

PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA
SECRETARIA DE ASSUNTOS ESTRATÉGICOS

CICLO DE PALESTRAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL

HENRIQUE MEIRELLES

BRASÍLIA
2010

CICLO DE PALESTRAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL

HENRIQUE MEIRELLES



PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA
SECRETARIA DE ASSUNTOS ESTRATÉGICOS
MINISTRO SAMUEL PINHEIRO GUIMARÃES

Presidência da República
Secretaria de Assuntos Estratégicos
Esplanada dos Ministérios, Bl. O – 7º, 8º e 9º andares
70052-900 Brasília, DF
Telefone: (61) 3411.4617
Site: www.sae.gov.br

PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA
SECRETARIA DE ASSUNTOS ESTRATÉGICOS

CICLO DE PALESTRAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL

HENRIQUE MEIRELLES

PALESTRA PROFERIDA EM 15/7/2010



BRASÍLIA, 2010

Degração:
FJ Produções

Projeto Gráfico e Diagramação:
Rafael W. Braga
Bruno Schürmann

Revisão:
Luis Violin

Edição:
Gabriela Campos

Coordenação:
Walter Sotomayor

FICHA CATALOGRÁFICA

C568

Meirelles, Henrique
Ciclo de palestras: Banco Central do Brasil/Henrique Meirelles.
Brasília: Presidência da República, Secretaria de Assuntos Estratégicos
- SAE, 2010.

56 p.

1. Políticas Públicas 2. Banco Central do Brasil – Brasil. I
Presidência da República, Secretaria de Assuntos Estratégicos. II.
Henrique Meirelles

CDD - 350



CICLO DE SAE
PALESTRAS

HENRIQUE MEIRELLES

Henrique de Campos Meirelles é presidente do Banco Central do Brasil desde janeiro de 2003. Em 2010, tornou-se membro do Conselho Diretor e presidente do Conselho das Américas do Banco de Compensações Internacionais (BIS) em Basileia, Suíça. É também membro do Comitê de Governança de Bancos Centrais da mesma instituição.

Iniciou atividades profissionais no Banco de Boston em 1974, tornando-se seu presidente no Brasil, em 1984. Em 1996, foi nomeado presidente e COO (Chief Operating Officer) do BankBoston Corporation, em Boston, nos Estados Unidos. Assumiu a Presidência de Global Banking do FleetBoston Financial em outubro de 1999, logo após a fusão das duas instituições nos EUA. Além do BankBoston Corp e FleetBoston Financial, Henrique Meirelles foi membro dos Conselhos de Administração da Raytheon Corporation, Bestfoods e Champion International. Foi fundador da "Associação Viva o Centro", que trabalha pela revitalização da região central de São Paulo, e presidente fundador da Federação Latino-Americana de Leasing. Foi ainda presidente da Fundação Travessia, entidade que busca reintegrar crianças de rua à sociedade.

Foi também membro do Conselho da Escola de Administração Pública da Universidade de Harvard, da Escola de Administração do MIT (Massachusetts

Institute of Technology), da Escola de Administração do Boston College, bem como membro do conselho do Conservatório de Música da Nova Inglaterra e do Instituto de Arte Contemporânea de Boston.

Foi eleito Deputado Federal em 2002.

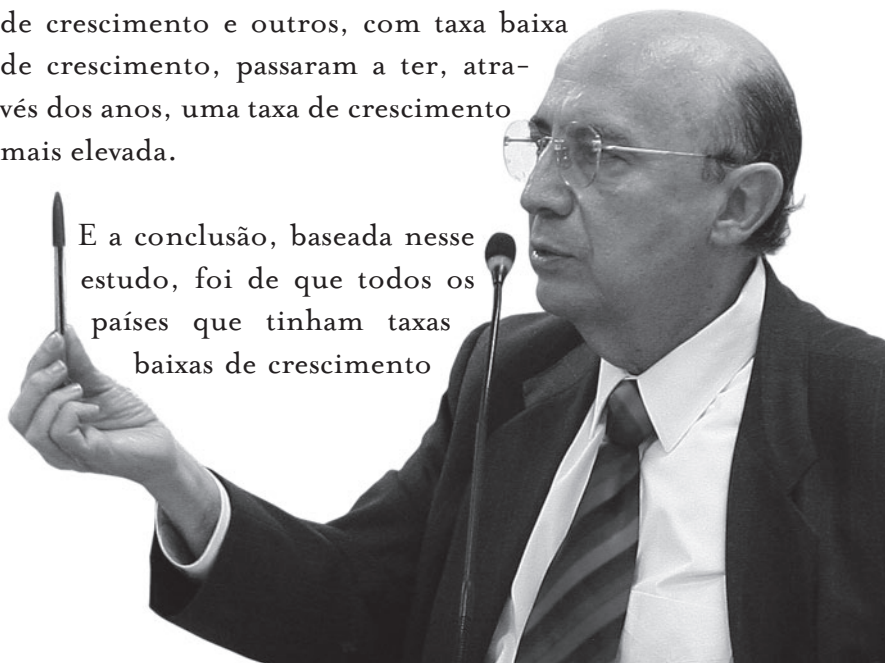
Entre outras premiações recentes, foi escolhido como “Brasileiro do Ano 2008”, pela revista IstoÉ, “Banqueiro Central 2007” pela revista Euromoney, “Financista do Ano 2008” pela revista Latin Trade e “Banqueiro Central da Américas” em 2006 pela revista The Banker.

Formação Acadêmica: Henrique Meirelles é engenheiro pela Escola Politécnica da Universidade de São Paulo (USP, 1972). cursou pós-graduação em Análises Econômicas e em Finanças na Coppe – Universidade Federal do Rio de Janeiro, em 1973. Fez o curso de mestrado em Administração na Coppead – UFRJ, em 1973. Em 1978, recebeu o grau de mestre em Administração pela UFRJ e, em 1984, concluiu o Programa de Administração Avançada da Universidade de Harvard, Boston, EUA. Henrique Meirelles é Doutor Honoris Causa pelo Bryant College de Rhode Island, EUA.

PALESTRA DO MINISTRO
HENRIQUE MEIRELLES

Quando assumimos o Banco Central e participamos das primeiras reuniões do G-20 — que naquela época não tinha o grau de importância e relevância de hoje, pois as grandes decisões sobre a cooperação e a estrutura econômica internacional ainda eram tomadas pelo G-7, e não havia reuniões dos chefes de Estado —, foi feito um estudo, com conclusões meramente empíricas, analisando ponto a ponto, no âmbito dos ministérios da Fazenda e dos bancos centrais do G-20, os fatores relevantes por que alguns países inflectiram a sua curva de crescimento e outros, com taxa baixa de crescimento, passaram a ter, através dos anos, uma taxa de crescimento mais elevada.

E a conclusão, baseada nesse estudo, foi de que todos os países que tinham taxas baixas de crescimento



e níveis de renda *per capita* baixos, como era de se esperar, apresentavam uma longa lista de problemas. Quando se incluía a questão do desenvolvimento desses países, aparecia também uma longa lista de problemas. Porém, quanto aos países que tiveram resultados mais positivos, a conclusão foi de que esses conseguiram identificar quais eram os fatores impeditivos de maior relevância para seu crescimento, quais os fatores que, resolvidos, quantificados ou equacionados, pudessem causar efeitos mais positivos.

Em relação ao Brasil, existiam algumas hipóteses de trabalho, nada absolutamente conclusivas, mas apontavam que a grande questão brasileira se relacionava a dois aspectos fundamentais. O primeiro deles era o desequilíbrio financeiro do Estado e das contas externas, que fazia que o País tivesse, de tempos em tempos, de adotar políticas, inclusive recessivas, visando enfrentar as crises. Exemplo típico aconteceu em 1997, quando, em razão da crise asiática, houve aumento da aversão a riscos nos mercados internacionais e, em consequência, fugas de capitais, o que é normal. Acontece sempre. Aconteceu em 2008 e até um pouco neste ano, em algumas regiões. Naquele momento, o Brasil, vulnerável economicamente nas contas externas, entra em crise, com o câmbio controlado. O Banco Central tentou, em um primeiro momento, defender uma taxa de câmbio – conseguiu até, no começo de 2009, mas depois perdeu o controle – e queimou as reservas com isso. E o Banco Central do Bra-

sil, em 1997, nesse processo, com o Executivo, teve de adotar uma política pró-cíclica, isto é, no meio de uma queda de atividade, de recessão, o Brasil aumentou a taxa de juros.

Isso era recorrente para prevenir a fuga de capitais. Então, no momento em que o País entrava numa recessão, aumentava-se a taxa de juros e fazia-se também uma política de contenção de despesas públicas. Então, entrávamos num processo pró-cíclico. Quando começávamos a crescer, entrávamos num processo cíclico, porque antes, evidentemente, era normal que, no processo de crescimento, aumentássemos as despesas e baixássemos um pouco os juros, quer dizer, o processo ficava sempre pró-cíclico.

O segundo aspecto apontado pelo estudo era a questão da concentração da renda, com consequências econômicas importantes – mercado de consumo pequeno e vulnerável, portanto, a flutuações econômicas. Então verificamos como isso foi tratado nesse período. O Brasil, em 2002, tinha baixo nível de reservas, 23 bilhões de dólares, e uma dívida com o Fundo Monetário Internacional superior a isso. Além do mais, tinha dívida com o Clube de Paris e uma dívida reestruturada dos *brady bonds* bastante elevada. Portanto, era uma reserva meramente nominal, porque tínhamos uma dívida com o FMI, de curto prazo, que tinha de ser paga e era maior do que a reserva.

A dívida pública era elevada, de quase 61% do Produto Interno Bruto (PIB); taxa Selic de 25%; e inflação ascendente de 12,5%, no ano anterior, e crescendo a uma taxa anualizada de inflação em janeiro de quase 30%. O risco-país, em 2002, era alto. Na realidade, naquela época, o risco-país, medido pelo Embi (*Emerging Markets Bond Index: Índice de Títulos de Mercados Emergentes*), estava em 1.400 pontos, e o título brasileiro estava pagando 14% acima do título do tesouro americano. Além disso, nossa taxa de desemprego estava em 10,5% e o salário mínimo era de cerca de 60 dólares. Tudo isso mostra exatamente que o País vivia uma situação não só de vulnerabilidade, mas de dificuldade para encontrar uma saída.

Além do mais, existia outro fator importante: a dolarização da dívida total. Dívida externa substancial, reserva baixa e dívida interna. Cerca de 40% da dívida doméstica era indexada ao dólar, era a chamada dívida cambial. Bancos centrais chamam-na de pecado original, isto é, o país que não consegue emitir nem dívida doméstica na própria moeda tem de emitir em moeda dos outros. Isso gera uma vulnerabilidade também pró-cíclica porque, no momento em que há uma crise cambial, isso gera fuga de capitais, deprecia a moeda, sobe a dívida doméstica e externa, piorando a situação.

Em 2003, implementamos política monetária austera com ajuste fiscal severo. E o Brasil fez, naquele momento, uma opção ousada, com um processo de ajuste duro e

rápido, mas que se revelou acertada. Isso porque o Brasil já estava em um processo de ajuste constante há anos, de até décadas, com planos, contenção fiscal.

Lembro-me de que, no Banco Central, estávamos tendo um problema de fuga de profissionais qualificados devido aos salários muito baixos. Tínhamos décadas de contenção. E, como o Banco Central tinha uma história de sempre propor equilíbrio fiscal, até para dar exemplo, apertava o próprio salário. Evidentemente isso virou um problema complicado, com o aumento de aposentadorias e pedidos de licença para trabalho em outros setores do governo ou até mesmo no setor privado.

A ideia foi fazer um ajuste rápido e a inflação, que estava girando em cerca de 30% em janeiro (taxa anualizada), em junho de 2003 já foi a zero. Tivemos queda na dívida do setor público e, conseqüentemente, queda no prêmio de risco. Houve uma contração da demanda doméstica num primeiro momento e 15% da produção industrial foi redirecionada ao setor externo, ampliando as exportações. Isso gerou superávits comerciais construídos no período e as transações correntes, deficitárias em de 6% do PIB, passaram a ter 2% de saldo superavitário nas contas externas.

A inflação, a partir daí, orbitou, como dissemos, em torno do centro da meta, dentro do intervalo de tolerância. Isso se chama ancoragem das expectativas de inflação, na

linguagem do Banco Central, que significa, em última análise, que, à medida que todos os agentes econômicos esperam que a inflação esteja ao redor da meta, os fixadores de preços, na economia, na compra e na venda, nas suas empresas, já fazem contratos, já fixam seus preços, comprando ou vendendo já em torno da inflação. Isso diminui muito o custo do controle da inflação.

As reservas internacionais começaram a ser construídas ainda em 2004, e atingimos a crise de 2008 com US\$ 205 bilhões de reserva. Isso foi fundamental na crise e vou mostrá-lo. O Brasil hoje tem cerca de US\$ 50 bilhões em reservas adicionalmente ao que já tinha na entrada da crise de 2008. Em consequência, foi possível pagar a dívida do FMI rapidamente, do Clube de Paris e a dívida reestruturada dos *brady bonds*. Em resumo, tudo o que era objeto de reestruturação de problema anterior foi pago, pré-pago, tudo o que o Brasil tinha dever legal de pagar pagou.

A dívida externa diminuiu. Pagamos também toda a dívida cambial doméstica, cerca de 90 bilhões de dólares, substituindo-a por dívida, evidentemente, em reais. A dívida externa pública passou a ser negativa, isto é, o Tesouro é credor líquido internacional.

No passado, tínhamos um círculo vicioso, com choque externo, deterioração da confiança, depreciação da moeda, dívida doméstica indexada ao dólar mais a dívida

externa em dólar, tínhamos uma pressão sobre a razão dívida pública/PIB do setor público, aumentava a deterioração da confiança e gerava-se maior depreciação da moeda. Hoje, como aconteceu em 2008, a dívida pública não é mais indexada em dólar e, na medida em que somos credores líquidos internacionais, o setor público é credor e há uma redução da razão dívida pública/PIB, como consequência da depreciação da moeda, isto é, no momento em que o dólar subiu em 2008, houve um aumento do valor da reserva em reais. A dívida pública caiu, e vou mostrar isso. Portanto, passamos a ter metas de inflação, maior estabilidade econômica, redução do risco inflacionário, câmbio flutuante, reservas internacionais elevadas, dívida externa líquida cadente, redução do risco externo, superávit primário no setor público, dívida pública cadente e redução do risco fiscal.

Em consequência, menor prêmio de risco da economia, redução da taxa de juros, retorno esperado de investimento, etc. Mas vamos focar aqui a taxa de juros de médio prazo. Na medida em que é custo, o custo financeiro do Tesouro vai caindo, como caiu durante esses anos todos; a taxa de juros média paga pelo Tesouro cai. Há um aumento do ritmo de cadência da dívida pública, entrando num processo claramente positivo. Resultados: redução da dívida líquida do setor público, dívida externa líquida negativa, redução da relação dívida externa/PIB, melhoria nos indicadores de sustentabilidade externa, na

liquidação antecipada da dívida reestruturada e no grau de investimento e o risco-país começa a cair.

Um dado muito importante é a questão do horizonte de planejamento das empresas, isto é, como o País oferecia um alto grau de imprevisibilidade, um risco muito grande, principalmente devido a potenciais crises cambiais ou fiscais ou devido à inflação, as empresas faziam projetos de investimento com horizonte curto de planejamento – 3 anos, 4 anos ou pelo prazo que podiam prever, às vezes, até menos. Para um projeto ser pago, ter rentabilidade em período tão curto, a taxa de retorno tem de ser muito elevada. Taxa de retorno muito elevada significa que haverá menos investimento, porque apenas aqueles projetos de retorno muito elevado serão compensadores. Portanto, no momento em que o horizonte de planejamento começa a se estender, como tem acontecido no Brasil, o valor de investimento é normal, começa a crescer, porque os investimentos que antes não eram viáveis passam a sê-lo.

Dívida externa líquida caindo, acompanhada simultaneamente por todos os demais prêmios de risco, o que evolui positivamente para uma melhora do grau de classificação do risco-país. Gostaria de chamar a atenção para a queda da dívida líquida como produto, durante esse período, mas também para o índice de agosto de 2008, que era 42,7%. A crise externa atingiu o Brasil no final de setembro e começo de outubro. Em dezembro, a dívida líquida

tinha caído 4% do PIB porque o valor em reais das reservas aumentou, o que significa que a dívida líquida caiu. É o que os europeus chamam de estabilizador automático – isso, naquele momento, funcionou de maneira positiva –, que são diversos mecanismos automaticamente acionados em momentos de crise pela própria vantagem estrutural da economia.

Se observarmos agora, por exemplo, a dívida total externa sobre o PIB, veremos claramente como ela caiu porque pagamos o FMI, o Clube de Paris e as dívidas estruturadas dos chamados *brady bonds*. E – também importante – a emissão de novos títulos também diminuiu, porque, além de o Banco Central comprar reservas, o Tesouro nacional compra também, diretamente do mercado, dólares ou euros para pagar parte de sua dívida. Então, parte da dívida externa do Tesouro não é renovada, ela é paga com a compra de dólares do mercado, ou seja, é substituída por dívida doméstica. E a dívida líquida sobre o PIB vai caindo e chegando, portanto, a ser negativa.

Vale ressaltar que os dados mencionados referem-se à dívida externa total do País, não só do setor público. Então, mesmo a dívida externa do País, pública e privada, é menor do que o total das reservas, portanto o País como um todo é um credor líquido internacional. É interessante notar que, à medida que o risco aumenta, temos uma relação inversa com o investimento. O risco-Brasil foi caindo enquanto a formação bruta do capital fixo foi

subindo. Quando subiu o risco, em 2008 e 2009, caiu o investimento. E ele volta a subir rapidamente. Evidentemente que, à medida que o País começa a crescer, aumenta a demanda, as empresas investem. As empresas estão reagindo à maior demanda pelos seus produtos, então vão investir. À medida que exista não só maior demanda, mas a previsão de sustentabilidade dessa demanda por um período mais prolongado, o nível de confiança empresarial aumenta.

Com relação à taxa de juros real – que é a taxa de mercado descontada a expectativa de inflação (taxa de mercado BMF, 360 dias, do DI) –, observamos um ciclo de expansão e contração monetária no País, com juros subindo e descendo, em 2004 e 2005. O Banco Central fez, então, um ciclo de contração monetária, de aperto monetário, e a taxa subiu. Depois flexibilizou-a até 2008, quando o Bacen aumentou a taxa de juros, porque a inflação começou a subir. Na realidade, o mercado aumentou a taxa antes até que o Banco Central, prevendo inflação. A taxa subiu novamente, depois caiu, agora subiu um pouco novamente, mas, independentemente do ciclo monetário, temos uma tendência de queda da taxa de juros real da economia, neste caso descontada a taxa de inflação prevista pelos analistas econômicos em média, segundo a pesquisa Focus do Banco Central, para os 12 meses seguintes.

O desenvolvimento do mercado de capitais medido pelo estoque de emissões primárias de ações foi muito bom, reforçando o fato de que, com maior estabilização da economia e previsibilidade, com a economia em crescimento, começam a ser reabertas as fontes de financiamento para as empresas privadas fora do sistema bancário ou da retenção e a haver reinvestimento de lucros.

O investimento estrangeiro líquido direto descontado dos investimentos de empresas brasileiras no exterior tem subido consideravelmente. A média de 2002 a 2006 era de 15,7 bilhões de dólares, que saltou para 35,2 bilhões no período de 2007 a 2009. Em 2010, a projeção do Banco Central é de 38 bilhões de dólares. Isso mostra, de novo, que o investimento das empresas cresce, inclusive o investimento estrangeiro.

Apresentei um estudo interessante sobre o passivo externo brasileiro em um seminário organizado pelo FMI e pelo Banco Nacional da Suíça, em Zurique, alguns meses atrás, com a presença de alguns presidentes de bancos centrais e acadêmicos. Os dados, que vou mostrar a seguir, acabaram sendo objeto de debate interessante e aprofundado porque havia, no seminário, a participação de alguns banqueiros centrais mais acadêmicos e de diversas universidades mundiais. Se compararmos a situação do passivo líquido do Brasil em 2001 e em 2010, veremos que cerca de 31%, em 2001, eram de títulos de renda fixa, a maior parte de curto prazo. Hoje, em 2010,

isso representa 17% e a maior parte é de longo prazo. Isso significa que o investimento do País antes era muito concentrado em empréstimos de curto prazo. Atualmente essa parcela é muito menor.

Com relação às ações, que representavam, em 2001, 9,9% sobre o passivo externo bruto, hoje representam 34%. O investimento estrangeiro direto, que era 32,8%, passa a 37%. O item “outros” que, em última análise, está muito relacionado a empréstimo de outras formas de bancarização, cai de 26,4% para 11,7%. Os dados mostram que empréstimos ou aplicações, de uma forma ou de outra, caem de 67% para 29%.

Samuel Pinheiro Guimarães (ministro da SAE) – O senhor menciona ações no País e no exterior. No exterior, são títulos emitidos, por exemplo, ações da Petrobras, na bolsa de Nova York, e assim por diante. Agora, quando diz no País, vamos supor da mesma empresa, da Petrobras, essas ações também são consideradas passivo?

Desde que sejam de propriedade de estrangeiros.

Samuel Pinheiro Guimarães (ministro da SAE) – Ações no Brasil ou no exterior, da Vale, por exemplo, assim como de várias outras empresas, desde que sejam sempre de propriedade de estrangeiros.

O Brasil é um dos poucos países do mundo que tem completo controle do capital estrangeiro. O Banco Central tem dados precisos de qualquer movimentação de capital estrangeiro no País. Qualquer contrato de câmbio fechado no Brasil é registrado *on-line*, em tempo real, nos computadores do Banco Central. Temos mapas disso diariamente. Por exemplo, um estrangeiro compra uma ação na Bolsa de Valores de São Paulo, isso é registrado no Banco Central *on-line*. Então, há controle absoluto de propriedade de estrangeiros, de títulos de renda fixa, de CDB, de ações, etc. Pode existir alguma outra forma, evidentemente, via investimento estrangeiro direto. Pode-se capitalizar uma empresa e esta, de propriedade de estrangeiro, pode comprar ações, mas, nesse caso, ela está registrada como investimento estrangeiro direto. O capital estrangeiro, entrando ou saindo, é registrado *on-line*, em tempo real, pelo Banco Central. Isso é uma herança da época em que o Brasil, pelos descontroles cambiais, na década de 1980, optou por manter o Sisbacen (Sistema de Informações do Banco Central). Essa situação é bastante diferente em relação à maior parte dos outros países, que não sabe muito bem quando há problemas, não sabe o que está acontecendo exatamente. Em 2008, por exemplo, sabíamos exatamente, hora a hora, o capital que estava entrando ou saindo, onde, por onde e por quê.

Sobre esse ponto, há várias situações diferentes. Por exemplo, uma empresa brasileira com dívida em dólar tem a obrigação de pagá-la num certo momento, mas

também assume o risco cambial. Se há uma crise cambial, uma depreciação, o risco é da empresa. Vamos supor, se o Banco do Brasil ou a Vale do Rio Doce, por exemplo, emite uma ação, aqui ou no exterior, não tem a obrigação de pagar. Se o investidor quiser recuperar o dinheiro, ele tem de vender a ação para outro investidor. A Petrobras vendeu uma ação, o risco cambial passa a ser do investidor. Se este quiser recuperar o dinheiro, pode mandá-lo para o exterior. Basta vendê-la na Bovespa, mas, se o momento for ruim, como em 2008, ele remeterá menos capital. Nesse caso, o prejuízo é dele. Então, isso diminui muito o total de risco no País.

No investimento estrangeiro direto, a diferença é maior ainda. Vimos isso também na crise de 2008, em que algumas empresas grandes, inclusive automobilísticas, tinham necessidade de caixa no exterior – não há como desmobilizar uma fábrica para remeter capital. É diferente de ter um empréstimo de curto prazo vencendo.

É muito mais estável o processo como um todo, mas a discussão foi muito além disso nessa conferência de que participei. A questão era do *hedge* (proteção ou cobertura: operação para proteger o valor de um ativo contra uma possível redução de seu valor numa data futura ou, ainda, assegurar o preço de uma dívida a ser paga no futuro. Esse ativo poderá ser o dólar, uma *commodity*, um título do governo ou uma ação). Em países em que há vulnerabilidade, mesmo no caso de investimento direto, uma

empresa faz um hedge total, isto é, compra sua moeda de origem no mercado futuro, fazendo *hedge* e, portanto, mantendo, de certa maneira, a exposição de curto prazo.

A tendência é, à medida que o País se vai estabilizando, as empresas vão assumindo o próprio custo do *hedge*, fazem um *auto-hedge* e não vão mais às bolsas de futuro porque o custo seria altíssimo. Observando algumas empresas estrangeiras – americanas, europeias – que hoje têm o País como o segundo maior mercado de consumo ou até o primeiro, como na área automobilística, isso é estratégico. O investimento de uma empresa americana, por exemplo, na Europa é estratégico, não é mais marginal e, por isso, tem de ser objeto de proteção cambial. Portanto, ela assume o risco da moeda, o risco do país, porque senão não viabiliza o investimento. Isso está acontecendo em larga escala no Brasil, dá maior estabilidade no processo e transfere o risco para o estrangeiro, de certa maneira.

Samuel Pinheiro Guimarães (ministro da SAE) – Muitos dos investimentos feitos por empresas estrangeiras no Brasil, na realidade, eram sob a forma de empréstimos das matrizes às filiais e, portanto, havia uma segurança no retorno do investimento. O investimento não era de risco porque, sendo um empréstimo, as filiais tinham de remeter às suas matrizes os pagamentos periódicos. Isso ocorre ainda ou não? E em que medida isso é importante ou não para a situação externa do País?

Dependendo dos termos desse contrato de empréstimo: ou está em título de renda fixa (empréstimo de taxa de juros fixada), ou com outro tipo de taxa de juros, ou sem taxa de juros fixada, mas classificada como empréstimo. Como boa parte dos títulos de renda fixa é, de fato, hoje, propriedade de estrangeiros comprada não da própria empresa, mas do Tesouro, isso hoje passa a ser quase zero. Os percentuais mostram, com clareza, que esse tipo de operação está caindo e as empresas estão, na realidade, preferindo registrá-la mesmo como investimento de capital de risco.

Sobre a evolução da balança comercial, em 2003 e 2004, as exportações reagiram mais rapidamente, e as importações demandaram um pouco mais de tempo até porque o mercado doméstico ainda estava desaquecido. Depois, o mercado doméstico reagiu, e registramos um período de maior crescimento, como em 2008 e 2009. No período atual, como a economia doméstica está crescendo muito, as importações reagem com maior vigor. O superávit comercial dos últimos 12 meses foi de 19,2 bilhões de dólares.

As exportações, aos poucos, estão aumentando. Há um esforço do governo brasileiro no sentido de diversificar a balança de exportações do País. Para se ter ideia, num certo momento, 26% das exportações brasileiras iam para os Estados Unidos. Esse percentual chega atualmente a 15%. Na crise caiu e foi para menos de 10%, mas a ten-

dência é voltar para pouco abaixo de 15%. Para a China, era de 2%, 3%, estava em cerca de 7% logo depois da crise e, nos últimos 15 meses, está em 16%, com tendência de estabilizar. Para a Europa, está estável, pode até cair um pouquinho agora, mas está ao redor de 24%.

A economia brasileira tem fundamentos robustos e baixa vulnerabilidade. O Brasil foi um dos últimos países a entrar na crise e um dos primeiros a sair dela. Dados de um instituto de pesquisa americano, que mede a recessão, mostram que a recessão brasileira durou cinco meses. Foi, de fato, a mais curta. Tivemos, então, resultados claros da política econômica adotada: inflação convergindo para a meta; déficit público em trajetória cadente; câmbio flutuante com reservas; quatro trimestres de crescimento do PIB; indústria com forte tendência de expansão; e desemprego em índices mínimos históricos.

Em 2003, com ajuste duro e rápido, o Brasil teve uma contração forte no primeiro semestre, mas, em julho de 2003, o País começou a crescer. É impressionante se observarmos a produção industrial, por exemplo. O Brasil cresceu, desde julho de 2003, 61 meses consecutivos, o mais longo período de expansão na história recente. A recuperação começou muito rápida; de fato, o Brasil reagiu muito bem.

Sobre a crise, a transmissão se deu por meio do canal de crédito com a interrupção das linhas de financiamento

externo. Cerca de 20% do crédito total no Brasil do setor privado é financiado no exterior, principalmente por causa do crédito de exportação. O crédito de exportação no Brasil está perto de US\$ 50 bilhões – e no mundo inteiro é financiado em dólares. Estamos fazendo um esforço grande, inclusive sob a liderança do Brasil, num trabalho centralizado no Banco Central, de comércio em moeda local para sair do dólar. Já há um comércio com moeda local funcionando com a Argentina, vamos implantar com o Uruguai, estamos trabalhando com a China, estamos começando a trabalhar com o Peru – houve um acordo do presidente Lula com o presidente Allan Garcia nesse sentido.

Samuel Pinheiro Guimarães (ministro da SAE) – Queria que senhor detalhasse um pouco como funciona esse mecanismo e qual a sua vantagem, porque talvez nem todos aqui o conheçam, por ser muito recente.

Como funciona? O exportador brasileiro, quando vai exportar para a Argentina, por exemplo, inicia o procedimento de fechamento de contrato (o preço é fixado em dólares). O importador argentino recebe o bem, emite uma carta de crédito em dólares, em benefício do importador brasileiro, que passa pelos sistemas financeiros brasileiro e argentino. O importador argentino, no pagamento, compra dólares (troca pesos por dólares) para pagar o exportador brasileiro. Esses dólares envolvem determinado risco de câmbio, têm custos de *hedge*.

Depois, o exportador brasileiro faz outro contrato de câmbio e troca os dólares por reais. Como é o sistema de moeda local? É o sistema de compensação entre os bancos centrais, diretamente, do Brasil e da Argentina, o que significa que o exportador brasileiro faz uma venda e, no momento do fechamento do crédito, peso ou real, é fixado o valor do momento em peso para o importador argentino, e o exportador brasileiro já fixou em reais. Os bancos centrais não correm os riscos de câmbio porque a compensação é feita no mesmo dia.

O importador argentino, então, pagará uma dívida em pesos e o exportador brasileiro receberá em reais, com a compensação feita no mesmo dia. Existe uma questão de limite de crédito nos bancos centrais, que não é grande, por ser grande o movimento, mas fechado dia a dia, portanto não existe todo esse movimento de passagem de dólares para peso, dólares para real e vice-versa. Há um pequeno problema na Argentina do ponto de vista do número de transações, que é muito grande, mas os volumes não, porque o sistema financeiro argentino, infelizmente, tem problema de capacidade de financiamento. A porcentagem de crédito é pequena. Então há dificuldade para financiar em pesos ou mesmo em reais. Estamos trabalhando com o BNDES para ver até que ponto o Brasil pode ajudá-la nesse aspecto. A atuação seria nos dois lados: financiando o importador argentino e financiando o exportador brasileiro. De qualquer forma, o sistema de moeda local está funcionando muito bem.

Vamos iniciá-lo agora com o Uruguai, estamos iniciando-o com o Peru. A China quer fazer um negócio um pouco diferente, de forma que não haja a necessidade de passar pelos dois bancos centrais. Estamos estudando o caso, ainda é um processo em andamento.

Samuel Pinheiro Guimarães (ministro da SAE) – É muito diferente do antigo CCR (Convênio de Créditos Recíprocos)? O CCR, para mim, era um mecanismo de compensação.

O CCR existe ainda, mas em dólares. O CCR simplesmente dá uma garantia de crédito para um país. É uma linha de crédito, em última análise. Aumentamos o limite do CCR para a Argentina, por exemplo, para US\$ 1,5 bilhão. Mas é um limite de crédito de país a país em dólares.

Voltando ao caso da crise, em 2008 o Brasil recebeu um choque violento porque a taxa de rolagem dos empréstimos externos, principalmente de exportação, que era cerca de 130%, caiu para 20%, o que significa uma paralisação total das linhas de crédito internacional. Um exemplo: a Petrobras, num certo momento, tinha de pagar US\$ 1 bilhão de empréstimo externo, que não conseguia renovar. Foi à Caixa Econômica Federal, tomou 2 bilhões de reais de empréstimo e pagou a dívida. Mas gerou um aperto de crédito em reais, porque todas as companhias que tinham dívidas em dólares tiveram de fazer a

mesma coisa. Além do mais, havia a repatriação de capital por parte das empresas estrangeiras que tinham problemas externos. Tivemos, então, uma crise de liquidez doméstica. O mercado de automóveis, por exemplo, deixou de ter financiamento completamente, porque os bancos especializados em financiar automóveis não tinham mais recursos. O cidadão ia à revenda de automóveis e não havia financiamento. Voltava para casa, não comprava o carro, não comprava mais nada.

As empresas começaram a reduzir estoques e, portanto, pararam de trabalhar. Muitas deram férias coletivas em novembro e dezembro. A produção industrial caiu 20%. E essa repatriação de capital levou a uma depreciação pronunciada do real, que gerou a chamada crise dos derivativos tóxicos. A maior parte dos exportadores brasileiros, principalmente os maiores, estava apostando que o real não se desvalorizaria e, portanto, tinha vendido, nos mercados futuros, um, dois, três, quatro, cinco anos de exportação, mas com contratos vencendo em 30, 60, 90 dias. Esse foi o chamado *liquidity squeeze* (aperto de liquidez). O mercado entrou em coma, isto é, as empresas brasileiras tinham de comprar, em 60, 90 dias, US\$ 40 bilhões nos mercados futuros e não havia vendedor. Isso gerou uma crise gravíssima, porque essas empresas estavam ameaçadas de quebrar.

Felizmente, o Brasil tinha recursos – com reservas internacionais elevadas – e o Banco Central, quando viu esse

exagero, já tinha comprado dólares também nos mercados futuros. Então, a maior contraparte dos mercados futuros era o Banco Central, que anunciou que venderia até 50 bilhões de dólares no mercado futuro. Começamos também a emprestar reservas, um sistema um pouco inusitado, em que o Banco Central começou a ser prestador, em última instância, de dólares para bancos e empresas brasileiras. Tínhamos reservas compulsórias do Banco Central em reais, que também foram liberadas. O fato é que o mercado voltou à funcionalidade com muita rapidez.

E a crise brasileira, em razão disso, foi muito curta. Toda a estabilização da economia brasileira naquele momento funcionou. Além do mais, não só o sistema financeiro brasileiro, devido a regras de prudência muito rígidas, que não existiam em muitos países, principalmente nos Estados Unidos, estava sólido, mas, principalmente, os bancos públicos estavam muito sólidos, fortes e capazes de emprestar. O Banco do Brasil ganhou muita participação no mercado nesse período.

Com relação à capitalização do sistema financeiro brasileiro, entramos na crise com cerca de 17%, caiu um pouquinho, mas depois subiu e, hoje, por exemplo, estamos com 18% do total do ativo. O mínimo no Brasil é de 11%. A recomendação internacional é de 8%. Portanto, esse foi um resultado da crise dos anos 1990, quando o Brasil adotou regras prudenciais mais elevadas. Houve a esta-

bilidade do sistema durante a crise externa. Se observarmos o sistema financeiro brasileiro, o Banco do Brasil, a Caixa Econômica e as 50 maiores instituições financeiras brasileiras ganharam depósitos no período, inclusive no exterior, depois houve a regularização e a compensação de uma parte dos depósitos perdidos pelo restante do sistema.

Em 2007, o Brasil teve 6,1 % de crescimento; em 2008, 5,2%; equilíbrio em 2009; e a expectativa para 2010 é de 7,3%. Se compararmos a *performance* do Brasil com a de países emergentes, com exceção da Índia e da China, por razões óbvias – demografia e taxa de poupança elevadíssimas –, veremos que a do Brasil é claramente superior à média da dos demais países emergentes e muito melhor do que a de outros países.

Samuel Pinheiro Guimarães (ministro da SAE) – Uma curiosidade: esse grupo de países emergentes é grande ou restrito? Países subdesenvolvidos, em geral?

É um grupo grande de países da América Latina, México, Peru, Colômbia, Venezuela, Argentina, Chile, Uruguai, vários países da América Central, da África, do Oriente Médio e da Ásia, como Coreia, Tailândia, Malásia, Singapura, Indonésia, Vietnã.

Com relação ao desemprego no País, houve uma questão interessante. O desemprego no Brasil, em 2003-2004,

chegou a atingir cerca de 13%, e era uma taxa que se mantinha em níveis elevados. O desemprego na área do euro oscilava ao redor de 9%, depois caiu durante o período de expansão recente; e, nos Estados Unidos, oscilava perto de 6%, era uma taxa de equilíbrio, e depois caiu, atingindo menos de 5% logo na entrada da crise em 2007. Mas, desde 2008, o desemprego vem subindo tanto na Europa quanto nos Estados Unidos, enquanto a taxa no Brasil vem caindo, atingindo o nível europeu anterior à crise. Hoje, com o ajuste sazonal, a taxa de desemprego no Brasil é de 7,1% contra 9,7% nos Estados Unidos e 10% na área do euro.

Se compararmos o desemprego global no último mês disponível, fevereiro ou março, veremos que, na África do Sul, o índice foi de 25%; na Espanha, de 20%; na Turquia, na Irlanda e na Colômbia, de 13%; na Polônia, na Grécia, na Hungria, em Portugal, na Finlândia e na zona do euro, de 10%; e nos Estados Unidos e na França, de 9,5%. O Chile, a Suécia, a Bélgica, o México, a Itália e a Venezuela tinham taxa de 8%; a Alemanha conseguiu manter o desemprego relativamente baixo para o padrão europeu, com 7,7%, e o Brasil, com 7,5%.

Isso mostra, voltando ao início da minha palestra, o problema estrutural do Brasil – a concentração de renda. Independentemente da questão social, há o problema econômico gerado por um mercado de consumo doméstico pequeno e altamente concentrado.

Com relação à criação do emprego formal, houve crescimento robusto e taxas crescentes do emprego total. A massa salarial – total de salários e benefícios pagos no mercado brasileiro mais programas sociais, previdência, bolsa família e os demais benefícios sociais – foi ampliada. O mercado de consumo doméstico tem uma expansão substancial durante esse período em número de empregados e em volumes de recursos e programas sociais, evidentemente.

A massa salarial, por exemplo, cresceu 3,9%, em maio de 2009 (sobre 2008), e 6,8%, em maio de 2010 (sobre 2009), um crescimento real acima da inflação. Isso mostra exatamente o efeito da contração em 2003 e depois crescimento robusto. E, mesmo em 2009, os dados são impressionantes. Quando os mostro no exterior, as pessoas se surpreendem muito, principalmente os acadêmicos.

A evolução do crédito também é um dado da maior importância. Mostra que, quando o produto cresce rapidamente, como no final de 2009 e 2010, estabiliza-se um pouco o percentual do crescimento sobre o produto. As operações de crédito total e a bancarização aumentaram grandemente. A propósito, vi, com muita satisfação, a bancarização total como meta proposta pela Secretaria de Assuntos Estratégicos no Plano Brasil 2022.

As vendas do comércio no Brasil também estão em trajetória ascendente desde 2007. O comércio ampliado,

evidentemente, tem sido mais volátil devido aos estímulos – redução de IPI –, mas cresceu 9,4% nos últimos 12 meses, e a tendência é continuar subindo. O comércio restrito, isto é, o comércio varejista, com o efeito do IPI menor, registrou crescimento substancial de 10,8%, também nos últimos 12 meses.

Registramos ainda a redução da desigualdade de renda, com 54% da população, em 2010, pertencente à classe de renda média. Em 2003, essa população era de 43%. Já a classe E, de baixa renda, que corresponde a 17,4% da população hoje, era de 30,3% em 2003. Os dados são da Fundação Getúlio Vargas.

De 2003 a 2008, 31,9 milhões de pessoas passaram a fazer parte da classe média brasileira; e 19,4 milhões ultrapassaram a linha de pobreza. A projeção para o período de 2010 a 2014, mantida essa tendência, é de que mais 36 milhões de brasileiros entrarão na classe média e mais 14,5 milhões sairão da pobreza. Aqui há dois fenômenos. O aumento da arrecadação permitiu que o Estado entrasse com uma política de distribuição de renda com muito mais consistência e vigor e, ao mesmo tempo, há um crescimento do emprego, gerando, portanto, um efeito somado de aumento da demanda doméstica. Isso deu muita estabilidade ao País, inclusive durante a crise. O Brasil sentiu menos a evolução e a volatilidade do comércio internacional.

O crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) também merece atenção. De 1999 até 2002, foi de 2,1%. De 2003 a 2005, o PIB cresceu 3,3% e, de 2005 a 2008, 5,1%. Em 2009, caiu para menos 0,2% e o crescimento previsto para 2010 é de 7,3%.

A crescente projeção internacional do Brasil também se deu, em parte, pela política monetária adotada e se reflete, hoje, na maior representatividade brasileira em fóruns internacionais. O G-20 passou a ser o grande fórum decisório e de discussão. O Brasil tem, nesse fórum, papel importante e muito forte na reunião de chefes de Estado, com o presidente Lula, e na reunião dos ministros da Fazenda e presidentes dos bancos centrais, que se reúnem já há bastante tempo. A primeira reunião a que comparecemos foi em 2003.

Os Brics (Brasil, Rússia, Índia e China) realizam reuniões regularmente, principalmente de ministros da Fazenda, de presidentes dos bancos centrais e também de chefes de Estado. Reunimo-nos várias vezes por ano, para traçar políticas comuns. O Brasil agora é membro permanente do Conselho do Comitê de Basileia, o que é uma novidade, e é representante no diretório do Iasb (International Accounting Standards Board), órgão responsável por desenvolver as normas contábeis internacionais.

Sebastião Jason Oliveira (Ipea) – Gostaria que o senhor explicasse o mecanismo de swap (permuta) de moedas com o Banco Central americano que ocorreu na época da crise.

Quando houve a crise que descrevi e um colapso no sistema de crédito internacional, ocorreu algo interessante, exatamente pela característica de o comércio internacional ser feito em dólares. Com o colapso dos créditos em dólares, houve um colapso no financiamento do sistema financeiro internacional em dólares, para exportação e importação.

Hoje, grande parte dos empréstimos entre países é feita em dólares, mesmo entre europeus e americanos, entre europeus e asiáticos, etc. Desde a criação dos eurodólares na década de 1960, prevaleceu o sistema que funciona até hoje. Existe uma tentativa para sair dele, somos um dos pioneiros nessa tentativa. Houve um colapso depois da falência do Lehman Brothers, que atingiu o sistema financeiro mundial, em razão da paralisação dos bancos americanos, que levou a uma paralisação geral. Isso causou um problema de liquidez em dólares em todos os países, inclusive europeus, japoneses e canadenses. Então o FED (o Banco Central dos Estados Unidos) imediatamente assinou um *swap*, trocando dólar por moedas locais, com o Banco Central Europeu, portanto, com toda a comunidade da União Europeia, com a Inglaterra, com a Suíça, com a Suécia, com o Canadá e com o Japão, exatamente para fornecer dólares para que o comércio

internacional, o financiamento internacional, o sistema financeiro internacional continuassem a funcionar.

No primeiro momento, não nos preocupamos com isso porque tínhamos reservas em dólares, enquanto os europeus não, por isso tiveram de socorrer-se com o FED. Anunciamos imediatamente que íamos emprestar reservas para os bancos do sistema financeiro nacional, para as empresas, principalmente para as exportadoras, e tudo funcionou muito bem. O problema é que alguns países emergentes tiveram dificuldades, particularmente o México, a Coreia e o Leste Europeu inteiro. Então os emergentes começaram a discutir até que ponto também deveriam ter acesso a essas linhas de *swap*. Depois de muita discussão, o FED resolveu fazer esse tipo de contrato *swap* com apenas três países emergentes, enquanto os demais deveriam ser atendidos pelo FMI.

Na realidade, o FED criou um contrato só para troca de moedas. No caso do Brasil, ofereceram até 30 bilhões de dólares, enquanto o Brasil colocaria o equivalente a 30 bilhões de dólares em reais no FED. Então, os 30 bilhões de dólares passariam a ser parte da reserva brasileira e os 30 bilhões de dólares equivalentes em reais daquela época (70 bilhões de reais) passariam a ser parte da reserva americana. Isso foi feito com o México e com a Coreia. O FED anunciou o contrato com o Brasil, o que foi uma demonstração de confiança, mas nunca o usamos porque não havia necessidade, tínhamos reservas. Fizemos o

contrato porque era bom para o Brasil e por solidariedade ao México e à Coreia, que estavam precisando.

Samuel Pinheiro Guimarães (ministro da SAE) – No Comitê de Basileia, naturalmente, deve haver representantes dos Estados Unidos, do Canadá, da Alemanha, etc. Quais países emergentes são membros do Comitê de Basileia?

É uma pergunta interessante, ministro, porque temos, no sistema financeiro internacional, hoje, alguns órgãos-chave. O Comitê de Basileia existe desde a década de 1930, tradicionalmente constituído pelo G-10 – o G7 mais três países europeus: a Holanda, a Suíça e a Suécia. Agora entraram alguns emergentes, como o Brasil, a China e a Índia e, dependendo de uma reunião, o México.

Mas existe outro grupo muito importante: o Conselho Diretor do Banco de Compensações Internacionais, que é o Banco Central dos bancos centrais. É nesse grupo, mais restrito ainda, que se discutem e se tomam as grandes decisões, como essa questão do *swap*. É esse Conselho Diretor quem, de fato, decide e dá as orientações ao próprio Comitê de Basileia.

Entraram, na realidade, apenas mais dois países em março deste ano: o Brasil e a China. São sete países, mais três europeus e agora o Brasil e a China. Tenho participado das reuniões desde março, o que tem sido absolutamente fundamental. Na crise europeia, por exemplo,

a nossa participação foi fundamental porque não só nos permitiu opinar, mas dar informações sobre o que de fato estava acontecendo.

Samuel Pinheiro Guimarães (ministro da SAE) – Em que medida é a nossa participação nesse comitê, que entendo como comitê do Comitê de Basileia?

O Comitê de Basileia tem um foco específico. São regras prudenciais, regras contábeis para banco, só isso.

Samuel Pinheiro Guimarães (ministro da SAE) – Permite alavancagem?

Permite alavancagem, liquidez, reservas, provisões, critérios de reconhecimento de perdas, etc. É prudencial. Acima disso, existe uma reunião – a próxima será no dia 27 de julho, em Basileia – dos presidentes dos bancos centrais e chefes de supervisão (em cerca de 30 países o banco é separado da supervisão), que emite as diretrizes do Comitê de Basileia. Então, acima do Comitê de Basileia, estão os presidentes dos bancos centrais e chefes de supervisão. Por exemplo, na Inglaterra, há o Bank of England, que é o Banco Central, e o Financial Services Authority, que faz a supervisão e a regulação bancária.

Nos Estados Unidos, há o FED e o OCC (Office of the Comptroller of the Currency). Este faz fiscalização. Então reúne-se esse grupo maior, de cerca de 45

pessoas, para emitir diretrizes prudenciais. Agora há o Conselho Diretor do Banco de Compensações Internacionais, o Bank for International Settlements (BIS), que foi fundado no começo do século passado e é o Banco Central dos bancos centrais. É o maior depositário de reservas. Todos os bancos centrais depositam nele uma parte de suas reservas.

A Argentina, por exemplo, conseguiu depositar no BIS grande parte de suas reservas, às quais os credores não conseguem ter acesso. O lugar mais seguro para colocar reservas é no Banco Central dos bancos centrais. Esse Conselho Diretor discute não só regras prudenciais, mas tudo. Discute economia, como ocorreu durante a crise na Europa. Havia a discussão do Banco Central europeu com os governos europeus sobre o pacote de medidas econômicas. Foi num fim de semana, estávamos reunidos em Basileia, Suíça. Os bancos centrais europeus numa reunião; os outros membros do Conselho Diretor na outra. Os europeus iam e vinham de uma reunião para a outra. Os governos estavam reunidos em Bruxelas, porque tinha de haver uma coordenação global.

Estávamos, então, fazendo parte dessa discussão, acompanhando, dando opinião. Para o Brasil, foi muito importante porque pudemos colocar questões de interesse dos emergentes. Assumimos essa preocupação de conversar com outros emergentes – África do Sul, Arábia Saudita, alguns asiáticos, Argentina, México, Chile,

Colômbia, Venezuela, Peru – para termos noção do que estava acontecendo. Há reuniões dos latino-americanos, dos Brics. É um processo interessante. Na capitalização do FMI, também é importante. Existe um processo de internacionalização do real, do qual o comércio em moeda local é uma parte, e medidas anticrises, como o *benchmarking* internacional.

O Fundo Monetário Internacional emitiu um relatório há certo tempo, apontando o modelo brasileiro, particularmente a reação do Banco Central, o sistema de empréstimos em dólares, mercado futuro, vendas de reservas e de compulsórios, como modelo de ação de bancos centrais em crise. Evidentemente o G-20 é o grande órgão, hoje, que está acima disso tudo – o chefe de Estado, tomando suas decisões, dá a orientação para todo esse processo – e o Financial Stability Board, que discute no âmbito do G-20. O Brasil também é parte agora do Financial Stability Board.

Rodrigo Cota (Secretaria Executiva da Câmara de Comércio Exterior do MDIC) – Ministro, o senhor bem mostrou que a taxa de juros real no Brasil vem caindo ao longo dos últimos anos, o que é altamente saudável. Mas, recentemente, o Banco Central teve de elevar a taxa Selic, para segurar pressões inflacionárias. Mesmo com essa queda, o Brasil ainda tem uma taxa de juros real elevada em relação a outros países do mundo. Quais as condições que a economia brasileira, o governo brasileiro, tem de satisfazer para

que se consiga uma taxa de juros real menor, sem pressões inflacionárias.

Temos estudado muito isso. Quando a taxa de juros brasileira começou a cair em 2004, o Brasil começou a crescer muito – 6,1% naquele ano. A grande perplexidade dos bancos centrais naquela época, em Basileia, era como o Brasil crescia tanto – a demanda doméstica já tinha começado a crescer rapidamente – com essa taxa de juros. O questionamento é como crescer e aumentar a demanda doméstica com uma taxa de juros tão elevada.

A demanda doméstica cresceu 9% no início da crise e, neste ano, estamos crescendo também por volta dessa taxa. Falou-se muito, no primeiro trimestre, do crescimento chinês, que agora está-se estabilizando, mas o importante não é o crescimento chinês, para esse efeito, necessariamente da perda do produto, é a demanda. Há várias razões, mas uma delas é que a própria queda da taxa de juros, portanto, o aumento do total de empréstimos da economia – ela em si é expansionista também – é que dá o impulso. Quando a taxa de juros está caindo, há impulso na economia. O crescimento do crédito é, evidentemente, um fator de impulso. A taxa de juros é alta, mas o fato de ela estar caindo está fazendo que o empréstimo aumente. Portanto isso, em si, é um impulso. É importante que se mantenha a trajetória.

A tendência é de que ela se regularize com o tempo. A questão é: quando a queda é muito rápida, ela gera um impulso que a oferta não acompanha. Outra questão interessante, positiva, mas muito mal-entendida, é o fato de o Brasil ter uma política importante de fomento por meio do crédito do BNDES para a indústria, a agricultura e a habitação. É uma política de governo bem feita, com taxas mais baixas. Então a taxa média da economia é menor.

Outro ponto interessante também a ser levado em conta é que, se olharmos as taxas históricas, tomando as dos Estados Unidos como exemplo, elas são muito maiores do que têm sido nos últimos anos. A taxa de juros real, média, histórica, nos Estados Unidos, acima da inflação, é 3,3. Não é zero, um ou como esteve nesse período final do Alan Greenspan (ex-presidente do FED), que gerou a bolha no *subprime* do crédito americano. Se se olharem as diferenças de risco — estão caindo muito as taxas médias praticadas no Brasil —, ver-se-á que essa diferença hoje já tende a ir-se fechando. Evidentemente, à medida que essa diferença se vai fechando, com o tempo pode-se até contemplar a hipótese de que o crédito direcionado comece a ter taxas bem próximas às taxas de mercado.

José Aparecido (Ipea) — Nesse contexto de taxas de juros em que, gradativamente, a taxa real vai caindo, qual a expectativa a respeito do comportamento dos fundos de pensão, de uma série de agentes financeiros que terão de migrar

gradativamente de títulos da dívida pública para ativos de risco? O que há de oportunidades e desafios para a economia brasileira aproveitar bem esse movimento?

É uma oportunidade e um desafio, você colocou bem. Não há dúvida de que os fundos de pensão, com o tempo, terão de começar, e já estão começando, a migrar mais para ativos de risco, seja no mercado de ações ou mesmo em investimento direto em empresas. Tenho recebido visitas, nos últimos anos, de fundos de pensão de outros países, inclusive um estatal, interessantíssimo, de um país asiático, que está procurando investimento direto em empresas brasileiras. Há especialistas nessa área visitando o Brasil.

Os chineses estão procurando investir aqui também. Recebi, ontem, a visita do presidente do Banco Industrial e Comercial da China, o maior banco do mundo hoje, sob todos os critérios. Vão fazer financiamento, mas também estão interessados em procurar oportunidades nos fundos de pensão e em projetos de infraestrutura, como Belo Monte. Estão procurando retornos maiores, assumindo um pouco de risco, em investimento de capital de risco, até com taxa fixa, mas já vinculada a um projeto específico, ou em ações, o que já tem acontecido bastante, ou mesmo diretamente em empresas. Isso é bom, mas é um desafio grande para os fundos de pensão.

Eduardo Costa Pinto (Ipea) – Vamos voltar para a questão da crise de 2003. O senhor falou que o ajuste rápido e a saída da crise são fruto do ajuste e da credibilidade. Nesse sentido, será que não houve o efeito externo, dado o novo eixo sino-americano e o rebatimento direto e indireto para a economia brasileira? Porque o crescimento, em 2002 e 2003, da formação multicapital, em boa parte, foi fruto de setores industriais voltados à exportação ou indiretamente associados a ela.

Não há dúvidas de que a economia mundial naquele momento estava em expansão. Foi um momento favorável, e é importante notar que o Brasil entrou em crise em 2001, 2002, com a economia mundial em franca expansão. Aqui estamos focando especificamente o desempenho relativo da economia brasileira. Em períodos anteriores de expansão, o Brasil entrou em crise.

Exemplo típico aconteceu em 1999. A economia mundial estava crescendo, no auge do “Great Moderation” das economias dos países industrializados, e o Brasil entrou em crise. Depois o Brasil entrou em crise de novo, em 2001, com problemas domésticos, apagão, etc. E depois em 2002, entrou em crise de confiança, com a economia mundial em franca expansão. O Brasil, evidentemente, aproveitou esse período e fez um ajuste rápido e duro.

Durante anos depois disso, a pergunta que eu recebia era a seguinte: “O que acontecerá na primeira crise do sistema

da economia mundial? Será que as mudanças na economia brasileira foram suficientes para resistir crises?” A resposta veio durante a crise de 2008, a mais severa desde 1929. O Brasil teve o melhor desempenho relativo em todas as economias, o que mostra que a mudança foi estrutural. E continuamos, inclusive, crescendo num período difícil da economia mundial, no final de 2009 e em 2010.

Waldery Rodrigues (Ipea) – Uma pergunta mais geral sobre dominância entre política fiscal e política monetária. No relatório de inflação de junho deste ano, há um box que fala do poder da política monetária como crescente, tomando indicadores como aumento de crédito, redução do prazo médio dos títulos e redução dos títulos atrelados à Selic. Uma questão constantemente colocada é a dominância entre a política fiscal e a política monetária. Gostaria que o senhor comentasse sobre a perspectiva desse embate nos próximos dois anos, pelo menos.

Em primeiro lugar, vamos olhar a crise em 2008. Uma das razões de o Brasil ter sido considerado modelo de sucesso na crise foi porque ele pôde tratar de três questões de maneira muito direta e clara. Essas questões, em alguns países, não ficaram tão definidas devido a restrições estruturais ou a decisões de política econômica, por razões diversas. A crise atingiu o Brasil como um todo por meio do impacto de crédito, de liquidez e de disfuncionalidade dos mercados.

Se observarmos os *spreads* bancários em 2008, incluindo os bancos públicos, eles descolaram completamente da Selic e das taxas interbancárias. Então, criou-se uma situação que, em outros países, mesmo com aquela taxa básica, o mercado de crédito não funcionava. Então, pudemos resolver o problema do crédito, por meio de empréstimos de reservas, de compulsórios em reais, de intervenção nos mercados futuros e da ação dos bancos públicos – Banco do Brasil, BNDES, Caixa Econômica Federal. Um movimento em cadeia que restaurou a funcionalidade dos mercados, o que começou em outubro. Em dezembro foi aplicado o incentivo fiscal, foi feita a desoneração do IPI e depois o incentivo monetário clássico. Foram políticas que funcionaram em absoluta sintonia, inclusive na sequência correta.

A partir de certo momento, começou a haver a retirada dos estímulos, em velocidades diferentes, mas também em sintonia. Houve a retirada do estímulo dos compulsórios, que foram recuperados, reservas foram empregadas e os empréstimos foram pagos, a posição dos mercados futuros foi revertida e os estímulos de desoneração também foram retirados paulatinamente, em velocidades diferentes. Houve a questão da opção de o governo brasileiro, por meio do BNDS, investir fortemente na expansão da oferta e na capacidade de produção industrial.

Num primeiro momento, o investimento é demanda, porque, se se compra máquina, equipamento, contrata-

se gente. Depois de certo espaço de tempo, num segundo momento, é oferta. Então, nesse quadro, existe todo um processo em andamento. E o Banco Central preserva o equilíbrio doméstico total. Para isso, ele não entra nesse processo. Como base nos fatores desse processo, ele analisa, coloca nos modelos macroeconômicos, faz avaliação global e procura manter a inflação numa trajetória controlada, para que não se gerem outros desequilíbrios, como tivemos no passado. Na realidade, o Banco Central do Brasil tem uma chamada autonomia operacional, que não é legal, mas é operacional, concedida pelo presidente Lula com a finalidade de exatamente poder manter essa diferença de abordagem, que é saudável.

Uma política não predomina sobre a outra – o inverso gerava, no passado, desequilíbrio muito grande –, o que é uma tendência mundial, no mundo todo funciona assim e bem, desde que haja equilíbrio, como no Brasil. Se observarmos a trajetória de inflação no Brasil, uma das grandes vantagens do sistema de metas de inflação é exatamente permitir uma medida do resultado do trabalho. Quando o Banco Central é muito frouxo, o controle da inflação torna-se difícil. Em nosso caso, como o mercado achou, em 2002, que assim seria o Banco Central no governo Lula, muita gente esperava que a inflação estivesse constantemente acima da meta. Com um banco central muito conservador – que existe em alguns países –, a inflação tende a ficar oscilando no piso da meta e, às vezes, até abaixo dela. A inflação brasileira oscila em

torno do centro da meta, o que significa que o modelo tem funcionado de forma equilibrada.

Pedro Dalcerro (SAE) – Quais são as diferenças, para efeito de combate à inflação, da utilização da Selic, principal instrumento utilizado pelo Banco Central, e a manipulação dos índices de reservas compulsórias e outros mecanismos administrativos? Haveria diferenças? Sei que o Banco Central já declarou que a Selic é o seu principal instrumento de combate à inflação, mas, ao mesmo tempo, discute-se a utilização das reservas compulsórias e dos controles administrativos de crédito que, para alguns economistas, teria efeito semelhante.

Vou fazer um resumo brevíssimo da evolução desse processo. Na década de 1980, os bancos centrais privilegiaram o uso do controle de agregados monetários para controlar a inflação. Foi o período de ouro da doutrina do monetarismo, no sentido em que foi usada em muitos países, apesar de que criava distorções muito grandes por causa da volatilidade da taxa de juros. Foi quando Paul Volcker chegou a colocar a taxa base americana em 21% nos Estados Unidos.

Esse sistema foi gradualmente abandonado pelos bancos centrais exatamente pela volatilidade que criava no PIB, na taxa de emprego, na taxa de juros, apesar de que, em termos de inflação, ele funcionava. Foi abandonado gradualmente e substituído pelo sistema de metas de

inflação, pelo qual o Banco Central fixa não uma meta de agregados monetários, mas de inflação, que é a meta fim. Com isso, ele coordena as expectativas de inflação da sociedade e faz que os agentes econômicos comecem a mirar nessa inflação.

O sistema de metas de inflação permitiu, durante muitos anos, inclusive o desenvolvimento de séries históricas e de medidas que tornam possível visualizar e prever, com esses modelos macroeconômicos de previsão de inflação, com muito maior precisão o efeito da mudança da taxa base na atividade, com a devida defasagem, e na inflação à frente. O Banco Central tem esses modelos que “rodam” diariamente desde a década de 1990, e estamos aperfeiçoando a série. Hoje temos muito mais precisão do que tínhamos em 2003, porque as séries já estão muito mais ricas de dados.

Por que usar compulsórios, então? Por que, no controle da liquidez do sistema, o compulsório é mais eficaz? Uma hora vai ser aplicado e vai gerar muita discussão, inclusive isso já está em debate no Comitê de Basileia. Além de limite de alavancagem, os bancos terão limites de liquidez mínima, terão de manter determinado colchão de liquidez. Isso pode ser feito em papéis, porém o papel muda de preço e é líquido apenas em determinadas situações; no estresse, não o é mais.

Resumindo algo muito complexo, o depósito compulsório é um mecanismo de liquidez por excelência para o sistema financeiro e tem várias vantagens. A primeira: o devedor é a autoridade monetária, portanto não tem variação de preço. A segunda: quem controla a liquidez é a própria autoridade monetária, não o banco em si. A autoridade não tem de ficar discutindo com o banco se há ou não liquidez, porque o Banco Central é quem controla. No depósito compulsório, sabemos exatamente a liquidez do sistema, a qualquer momento. Isso na crise foi fundamental. E há também o controle da liquidez do sistema como um todo. No Brasil, há outras características que não vou detalhar pela complexidade do assunto, que são a questão da Lei da Responsabilidade Fiscal e a da proibição que tem o Banco Central de emitir letras, como podia fazer no passado. Então o Banco Central tem de fazer a política monetária com título público e tem limites orçamentários para isso.

Eventualmente, o uso do compulsório é fundamental para a questão também da política monetária no sentido de controle da liquidez de diversas formas, não no sentido objetivo, primário, de controle da inflação. Com a diminuição do compulsório, sabemos que isso tem efeito também na inflação.

Jorge Hargrave (Ipea) – O senhor falou muito bem sobre a diminuição da incerteza dos agentes privados e isso é muito claro em termos de crescimento e inflação. Agora uma

questão que continua muito incerta é a volatilidade da taxa de câmbio, tema que acredito ser menos estudado. A taxa de câmbio brasileira é uma das mais voláteis do mundo. Gostaria que o senhor falasse sobre as causas disso e que ações o governo e o Banco Central teriam de tomar para fazer que a taxa de câmbio fosse menos volátil daqui para a frente.

Essa é uma questão interessante porque a volatilidade do real depende muito do período em que ela é medida, e uma parte dela é consequência das melhoras dos fundamentos da economia brasileira. Normalmente essa alta volatilidade é medida, principalmente, quando se leva em conta o período de melhora da economia brasileira. A taxa de câmbio chegou a 3,96 em 2002 como resultado da crise cambial. Ela estava em 2,13 em 2001. Então a redução a 2,0 é volatilidade, mas ela não deve ser vista apenas na redução, mas também na subida, uma vez que este é o resultado de toda a instabilidade anterior. Para a volta à regularidade, houve certo *overshooting* (valorização excessiva), que chegou a 1,56.

Houve a crise em 2008, resultado direto do problema dos derivativos, que gerou uma volatilidade extra naquele momento, mas foi combatida com muita rapidez. Então, o próprio sucesso do Brasil no combate à crise, no retorno à normalidade, gerou volatilidade. O câmbio não ficou estabelecido, parado, em 2,30 com a crise, com o risco elevado. O Brasil melhorou e retornou à normalidade muito rápido.

Porém, por que houve a crise derivativa? Acho que, francamente, foi custo da aprendizagem. As empresas brasileiras não estavam acostumadas a lidar com um país melhor e com câmbio flutuante. Com a lição, atualmente, as empresas estão com comportamento muito mais equilibrado, o que também gera certa normalização do processo. Finalmente, os mercados de câmbio estão muito voláteis na economia internacional. Se se pegar o eurodólar, a taxa de câmbio chegou a 1,60, foi a 1,15, voltou agora a 1,26, então esse processo é complicado. Os países que controlam, por medida de política pública, a volatilidade não têm muito sucesso nesse controle. Há alguns países que o fazem, mas têm um custo na volatilidade da taxa real, quando se leva em conta a inflação. Alguns países que compram câmbio, mas não o esterilizam, não vou nem levá-lo em conta porque isso não funciona.

O país que controla mesmo a volatilidade é a China, que possui uma característica muito importante: tem poupança nacional de 51%, investimento de 42%, portanto tem 90% de poupança líquida nacional. Com esse dinheiro, faz o que quiser. Precisa-se saber durante quanto tempo isso é sustentável. Os chineses acham que não o é por muito tempo. Por isso, têm um plano de também ter o mercado de câmbio flutuando livremente em 2022. Eles acham que não é sustentável o modelo que têm porque dependem muito da exportação para outros países. Estão num projeto de longo prazo de criação de

demanda doméstica, para aí, sim, deixar o câmbio flutuar livremente.

A China tem US\$ 2,5 trilhões de reserva em poupança. Isso é recurso líquido real. Portanto, ela tem condições de fazer esse tipo de política pública, que é uma maneira de gastar o dinheiro poupado pela população e pelo governo, subsidiando, em última análise, a exportação.

Esta obra foi impressa pela Imprensa Nacional
SIG, Quadra 6, Lote 800
70610-460, Brasília - DF, em setembro de 2010
Tiragem: 1.500 exemplares

