



**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

## **Aula Magna Proferida pelo Presidente do Banco Central, Dr. Henrique Meirelles, na Faap**

O desenvolvimento sustentado é, sem dúvida alguma, um ponto fundamental da agenda do Brasil para o futuro. Um dos grandes desafios que se impõem neste momento à sociedade brasileira é a criação, de forma responsável, das condições que nos permitirão crescer a taxas elevadas por período prolongado. Precisamos superar o modelo de bolhas espasmódicas de crescimento que marcou nosso desempenho econômico nas últimas décadas. Não é esse o modelo que buscamos.

É do crescimento sustentado, resultado da ampliação da capacidade produtiva potencial da economia brasileira, que nascerá o país que todos legitimamente desejamos, com geração de empregos, distribuição de renda e inclusão social.

A construção do futuro não é uma tarefa fácil. Nesse processo, é fundamental que comecemos com um diagnóstico correto da situação em que estamos. Alguém já disse que o primeiro passo para chegar a uma solução adequada para um problema é saber elaborar a pergunta correta para cada situação.

Infelizmente, erros de diagnóstico foram freqüentes no Brasil. E diagnósticos inadequados geraram políticas inadequadas. E políticas inadequadas levaram no passado aos resultados sofríveis que todos conhecemos, que agravaram em muito nossos problemas sociais.

Uma pergunta que está na cabeça de muitos é: terá o Banco Central adotado uma política excessivamente ortodoxa no ano passado e provocado em consequência uma contração do PIB. A solução não teria sido baixar os juros agressivamente e crescer?

Esse foi o tipo de diagnóstico freqüente no passado: política monetária frouxa com uma política fiscal expansiva trouxeram a hiperinflação por uma década ao Brasil. Uma nova tentativa traria os mesmos resultados: bolha de



## **BANCO CENTRAL DO BRASIL**

crescimento, inflação, diminuição do nível de investimentos e desempenho medíocre. Certamente, não é esse o desempenho que queremos.

Nosso diagnóstico é diferente. Houve diminuição da atividade no primeiro semestre do ano passado em consequência da grave crise de 2002 e início de 2003. A contração do primeiro semestre fez com que a média do ano de 2003 tenha sido negativa. Mas houve crescimento no segundo semestre. No último trimestre do ano, o crescimento anualizado do PIB chegou a 6,14%, um dos maiores do mundo no período.

É preciso que avaliemos de forma correta a exata dimensão da crise de confiança por que passou o Brasil na virada de 2002 para 2003. O Brasil perdeu US\$ 28 bilhões em linhas externas em 2002 – o equivalente a quase 6% do PIB. Diante desse quadro, investimentos e planos de investimento e consumo foram profundamente alterados no final de 2002 e nos primeiros meses de 2003. Foi a crise que gerou o fraco desempenho econômico do primeiro semestre de 2003. Ainda assim, o resultado do ano passado foi muito superior ao de países que passaram por crises semelhantes, que registraram contração média de produto da ordem de 10% no ano seguinte à crise externa.

O quadro dramático do início do ano passado se dissipou quando ficou claro que este governo se pautaria pela disciplina fiscal e que o Banco Central não adotaria uma postura complacente em relação ao descontrole inflacionário, como tantas vezes havia ocorrido no passado. As expectativas para a inflação começaram a cair em abril e o Banco Central pôde dar início ao processo de flexibilização da política monetária em junho.

A taxa básica de juros foi reduzida em 1.000 pontos-base. As taxas de juros de médio prazo definidas pelo mercado caíram pela metade. Como sabemos, são estas as taxas que tem impacto sobre a atividade econômica. O swap DI de 360 dias, por exemplo, caiu dos 33% do início de 2003 para o nível abaixo dos 16% em que se encontra hoje. A taxa real do swap 360 dias, ou seja, a taxa praticada pelo mercado descontada pela inflação esperada pelo mercado para o mesmo período, caiu quase pela metade ao longo de 2003. Calculadas por esse método, as taxas de juros reais praticadas hoje na economia brasileira são as mais baixas da história recente do país.



## **BANCO CENTRAL DO BRASIL**

Como resultado desse processo, o PIB cresceu no último trimestre do ano a uma taxa anualizada de mais de 6%, uma das taxas mais altas dos últimos anos.

Passemos a uma segunda questão: por que os juros básicos não estão caindo mais rapidamente se a economia está estagnada e o PIB está decrescendo? Penso que muitos aqui já sabem a resposta.

A economia não está estagnada. O resultado do crescimento médio do PIB em 2003 deve ser visto como o que é na realidade: uma fotografia da economia brasileira vista pelo retrovisor.

O PIB brasileiro está crescendo, como demonstra a forte expansão registrada no quarto trimestre do ano passado – como já mencionei mais de uma vez, a economia registrou um crescimento anualizado de 6,14% naquele período. Dificilmente um ritmo tão forte poderia ser mantido ao longo de todo o ano de 2004. Mas está claro que o Brasil já se encontra no caminho de um crescimento de 3,5% ou mais em 2004. Quanto ao COPOM, as atas das reuniões definem com clareza todas as razões que embasam do ponto de vista técnico as decisões tomadas pelo comitê.

Surge então uma terceira pergunta: tudo bem, mas não seria muito melhor para o país uma queda drástica da taxa Selic visando induzir um crescimento ainda mais acelerado?

A resposta é simples: não! Isto geraria apenas uma bolha transitória de curto prazo e um retorno acelerado não do crescimento sustentado, mas sim da inflação.

Em 2002, a inflação brasileira quintuplicou em pouco mais de seis meses. Na primeira vez em que isso ocorreu no Brasil, o fenômeno demorou 13 anos para se materializar (de 1948 a 1961). Na segunda vez, 11 anos (de 1953 a 1964). Na terceira, 6 anos (1973 a 1979). Na quarta, cinco anos e meio (do primeiro semestre de 1979 a 1985). Em 2002 isto demorou apenas seis meses. Em novembro a inflação anualizada chegou a 40%. A sociedade brasileira está vacinada contra a inflação e os agentes estão preparados para agir com rapidez nas remarcações de preços e contratos como mostra a história recente.



## **BANCO CENTRAL DO BRASIL**

Vem então uma nova indagação: tudo bem, mas não seria possível combater a inflação com outros métodos que não a taxa de juros?

A resposta é que nós temos uma longa experiência em tentativas fracassadas de combate à inflação por métodos heterodoxos. Tivemos congelamento de preços, tablitas, controle cambial, moratória externa, moratória interna etc. Essas tentativas heterodoxas compõem uma longa lista de fracassos. No Brasil e em outros países que tentaram caminhos semelhantes.

A experiência internacional mostra que existem três modelos que obtiveram resultados positivos no controle da inflação:

- 1) Controle de agregados monetários, defendido pela escola monetarista. Esse modelo foi abandonado por causar excessiva volatilidade na taxa de juros. Os meios de pagamento eletrônicos trouxeram uma volatilidade endógena aos agregados monetários. Diante dessa nova realidade, a tentativa de controlar qualquer dos agregados gerava uma volatilidade inaceitável na taxa de juros.
- 2) Controle da taxa de câmbio. Esse modelo foi amplamente testado no Brasil, permitindo o sucesso na estabilização monetária dos primeiros anos do Real. Esse processo, porém, esgotou-se no país e desembocou na crise cambial do final de 98 e do início de 99. Diversos países tiveram igual experiência. A Argentina é o exemplo mais próximo, geográfica e temporalmente.
- 3) Regime de metas de inflação, que prevê o uso da taxa de juros como instrumento de política monetária para combater a inflação. Esse é o regime de maior sucesso em todo o mundo, sendo utilizado por Bancos Centrais da maioria dos países.

Nova questão: tudo bem, mas a taxa de juros ainda é muito alta no Brasil, apesar de as taxas de mercado de médio prazo estarem no patamar mais baixo em muitos anos. Por quê?

As razões são duas.

Em primeiro lugar, a série de políticas heterodoxas já testadas pelo Brasil, que levaram a uma grande desorganização da economia brasileira e,



## **BANCO CENTRAL DO BRASIL**

conseqüentemente, a um aumento do risco Brasil. Em resumo, já tentamos no Brasil, à exaustão, todos os tipos de soluções econômicas mágicas ou “vudus”... São essas “soluções” que nossos críticos insistem em propor com tanta facilidade e alegria...

A segunda razão foi a desorganização financeira por que passou o Estado brasileiro ao longo das últimas décadas e culminou com o risco Brasil em patamares altíssimos. Poucos países tiveram o infortúnio de riscos maiores que os 2.400 pontos de setembro de 2002.

O risco brasileiro já caiu muito, oscilando hoje pouco acima dos 500 pontos. Somente a continuação da política de superávits primários, intensificada com sucesso pelo ministro Palocci, e uma política monetária responsável que garanta a estabilidade de preços farão com que o risco Brasil continue caindo e com que, em conseqüência, a taxa de juros caia para patamares civilizados no médio prazo.

Medidas heterodoxas, que prometem resultados mágicos e indolores e que já provocaram tantos fracassos, trariam o mesmo resultado que trouxeram quando foram testadas no passado: hiperinflação, estagnação e desorganização social e econômica.

Repetir esses erros no futuro traria custos altíssimos ao povo brasileiro. Como, aliás, já ocorreu no passado.

Outra pergunta: mas não seria mesmo possível, no entanto, afrouxar a política monetária e crescer com mais inflação?

Não há exemplo de países que tenham tido crescimento sustentado com altas taxas de inflação. Todos os países que cresceram a taxas elevadas e por tempo suficiente para propiciar a seu povo o padrão de vida que ansiamos para o povo brasileiro o fizeram com inflação baixa.

Temos aí um engano muito pernicioso que, infelizmente, ainda cometido por muitos em nosso país: o de que inflação gera crescimento. Se isso fosse verdade, seríamos um dos países mais ricos do mundo.



## **BANCO CENTRAL DO BRASIL**

Ao contrário, a inflação alta desorganiza a economia e impede o crescimento sustentado. Além disso, quem mais sente os efeitos perversos da inflação são os mais pobres. São eles que não têm acesso aos instrumentos financeiros criados para proteger o patrimônio das camadas mais abastadas contra o poder corrosivo da inflação, como a história do Brasil já provou diversas vezes.

Mais uma pergunta: no início do ano passado, ouvia-se muito a avaliação de que o regime de câmbio flutuante levaria o Brasil a uma nova crise cambial. Isso não ocorreu. Por quê?

Em conjunto com o regime de metas de inflação, o regime de câmbio flutuante forma o modelo mais equilibrado, seguro e bem-sucedido para a economia moderna. O Brasil tem hoje um saldo comercial histórico, que gerou um superávit em contas correntes pela primeira vez em mais de uma década.

Essa evidência inquestionável do sucesso da política de câmbio flutuante como mecanismo de ajuste é o primeiro passo para o crescimento sustentado da economia brasileira. O crescimento do PIB em 2004 será, com certeza, o primeiro de uma série histórica de crescimento.

A recuperação em curso tem mantido um ritmo forte. A produção industrial cresceu 10,5% ao ano entre junho e dezembro, segundo o IBGE (média móvel trimestral da série dessazonalizada), com taxas de crescimento particularmente intensas nos setores mais sensíveis às condições de crédito, como bens de consumo duráveis (40,2% ao ano) e bens de capital (26,1% ao ano). No mesmo período, dados dessazonalizados da CNI mostram que as vendas da indústria cresceram 31,8% ao ano. As vendas do comércio, de acordo com a média móvel trimestral do IBGE, cresceram 7,8% ao ano desde maio, mais uma vez com destaque para os ramos com maior sensibilidade ao crédito, como automóveis (32,6% ao ano) e móveis e eletrodomésticos (33% ao ano).

O ritmo forte de recuperação da atividade econômica foi corroborado pelas contas nacionais. Como já mencionei, o PIB cresceu a uma taxa anualizada de 6,14% no quarto trimestre de 2003. O PIB dessazonalizado da indústria, que vem crescendo de forma significativa desde o terceiro trimestre de 2003, cresceu a um índice anualizado de 7,8% entre o segundo e o quarto trimestres. Entre o terceiro e o quarto trimestres, o consumo das famílias cresceu a uma



## **BANCO CENTRAL DO BRASIL**

taxa anualizada de 6,6%, enquanto a formação bruta de capital fixo cresceu a 17% ao ano.

Alguns analistas alegam que a força da recuperação econômica do segundo semestre é insatisfatória. Quanto a isso, vale notar que determinados indicadores do nível de atividade sensíveis à política macroeconômica já alcançaram ou ultrapassaram o pico prévio da série. Isto é, a recuperação já desfez toda a perda da fase de desaceleração da atividade e já deixa algum saldo líquido de crescimento, ao contrário de outros países que passaram por crise similar.

É claro que existem setores que ainda não mostram sinais tão fortes de recuperação. Esse atraso relativo, no entanto, é normal diante dos efeitos da aceleração da inflação a partir do segundo semestre de 2002. O caminho para a recuperação desses setores passa pela capilarização dos efeitos da política monetária, que começa justamente em setores mais sensíveis ao crédito, se transmite em seguida à demanda por bens intermediários e, a partir do aumento dos níveis de produção desses setores, acaba induzindo um aumento da massa salarial. Esses reflexos já vêm sendo observados nos dados recentes da CNI, do Dieese e do IBGE. Com isso, a recuperação atingirá os setores cuja demanda é mais sensível à renda.

Esse processo já está em curso no Brasil.

À luz dessas considerações, resta-nos ainda uma pergunta do nosso interlocutor imaginário: é possível que 2004 seja o início de um ciclo sustentado de crescimento? Já ouvimos essa promessa irrealizada muitas vezes no passado. O que é necessário para que o crescimento sustentado torne-se uma realidade no Brasil?

Um requisito fundamental é prosseguir com a disciplina fiscal e monetária, como fazem todos os países civilizados, sem exceção. É necessário resistir ao apelo fácil dos cantos de falsas sereias que nos convidam a repetir os erros do passado. Trazer de volta déficits primários e baixar os juros artificialmente, sem reduzir de forma consistente o risco Brasil, seria repetir a mesma série de desastres vivida pela economia brasileira nas últimas décadas. Não é isso que espera de nós a sociedade brasileira. Não é isso o que faremos.



## **BANCO CENTRAL DO BRASIL**

Estamos construindo as bases de um crescimento sustentado com estabilidade fiscal e monetária com aumento progressivo do nível de investimento (e renda). Os indicadores mostram com clareza esta tendência.

Em resumo, a economia cresceu fortemente no último trimestre, o saldo comercial é o mais alto da história, temos um superávit de conta corrente pela primeira vez em mais de uma década, os prazos médios dos papéis emitidos pelo Tesouro aumentaram enquanto os custos caíram consistentemente. A dívida interna indexada ao dólar caiu de mais de 40% do total para cerca de 20% e as reservas internacionais estão sendo recompostas. É este o caminho para o Brasil que queremos.

São Paulo, 01 de março de 2004.