mais intenso para o ano de 2013 (BCB, 2013a).

---

para permitir a queda no patamar da taxa de juros no Brasil naquele período, ao retirar um piso mínimo para a Selic.

Apesar da preocupação com as maiores pressões inflacionárias também ter sido apresentada na reunião de março de 2013, a taxa Selic foi mantida em 7,25% a.a. A decisão de não reduzir mais a taxa básica de juros foi tomada a partir do entendimento, por parte do BCB, de que: i) a demanda doméstica tenderia a se apresentar robusta; ii) havia perspectivas de intensificação do investimento; e iii) o balanço do setor público estava em posição expansionista. Entretanto, a inflação passou a ser apresentada como fator de maior preocupação, em vista de seu maior grau de dispersão e de pressões mais intensas sobre os preços, exigindo maior cautela na administração da taxa Selic (BCB, 2013b).

A partir desse diagnóstico, o primeiro aumento da taxa básica de juros, em 2013, foi realizado em março, iniciando um ciclo de alta da taxa Selic. A justificativa para isso decorreu da interpretação do BCB de que a maior dispersão e resistência da taxa de inflação ensejava a necessidade de uma resposta via taxa de juros, de efeito mais generalizado sobre a economia. As elevações da taxa Selic seguiram em função da persistência do nível elevado da inflação (BCB, 2013c). Ademais, o movimento de depreciação cambial que passou a prevalecer a partir de 2012 trouxe mais uma pressão sobre a inflação.

Com efeito, entre janeiro e dezembro de 2013, a taxa Selic aumentou de 7,25% a.a. para 10% a.a. Ao longo de 2013, o BCB não fez nenhuma menção às medidas macroprudenciais nas atas do Copom ou nos Relatórios de Inflação, um indício de que essas medidas passaram a ocupar um lugar secundário nesse período. O saldo total dos recolhimentos compulsórios manteve-se em torno de 7,2% do PIB, equivalente a R\$ 358 bilhões – patamar bastante próximo ao verificado nos últimos meses de 2012.

A maior dispersão da inflação, verificada em 2013, tornou inevitável, no entendimento do BCB, a elevação da taxa básica de juros, instrumento de alcance mais generalizado sobre os preços. Ademais, o BCB indicou que o mercado de crédito tinha apresentado crescimento moderado, de forma que não era a expansão do crédito o vetor de pressão sobre a taxa de inflação. Logo, as medidas macroprudenciais teriam pouca efetividade para contribuir para a convergência dos preços em direção à meta.

Isto é, as medidas macroprudenciais são intervenções mais direcionadas ao mercado de crédito. Em 2013, com o crescimento mais moderado desse mercado e, assim, com sua menor importância como vetor de pressão sobre os preços, tais medidas deixaram de ser tão funcionais ao regime. Trata-se de uma das situações expostas por Beau, Clerc e Mojon (2012), na qual não há desequilíbrios financeiros, mas há inflação acima da meta, de modo que as políticas monetária e macroprudencial tornam-se independentes, na perspectiva de tornar as medidas macroprudenciais funcionais ao RMI.

Dessa forma, pode-se afirmar que o contexto relativamente diferenciado de 2013 limitou a utilização das medidas macroprudenciais pelo BCB. Com isso, essas medidas não foram usadas como instrumento relevante de política monetária dentro do RMI no Brasil.

## Conclusão

O artigo mostrou que o uso de medidas macroprudenciais, particularmente do recolhimento compulsório, com o objetivo de contribuir para o alcance da meta para a inflação no Brasil, apenas foi possível em condições específicas, de pressões sobre os preços incitadas pelo vigoroso crescimento do mercado de crédito. Isso fez com que um instrumento com ação mais direcionada, que afeta diretamente esse mercado, fosse utilizado pelo BCB para ajudar a cumprir a meta para a inflação. Por isso, entre 2010 e 2011, houve grande compatibilidade entre o regime de metas para a inflação e o uso de instrumentos macroprudenciais. Ademais, a possibilidade de utilizar esse instrumento, destacadamente os compulsórios, também foi importante para evitar um diferencial de taxa de juros interna e externa ainda maior, o que poderia apreciar ainda mais a taxa de câmbio, com efeitos deletérios sobre a economia brasileira.

Apesar da análise feita indicar que as medidas macroprudenciais foram utilizadas deliberadamente pelo BCB inclusive para fins de operação do regime de metas para a inflação, a ideia de que essa estratégia tenha significado uma mudança permanente no *modus operandi* do regime pode ser considerada inapropriada. A partir de 2012, por exemplo, essas medidas deixaram de ser utilizadas sistematicamente pelo BCB, como instrumento adicional para a viabilização do cumprimento da meta para a inflação. Na medida em que o crescimento do crédito foi se tornando moderado e menos importante como vetor de pressão sobre os preços, as medidas macroprudenciais passaram a ser menos efetivas para a operação do regime de metas para a inflação, sendo menos utilizadas pela autoridade monetária.

De qualquer forma, a experiência brasileira recente revela, pois, que a política monetária não precisa se restringir, mesmo nos marcos da institucionalidade do regime de metas para a inflação, ao manejo da taxa básica de juros. O uso de outros instrumentos de política monetária, como o sistema de recolhimento compulsório, pode contribuir para reduzir os custos necessários para se viabilizar o alcance da meta para a inflação em determinados contextos. Isso é particularmente importante em economias como a brasileira, cujo alto diferencial de taxa de juros interna e externa exerce efeitos deletérios diversos, especialmente em contextos marcados por alta liquidez global. Evidentemente, os diferentes instrumentos de política monetária devem ser aplicados conforme as circunstâncias prevaletentes.

#### Bibliografia

ALENCAR, L. S. et al. Uma avaliação dos recolhimentos compulsórios. Trabalhos para discussão 296, Banco Central do Brasil, Brasília, out. 2012.

ALESINA, A; PEROTTI, R. The political economy of budget deficit. Working Paper n. 4637, National Bureau of Economic Research, 1994.

ALESINA, A; SUMMERS, L. Central Bank independence and macroeconomic performance: some comparative evidence. *Journal of Money, Credit and Banking*, v.25, n.2, 1993.

ARESITS, P. New consensus macroeconomics: a critical appraisal. Working Paper n. 564, Levy Institute, 2009.

\_\_\_\_\_. What is the new consensus in macroeconomics? In: ARETIS, P. Is there a new consensus in macroeconomics? New York: Palgrave Macmillan, 2007.

- ARESTIS, P.; SAWYER, M. Macroeconomic policies of the economic monetary union: theoretical underpinnings and challenges. Working Paper n. 385, Levy Institute, 2003.
- \_\_\_\_\_. New consensus monetary policy: an appraisal. In: ARESTIS, P; BADDELEY, M; McCOMBIE, J. The new monetary policy: implications and relevance. Edward Elgar Publishing Limited: Massachusetts, 2005.
- BARRO, R; GORDON, D. A positive theory of monetary policy in a natural rate model. The Journal of Political Economy, The University Chicago Press, vol. 91, n. 4, 1983.
- BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. Ata do Copom, 132ª reunião, jan. 2008a.
- \_\_\_\_\_. Ata do Copom, 134ª reunião, abr. 2008b.
- \_\_\_\_\_. Ata do Copom, 136ª reunião, jul. 2008c.
- \_\_\_\_\_. Ata do Copom, 137ª reunião, set. 2008d.
- \_\_\_\_\_. Relatório de Inflação, v.11, n.4, dez. 2009.
- \_\_\_\_\_. Ata do Copom, 149ª reunião, mar. 2010a.
- \_\_\_\_\_. Relatório de Inflação, v. 12, n.1, mar. 2010b.
- \_\_\_\_\_. Ata do Copom, 151ª reunião, jun. 2010c.
- \_\_\_\_\_. Ata do Copom, 152ª reunião, jul. 2010d.
- \_\_\_\_\_. Ata do Copom, 155ª reunião, dez. 2010e.
- \_\_\_\_\_. Relatório de Inflação, v. 12, n.4, dez. 2010f.
- \_\_\_\_\_. Ata do Copom, 156ª reunião, jan. 2011a.
- \_\_\_\_\_. Relatório de inflação, v.13, n. 2, jun. 2011b.
- \_\_\_\_\_. Ata do Copom, 161ª reunião, ago. 2011c.
- \_\_\_\_\_. Ata do Copom, 164ª reunião, jan. 2012a.
- \_\_\_\_\_. Relatório de Inflação, v. 14, n. 1, mar. 2012b.
- \_\_\_\_\_. Ata do Copom, 172ª reunião, jan. 2013a.
- \_\_\_\_\_. Ata do Copom, 173ª reunião, mar. 2013b.
- \_\_\_\_\_. Ata do Copom, 176ª reunião, jul. 2013c.
- BEAN, C. Is there a new consensus in monetary policy? London: Bank of England, 2007.
- BEAU, D.; CLERC, L.; MOJON, B. Macro-prudential policy and the conduct of monetary policy. Banque de France, Jan. 2012. Disponível em <<http://www.benoitmojon.com/pdf/Beau-Clerc-Mojon.pdf>>. Acesso em: 14 maio 2013.
- BERNANKE, B.; MISHKIN, F. Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy? Journal of Economic Perspectives, v.11, n.2, 1997.
- BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G.; MAURO, P. Rethinking macroeconomic policy. IMF Staff Position Note, February 12, 2010.
- BLEJER, M.; LEONE, A. Introduction and overview - inflation target in practice: strategic and operational issues to emerging markets economies. International Monetary Fund: Washington, 1999.
- BORIO, C. E. V.; SHIM, I. What can (macro-)prudential policy do to support monetary policy? BIS Working Papers No 242, Dec. 2007.
- CARVALHO, C. E.; OLIVEIRA, G. C. de; MONTEIRO, M. B. O Banco Central do Brasil: institucionalidade, relações com o Estado e com a sociedade civil, autonomia e controle democrático. Texto para Discussão 1518, Brasília, IPEA, dez.2010.

- CARVALHO, F. C. de. The independence of Central Bank: a critical assessment of the arguments. *Journal of the Post Keynesian Economics*, v. 18, n. 2, p. 159-175, Winter 1995-1996.
- CAVALCANTI, M. A. F. H.; VONBUN, C. Evolução da política do recolhimento compulsório no Brasil pós-Real. *Texto para Discussão IPEA*, Rio de Janeiro, TD 1826, 2013.
- CHORTAREAS, G. New consensus and monetary policy delegation. In: ARESITS, P. *Is there a new Consensus in macroeconomics?* New York: Palgrave Macmillan, 2007.
- CURADO, M.; OREIRO, L. J. Metas de inflação: uma avaliação do caso brasileiro. *Indicadores Econômicos FEE*, Porto Alegre, v. 33, n. 2, p.127-146, set. 2005.
- FARHI, M. O impacto dos ciclos de liquidez no Brasil: mercados financeiros, taxa de câmbio, preços e política monetária. *Política Econômica em Foco*, n. 7, p.152-183, nov. 2005/abr. 2006.
- FREITAS, M. C. P. Os efeitos da crise global no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito. *Estudos Avançados*, São Paulo, v. 23, p. 125-145, 2009.
- FRIEDMAN, M (1968). O papel da política monetária. In: CARNEIRO, R. *Os clássicos da economia*. vol. II. São Paulo, SP: Ed. Ática, 1997.
- FUNDAP. Intervenções macroprudenciais no mercado de crédito e no mercado de câmbio. *Boletim de Economia* [3], Grupo de Economia/Fundap, abr. 2011.
- \_\_\_\_\_. Política monetária e meta de inflação no Brasil em 2011. *Boletim de economia* [11], Grupo de Economia/Fundap, jan. 2012.
- GALATI, G.; MOESSNER, R. Macroprudential policy: a literature review. *BIS Working Papers* n.337, February 2011.
- GONÇALVES, C. E.; KANCZUK, F. Selic “puro scotch” versus macroprudencial. *Valor Econômico*, São Paulo, 6.6.2011.
- GOODFRIEND, M; KING. R. The New Neoclassical synthesis and the role of monetary policy. *NBER Macroeconomics Annual* 1997, v.12. 1997.
- IMF – International Monetary Fund. *Central banking lessons from the crisis*. IMF: Washington: May, 2010.
- \_\_\_\_\_. *The interaction of monetary and macroprudential policies*. IMF: Washington: January, 2013a.
- \_\_\_\_\_. *Unconventional monetary policies – recent experience and prospects*. IMF: Washington: April, 2013b
- KYDLAND, F; PRESCOTT, E. Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. *The Journal of Political Economy*, v.85, Issue 3, 1977.
- LAVOIE, M. A post-keynesian alternative to the new consensus on monetary policy. *ADEK Conference*, Université de Bourgogne, Dijon, France. 2002.
- LE HERON, E. A New consensus on monetary policy? *Brazilian Journal of Political Economy*, v.23, n.4, october-december 2003.
- MISHKIN, F.; SCHMIDT-HEBBEL, K. One decade of inflation targeting in the world: what do we know and what do we need to know? *NBER Working Paper* n. 8397, 2001.
- MONTORO, C., MORENO, R. The use of reserve requirements as a policy instrument in Latin America. *BIS Quarterly Review*, p.53-65, March 2011.

OLIVEIRA, G. C. de. Regime de metas para a inflação: algumas lições a partir da experiência internacional. *Economia & Tecnologia*, Curitiba, ano 2, vol.5, p.49-61, abr./jun. 2006.

\_\_\_\_\_. O comportamento do crédito e a reação do Banco Central e do sistema financeiro público e privado aos efeitos da crise internacional. *Anais do II Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira*, 2009, Porto Alegre, 2009.

ROCHA, M.; CURADO, M. Adoção do regime de metas de inflação e as funções dos bancos centrais: uma análise com painel de variável instrumental. *Anais da ANPEC-SUL*, Curitiba, 2008.

ROMER, D. *Advanced macroeconomics*. Third Edition. New York: McGraw-Hill, 2005.

SADDI, J. A regulação macroprudencial. *Valor Econômico*, São Paulo, 28/3/2011.

SALES, A. S.; BARROSO, J. B. R. B. Coping with a complex global environment: a Brazilian perspective on emerging market issues. Working Paper Series 292, Banco Central do Brasil, Brasília, out. 2012.

SIMÃO, E. Rentabilidade da nova poupança será a da Selic no dia da aplicação. *Valor Econômico*, Brasília, 04 maio 2012. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/2645938/rentabilidade-da-nova-poupanca-sera-da-selic-no-dia-da-aplicacao>>. Acesso em: 10 ago. 2013.

SNOWDON, B; VANE, R. *Modern macroeconomics: its origin, development and current state*. Massachusetts: Edward Elgar Publishing, 2005.

SVENSSON, L. *Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule*. Institute for International Economic Studies, Stockholm University, 1998.

TAYLOR, J. *Discretion versus policy rules in practice*. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39, North-Holland, 1993.