

Anexo VII

Objetivos das Políticas Monetária, Creditícia e Cambial

(Art. 4º, § 4º, da Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000)

As duas primeiras reuniões do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom) em 2008 mantiveram a meta para a taxa Selic em 11,25% ao ano. Esse patamar já vinha sendo praticado desde setembro de 2007, quando foi interrompido um período de flexibilização da política monetária iniciado em setembro de 2005 e que reduziu a meta anual para a taxa Selic em 850 p.b. A expansão robusta da demanda agregada e do mercado de fatores, além da possibilidade de surgimento de restrições de oferta em alguns setores importantes promoveram uma relativa cautela nas decisões do Comitê, a despeito do forte aumento das importações no setor de transacionáveis e do comportamento positivo dos investimentos. Tal movimento foi reforçado pelo crescimento do crédito e da massa salarial, em conjunto com impulsos fiscais ocorridos no período. Soma-se ainda, nesse contexto, os efeitos defasados dos cortes de juros promovidos em 2007 e que ainda não tinham se refletido no nível de atividade.

Na terceira reunião do Copom em 2008, o Comitê verificou um crescimento da probabilidade de uma trajetória de inflação menos benigna. Além de persistirem os fatores supracitados nas duas reuniões anteriores, observou-se aceleração de alguns preços no atacado e do núcleo de inflação. Ademais, detectou-se uma deterioração das expectativas dos agentes econômicos para a inflação. O preço do petróleo registrou significativa elevação e os preços das *commodities*, especialmente grãos, alcançaram fortes altas no ano. O IPCA do primeiro trimestre de 2008 atingiu 1,52%, ante 1,26% no mesmo período de 2007. Visando convergir o ritmo de expansão da demanda e da oferta agregadas, bem como evitar que pressões inflacionárias isoladas se propagassem pelo resto da economia, o Copom decidiu elevar a meta para a taxa Selic em 50 p.b., para 11,75% ao ano.

O Copom manteve a mesma orientação de elevação da meta para a taxa Selic nas reuniões de junho, julho e setembro de 2008, diante da manutenção do cenário econômico. O crescimento econômico, os desempenhos do mercado de trabalho e do crédito continuaram favoráveis. Além disso, o Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) atingiu 83,8% em julho, um dos níveis mais altos para o mês, segundo dados da Confederação Nacional da Indústria, apontando um crescimento do risco em termos de descompasso entre a oferta e demanda agregadas. Em economias externas importantes, por sua vez, verificou-se a permanência de taxas de inflação elevadas, apesar de existirem sinais mais nítidos de desaceleração. As decisões do Copom nessas três reuniões aumentaram a meta para a taxa Selic para 13,75% ao ano. Na avaliação do Comitê, o crescimento da percepção de que as elevações de preço eram persistentes reduziria a eficácia da política monetária. A opção foi então pautada por uma atuação mais efetiva da política monetária com o intuito de atingir os objetivos com maior rapidez, quando a deterioração das expectativas ainda estava em seu início.

O período que antecedeu a reunião de outubro foi marcado por intenso estresse nos mercados financeiros internacionais, manifestado pelo aumento da aversão ao risco e pela contração da liquidez no mercado de crédito. Um dos efeitos mais visíveis da crise internacional sobre as economias emergentes foi a pressão exercida pelo mercado financeiro sobre suas moedas, trazendo riscos consideráveis para o surgimento de pressões inflacionárias de curto prazo. No caso do Brasil, apesar do aumento da resiliência externa de sua economia nos últimos anos, a pressão sobre a moeda nacional foi considerável. Internamente, os dados disponíveis para reunião mostraram a persistência de sinais de aquecimento econômico e a continuidade dos riscos associados ao descompasso entre o ritmo de expansão da demanda e oferta agregadas. Diante desse cenário e levando em consideração o

comportamento das expectativas de inflação, o Copom decidiu pela manutenção da meta para a taxa Selic em 13,75% ao ano.

No período da última reunião do Copom do ano, o cenário externo não apresentou mudanças significativas, mas os sinais de enfraquecimento intenso e generalizado das economias maduras ficaram mais evidentes. Os dados internos disponíveis até o terceiro trimestre mostraram, no entanto, que a expansão da demanda doméstica continuou bastante robusta, ainda que com algumas indicações de arrefecimento. Para o Comitê, o principal risco para a dinâmica inflacionária naquele momento vinha da trajetória do preço dos ativos brasileiros, em meio a um processo de estreitamento das fontes de financiamento externo. O Copom chegou a discutir a redução em 25 p.b. na taxa básica de juros. Entretanto, prevaleceu o entendimento de que a trajetória prospectiva central da inflação ainda justificava a manutenção da taxa básica em 13,75% ao ano. O ano de 2008 encerrou-se, então, com uma meta para a taxa Selic de 250 p.b acima da meta de dezembro de 2007.

Em 2009 e 2010, a política monetária continuará a ser pautada de forma coerente com o regime de metas para a inflação, tendo como objetivo a manutenção da estabilidade monetária. Os ganhos obtidos com essa política em termos de preservação do poder de compra da moeda, melhoria do horizonte de previsão dos agentes econômicos e redução dos ruídos nos sinais de mercado serão conservados. A meta para a inflação firmada para 2009 e 2010 é de 4,5%, com intervalo de tolerância de mais 2 p.p. e de menos 2 p.p., conforme estabeleceram as Resoluções nº 3.463, de 26/06/2007, e nº 3.584, de 01/07/2008, do Conselho Monetário Nacional.

Em 2008, o mercado de crédito manteve a trajetória de crescimento observada nos anos anteriores, a despeito da desaceleração associada aos desdobramentos da crise financeira internacional. O estoque total das operações de crédito, considerados recursos livres e direcionados, atingiu R\$1.227 bilhões em dezembro, com expansão anual de 31,1%, comparativamente à elevação de 27,8% em 2007. Esse volume correspondeu a 41,3% do PIB, comparativamente ao patamar de 34,2% registrado ao final do ano anterior.

No início de 2008, a evolução do crédito seguiu algumas das tendências verificadas em 2007, a exemplo do expressivo desempenho das operações referenciadas em recursos livres, impulsionadas pelas fortes expansões do *leasing* de veículos para pessoas físicas e do capital de giro para as empresas, além da relativa estabilização do crédito consignado. Ao mesmo tempo, a elevação dos custos de captação, decorrente das crescentes incertezas nos mercados financeiros, conjugada com o aumento da tributação nos empréstimos a pessoas físicas, contribuiu para o incremento das taxas de juros pactuadas nas principais modalidades de crédito.

A partir de setembro, quando a retração da liquidez se manifestou de forma mais intensa, constatou-se significativo arrefecimento das contratações por parte das famílias, ao passo que os financiamentos para as empresas, ao contrário, mantiveram desempenho robusto até o final do ano. Paralelamente, acelerou-se o ritmo de crescimento das operações fundamentadas em recursos direcionados, bem como aumentou a representatividade dos bancos públicos no mercado de crédito. Vale observar que as restrições que afetaram a captação de recursos no mercado de capitais e no exterior, por parte das grandes empresas, contribuíram para impulsionar a demanda no mercado de crédito doméstico.

As perspectivas no mercado de crédito para 2009 e 2010 são condicionadas pela incerteza quanto às condições de emprego, renda e produção, que tendem a influenciar negativamente a demanda por recursos tanto por parte das famílias, quanto do setor produtivo. Nesse sentido, o comportamento do crédito, no início de 2009, seguiu refletindo a desaceleração da atividade

econômica. Porém, a recuperação da demanda doméstica, particularmente no que diz respeito a bens duráveis, inclusive automóveis, poderá determinar a retomada gradual do ritmo de expansão do crédito nos próximos trimestres.

Em termos de agregados monetários, sua evolução em 2008 refletiu as flutuações da atividade econômica, que se traduziram em arrefecimento do ritmo de expansão monetária. A média dos saldos diários dos meios de pagamento, em seu conceito restrito (M1), atingiu R\$218,3 bilhões em dezembro, registrando crescimento de 3,7% no ano. Esse resultado correspondeu ao acréscimo de 14,3% no saldo médio do papel-moeda em poder do público e ao declínio de 2,7% nos depósitos à vista. A base monetária, também avaliada pela média dos saldos diários, alcançou R\$145,7 bilhões em dezembro, com aumento de 1,5% no ano. Quanto a seus componentes, o papel-moeda emitido cresceu 13,7%, enquanto as reservas bancárias recuaram 25,4%, refletindo, sobretudo, as medidas que resultaram em liberações dos recolhimentos compulsórios.

As medidas que alteraram as regras dos depósitos compulsórios foram tomadas no contexto de assegurar a manutenção de condições adequadas de liquidez no sistema financeiro, diante das incertezas observadas a partir de setembro de 2008. Entre as medidas, o governo reduziu as alíquotas dos compulsórios, elevou os valores a deduzir das exigibilidades, alterou a remuneração dos recolhimentos, além de mudar as regras de abatimentos decorrentes da aquisição de ativos de instituições financeiras de pequeno e médio portes. Em conjunto, de 24 de setembro a 19 de janeiro de 2009, essas alterações proporcionaram liberação efetiva de R\$99,8 bilhões do saldo de recolhimentos compulsórios. Tudo indica que o comportamento dos agregados monetários nos próximos trimestres acompanhará, por um lado, o ritmo de crescimento econômico e, por outro, as mudanças no quadro institucional com o propósito de garantir condições adequadas de liquidez e de crédito na economia.

No setor externo, o resultado da conta corrente em 2008 foi deficitário em US\$28,3 bilhões (1,78% do PIB). O saldo da conta capital e financeira foi suficiente para financiar este resultado, tendo registrado superávit de US\$33 bilhões no ano. Destaque-se, nesta conta, o crescimento dos fluxos líquidos de Investimentos Estrangeiros Diretos (IED) que alcançaram US\$45,1 bilhões, com elevação de 30,3% em comparação com o ano anterior.

A balança comercial apresentou retração em 2008, encerrando o ano com superávit de US\$24,7 bilhões. Em 2007, o superávit na balança comercial havia registrado US\$40 bilhões. Esse movimento já tinha sido antecipado pelas autoridades, principalmente em virtude do dinamismo verificado na economia brasileira. Em que pese o recuo do resultado na balança comercial, é importante notar os patamares atingidos pelas exportações (US\$197,9 bilhões, valor 23,2% maior do que 2007) e pelas importações (US\$173,2 bilhões, valor 43,6% maior do que 2007), evidenciando a importância que as transações externas assumiram no ano.

O saldo da conta corrente em 2009 deverá ser influenciado, no âmbito comercial, por possível contração das exportações líquidas. A maior incerteza econômica e a desaceleração da economia internacional tenderão ser os principais determinantes desse movimento. A extensão desse cenário dependerá também do comportamento dos preços de *commodities* importantes para a pauta de exportação do país e da taxa de câmbio. Em relação às contas de serviços, o déficit em transportes tende a se reduzir, em consonância com a queda do comércio exterior, e o saldo negativo de viagens internacionais deverá recuar de forma significativa, afetado pela depreciação cambial ocorrida a partir de setembro de 2008. As despesas líquidas de renda serão influenciadas pela diminuição da rentabilidade das empresas, pelos efeitos da depreciação do câmbio e pelas perdas de investidores estrangeiros em renda variável, se o cenário de aversão ao risco nos mercados financeiros persistir.

Em 2010, a expectativa é por reversão da piora no resultado das contas correntes na medida em que a crise externa for sendo superada. Nesse contexto, as taxas de câmbio flutuantes continuarão a exercer correções em movimentos mais intensos no balanço de pagamentos.

Mesmo com o cenário menos benigno para as contas externas do país, deverão prevalecer condições suficientes para o financiamento do balanço de pagamentos. O nível de reservas internacionais reforça essa tese, tendo em vista o patamar alcançado, em dezembro de 2008, de US\$206,8 bilhões, no conceito liquidez. Ademais, antecipações de contratações feitas pelo Tesouro Nacional contribuem para ajudar a superar as restrições existentes nos mercados financeiros externos. Não pode se desprezar, contudo, que o setor privado enfrentará condições menos propícias para a contratação de empréstimos, tanto em termos de prazos, como em termos de custos de captação.

No setor fiscal, a arrecadação dos governos federal e regionais em 2008 apresentou um desempenho positivo em linha com o dinamismo da economia brasileira. Esse fator foi importante para proporcionar superávits primários acumulados no ano compatíveis com a meta estabelecida pelo governo. Destaque deve ser dado ao resultado nominal do setor público não-financeiro em 2008: déficit de 1,53% do PIB, o menor valor registrado na série histórica iniciada em 1991.

A dívida líquida do setor público não-financeiro (DLSP) apresentou uma retração de 6 p.p. do PIB em 2008, principalmente em virtude do resultado primário alcançado, do efeito do crescimento econômico e da depreciação cambial do real em relação ao dólar americano de 32% no ano. A dívida bruta do governo geral, por outro lado, cresceu 2,2 p.p. do PIB, atingindo 58,6% do PIB ao final do ano. Vale notar a mudança da composição da dívida líquida, com um crescimento expressivo da situação credora da dívida externa, passando de R\$242,8 bilhões em 2007 para R\$419,2 bilhões em 2008. Isso certamente foi essencial para reforçar a resiliência da economia brasileira frente aos choques externos provocados pela crise internacional.

O perfil da dívida mobiliária em termos de vencimento também apresentou melhoria. O vencimento em até doze meses dos títulos públicos federais passou de 27,2% em 2007 para 23,9% em 2008. O prazo médio da dívida, por sua vez, cresceu de 36,5 meses em 2007 para 39,3 meses em 2008. O Plano Anual de Financiamento (PAF) 2008 havia colocado como meta para ano os limites de 27% para o vencimento da dívida em até doze meses e 42 meses para o prazo médio da dívida.

A composição da DLSP ao longo de 2008 refletiu, em particular, o crescimento das dívidas atreladas aos índices de preços e à taxa Selic, que passaram a representar, na ordem, 35,6% e 63,4% da DLSP, ante 28,9% e 48,7% em 2007. Num cenário de forte oscilação das expectativas dos mercados e de queda da meta para a taxa Selic, esta composição da DLSP é mais benigna para a administração da dívida.

Nos próximos trimestres, a redução do ritmo de crescimento econômico indica um desempenho menos robusto da arrecadação e das despesas sociais maiores, como é o caso do seguro-desemprego. Mesmo assim, a recente reprogramação de receitas e despesas no âmbito do Governo Federal, preservou a meta estabelecida para o superávit primário em 2009 (3,8% do PIB), como forma de manter o compromisso com a responsabilidade fiscal e buscar a redução da relação DLSP/PIB. Ressalte-se, todavia, que a Lei de Diretrizes Orçamentárias de 2009 prevê a possibilidade de que os recursos despendidos com o Projeto Piloto de Investimentos, previstos em 0,5% do PIB, possam ser descontados da meta de superávit primário do ano. A estrutura do endividamento líquido do setor público revela-se mais confortável do que em situações anteriores de estresse no mercado

internacional, em parte devido ao expressivo volume de créditos líquidos atrelados ao câmbio, reforçando a resistência da economia nacional aos choques externos.

Em relação ao desempenho econômico de 2008, o crescimento do PIB em 5,1% ratificou a importância da demanda interna como importante fonte para o dinamismo da economia do país. Isso foi ainda mais relevante em vista de que o setor externo, sob a ótica da demanda, contribuiu negativamente com 2,3 p.p. do PIB para o desempenho observado. O fortalecimento da demanda interna propiciou ainda um expressivo aumento dos investimentos. Segundo dados das Contas Nacionais Trimestrais, do IBGE, os investimentos, excluídas as variações de estoques, cresceram 13,8% em 2008, a maior variação anual desde 1994.

No último trimestre de 2008, contudo, observou-se uma queda significativa da atividade econômica como resposta à deterioração do sentimento do empresário e do consumidor, à redução da demanda externa, à restrição do crédito provocada pela crise financeira internacional e ao movimento do ciclo de estoques. O PIB do quarto trimestre de 2008 registrou uma queda de 3,6% em relação ao trimestre anterior, de acordo com dados dessazonalizados. A retração mais expressiva se deu na indústria. Nesse sentido, o índice de produção física da Pesquisa Industrial Mensal (PIM-PF), do IBGE, apresentou uma queda de 14,8% no trimestre de novembro de 2008 e janeiro de 2009 *vis-à-vis* o trimestre encerrado em outubro de 2008, na mesma base de comparação, considerando dados dessazonalizados. Outros indicadores também apontaram reduções expressivas. Na comparação entre o último trimestre de 2008 e o anterior, em termos de componentes da demanda agregada, o consumo das famílias variou negativamente em 2%, enquanto a formação bruta de capital caiu 9,8%.

Esse cenário evidenciou a interrupção do forte desempenho que a economia brasileira vinha apresentando nos últimos anos e determinou uma tendência de crescimento mais moderado para os próximos trimestres, com impactos no emprego e investimento. A magnitude da redução da atividade econômica futura, bem como a reversão desse cenário menos benigno, dependerão de um conjunto de variáveis difíceis de serem estimadas, diante de um quadro de grande volatilidade nos mercados internacionais. A orientação da política econômica, de um ponto de vista mais conjuntural, tem-se dirigido em utilizar diversos instrumentos no intuito de mitigar os efeitos da crise e estimular o setor privado, como tem ocorrido em outros países. Entre estes instrumentos estão a ampliação dos empréstimos em moeda estrangeira, para garantir as exportações e a liquidez nas operações externas; incentivos fiscais, com redução de impostos; liberação de recursos para injetar maior liquidez no sistema financeiro nacional, incentivando a elevação dos empréstimos; fortalecimento do crédito a diversos setores nacionais; e manutenção dos investimentos, inclusive os presentes no Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), com recursos estimados em R\$503,9 bilhões, a serem utilizados até 2010.