

Discurso do Presidente do Banco Central do Brasil, Sr. Alexandre Antonio Tombini na Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal.

Brasília, 22 de março de 2011.

\*\*\*\*\*

Excelentíssimo Sr. Presidente da Comissão de Assuntos Econômicos, Senador Delcídio do Amaral Gomez.

Excelentíssimas Senadoras e Excelentíssimos Senadores aqui presentes.

\*\*\*\*\*

É com enorme satisfação que compareço novamente a essa digníssima Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal. Agora na condição de Presidente do Banco Central do Brasil, para prestar esclarecimentos aos excelentíssimos Senadoras e Senadores, e à sociedade brasileira, sobre os fundamentos e a forma de execução da política monetária, em atendimento à Resolução nº 32, de 2007, do Senado Federal.

Aproveito a oportunidade também para respeitosamente atender ao requerimento nº 04, de 2011, desta digníssima Comissão, de iniciativa do Excelentíssimo Senador Francisco Dornelles, para prestar informações acerca das políticas monetária, creditícia e cambial, e da economia brasileira em 2011.

\*\*\*\*\*

O Brasil apresenta ótimas perspectivas de crescimento econômico no horizonte de médio e longo prazos. Esse cenário que observamos hoje é fruto do esforço que o conjunto da nossa sociedade empenhou nos últimos anos: adotamos políticas públicas de cunho econômico e social que permitiram que o nosso País retomasse uma rota de crescimento sustentável.

Destaco, em especial, a política macroeconômica em vigor no Brasil, baseada no tripé metas para a inflação, câmbio flutuante e responsabilidade fiscal. Essa política tem se mostrado consistente ao longo do tempo. Mais do que isso, foi capaz de enfrentar com sucesso crises e gerenciar com prudência os períodos de bonança. Essa política tem produzido resultados extremamente positivos, contribuindo de forma decisiva, não só para o crescimento econômico e o desenvolvimento social que observamos nos últimos anos. Mas também, para consolidar esse cenário promissor que observamos hoje para o Brasil.

Contudo, para que esse cenário se concretize, precisamos continuar aperfeiçoando nossas políticas, adaptando-as, quando necessário, aos desafios que nos são impostos a cada dia. E adotar ações, de forma tempestiva, para que a nossa economia continue crescendo de forma equilibrada e sustentável.

\*\*\*\*\*

Nesse contexto é que se insere a missão institucional do Banco Central do Brasil de assegurar o poder de compra da nossa moeda – o Real. Dito de outra forma, de manter a inflação sob controle.

\*\*\*\*\*

O regime de metas para a inflação é o desenho de política escolhido para o cumprimento dessa missão. E tem se mostrado um instrumento adequado para absorver choques econômicos adversos e manter a inflação sob controle, ao menor custo para a sociedade. O sucesso do regime se deve à sua simplicidade, à sua clareza na definição e aferição do seu objetivo, e ao fácil entendimento pela sociedade acerca do seu funcionamento.

O processo de amadurecimento do regime de metas para a inflação já se encontra em estágio avançado, o que vem se refletindo numa maior potência dos instrumentos de política monetária. Uma das evidências a esse respeito é exatamente a trajetória consistente de redução da taxa real

de juros da economia nos últimos anos. Outro aspecto relevante reside na expansão e aprofundamento do mercado de crédito.

Pesquisas apontam que empresários estão bastante confiantes em relação ao cenário prospectivo, planejando e realizando investimentos. E o resultado disso é o aumento da capacidade de produção da nossa economia, o que implicará em mais emprego e renda.

A política monetária contribui para a consolidação de um ambiente macroeconômico favorável em prazos mais longos, propiciando maior previsibilidade do cenário econômico e, conseqüentemente, ampliação do horizonte de planejamento das empresas, das famílias e do próprio Estado.

Mais do que isso, o resultado da política monetária contribui de forma decisiva para a melhoria das condições sociais, reduzindo a desigualdade na distribuição de renda e o desequilíbrio regional.

A política monetária contribui também para a redução do custo de carregamento da dívida pública, mediante prêmios de riscos menores e prazos de financiamentos mais alongados. É importante destacar que esses ganhos são estendidos ao setor privado, viabilizando financeiramente um maior número de projetos de investimento e o acesso de um maior número de famílias ao mercado de crédito.

\*\*\*\*\*

Em 2008 o Mundo vivenciou uma das mais severas crises econômicas de todos os tempos. No passado recente, o único evento comparável às turbulências vividas em 2008 foi a Grande Depressão de 1929, que impôs à sociedade da época um longo período de retração econômica e retrocesso social.

O Brasil foi um dos últimos países a sentirem os efeitos da crise financeira internacional de 2008. E um dos primeiros a retomar uma rota de crescimento, contribuindo, inclusive, para a recuperação da economia global.

\*\*\*\*\*

No pós-crise financeira internacional de 2008, a indústria apresentou robusta recuperação, com índices recordes de crescimento em 2010. O patamar de produção, inclusive, retornou aos níveis observados no pré-crise.

Atualmente, a utilização da capacidade produtiva se encontra estável. Porém, está em patamar elevado e, em alguns setores, esse percentual supera recordes históricos.

Foi muito importante a contribuição dada à capacidade produtiva pelos investimentos realizados em 2009 e 2010, devidamente impulsionados pelas medidas anti-cíclicas tomadas pelo governo à época.

O investimento na indústria e em outros setores da economia tem sido bastante forte desde meados de 2009. A trajetória de crescimento gradual da taxa de investimento da economia brasileira, interrompida pela crise, foi retomada com intensidade.

Contudo, mesmos esses investimentos realizados no passado recente, não foram ainda capazes de equacionar o descompasso entre oferta e demanda decorrentes do aquecimento da economia em 2010.

O setor de varejo é talvez o que melhor expressa o atual momento da economia. Nos últimos anos, as vendas ao varejo vêm apresentando elevadas taxas de crescimento, que são ainda maiores quando consideramos o varejo ampliado, que inclui as venda de automóveis e de material de construção.

O desempenho do mercado de trabalho também é um sinalizador de quão dinâmica está a economia. Os últimos anos têm sido marcados por contínuo incremento dos postos de trabalhos e, conseqüentemente, redução da taxa de desemprego. Postos de trabalhos têm sido criados em

todos os segmentos econômicos, com destaque para o setor da construção civil e de serviços. E diferentemente de outros ciclos de crescimento, observamos agora significativa expansão do emprego formal, em detrimento da informalidade.

Contudo, há evidências de que alguns segmentos econômicos já enfrentam o desafio de encontrar profissionais, principalmente aqueles que demandam mão de obra mais qualificada. Mas esse fenômeno é observado também em segmentos como a construção civil, que tradicionalmente demandam mão de obra de menor qualificação.

O bom desempenho do mercado de trabalho tem se refletido também no aumento do rendimento médio real do trabalhador. A maioria das categorias profissionais tem conseguido reposição salarial acima da inflação, acompanhando os ganhos de produtividade auferidos pelos respectivos segmentos, o que é um fato positivo. Contudo, em alguns casos, principalmente onde a demanda por mão de obra está mais intensa, essa reposição tem sido bem acima da inflação. Superior, inclusive, aos ganhos de produtividades auferidos pelo segmento, o que requer atenção, pois adiciona pressão na dinâmica dos preços.

Esse cenário de crescimento tem contribuído para a melhoria dos indicadores sociais e do padrão de vida das famílias, notadamente das mais pobres. Isto permitiu, inclusive, a ampliação e a consolidação do mercado de consumo doméstico.

A propósito, o próprio crescimento do setor de varejo que mencionei há pouco é explicado, em grande parte, pela expansão da massa salarial, fruto da combinação do incremento do rendimento médio real e do aumento do número de postos de trabalhos.

\*\*\*\*\*

O resultado do Produto Interno Bruto divulgado há poucas semanas resume todo esse cenário que acabei de descrever. A economia brasileira em 2010 cresceu 7,5 por cento, a maior taxa de crescimento desde 1986.

Mas é preciso estar atento: a atividade econômica se manteve aquecida durante todo o ano passado. Isto gerou desequilíbrios, com a produção doméstica não sendo capaz de se expandir no mesmo ritmo que a demanda interna.

Felizmente, a solidez da nossa economia permitiu que esse descompasso, mais acentuado em alguns setores, fosse reduzido por meio da oferta externa, sem que observássemos vulnerabilidades relacionadas a balanço de pagamentos que, em décadas passadas, assolaram nossa economia.

\*\*\*\*\*

Contudo, o mundo não cresce no mesmo ritmo da economia brasileira. Precisamos analisar o que esse quadro mais complexo que o usual implica para a nossa política econômica.

\*\*\*\*\*

Sabemos que há uma fragilidade da recuperação global e uma assimetria de crescimento entre países avançados e emergentes.

O mundo hoje cresce em três velocidades.

A Europa ainda não conseguiu retomar uma rota de crescimento sustentável e uniforme entre países com maior produtividade e os outros. O Reino Unido enfrenta um cenário adverso, com baixo crescimento e inflação em alta, acima dos padrões usuais no seu regime de meta para a inflação. Algumas economias periféricas da zona do euro ainda não conseguiram sequer solucionar as causas da crise financeira de 2008, enfrentando ainda fragilidades nos seus sistemas financeiros. Essas e outras economias convivem agora também com incerteza quanto à sustentabilidade de suas dívidas soberana e privada.

A economia norte-americana, que representa parcela expressiva da demanda e da riqueza global, apresenta agora sinais mais claros de recuperação. Mas essa recuperação exigiu a adoção de

medidas não convencionais no âmbito da política monetária, ampliando, de forma significativa, a liquidez no mercado internacional. E mais do que isso, o crescimento ainda não está se refletindo no seu mercado de trabalho, que continua com um nível de desemprego elevado.

As economias emergentes, por sua vez, rapidamente saíram da crise e, de forma geral, apresentaram bom desempenho em 2010. Contudo, agora enfrentam o desafio de moderar o ritmo do seu crescimento, principalmente, diante da escalada dos preços de commodities e da inflação.

\*\*\*\*\*

Apesar da recuperação ser desigual, o tema da inflação voltou a ser uma preocupação global. Esse comportamento tem sido motivo de amplo debate nos fóruns internacionais de bancos centrais.

Parte da escalada da inflação é consequência da trajetória ascendente dos preços internacionais das commodities agrícolas.

Há vários fatores que podem estar influenciando o comportamento dos preços nas commodities agrícolas, dentre eles:

- a) aumento da demanda de médio-longo prazo nas economias emergentes de maior população, fruto de mudanças estruturais, em especial, incremento da renda e ascensão de classes sociais;
- b) secas e enchentes em importantes produtores e exportadores mundiais de commodities;
- c) ampliação da liquidez financeira internacional, em parte decorrente de políticas monetárias não-convencionais em algumas economias avançadas;
- d) eventual pressão financeira, baseada na expectativa da evolução da oferta e demanda dessas commodities nos próximos anos.

Nenhum desses possíveis motivos atua isoladamente, mas em conjunto podem ajudar a explicar o comportamento recente dos preços dessas commodities.

Por ora, as economias emergentes, notadamente, são as mais afetadas, uma vez que os alimentos têm peso mais elevado nas suas cestas de consumo e se encontram em posição expansão no ciclo econômico. Contudo, a preocupação com a inflação já atinge também economias maduras, não só no componente alimentação mas, sobretudo, mais recentemente, pela pressão dos custos de energia.

\*\*\*\*\*

A crise nos países do Norte da África e do Oriente Médio é outro fator que alimenta as incertezas para a economia global.

Um cenário de redução drástica na produção de petróleo seguido de forte aumento do preço do produto parece pouco provável, embora a recente decisão do Conselho de Segurança da ONU possa trazer consequências sobre outros países da região.

O fato é que o preço internacional do petróleo subiu consideravelmente desde os primeiros movimentos sociais e políticos nessas regiões. E o atual impacto desses movimentos pode ainda estar sujeito a mais surpresas caso grandes produtores não consigam nivelar a oferta global, dada as consequências que isto poderia ter sobre os níveis de inflação e o crescimento econômico mundial.

Esta é uma preocupação cada vez mais presente nas economias maduras pode atrasar o processo de recuperação econômica no pós-crise.

\*\*\*\*\*

Some-se a isso o trágico terremoto, seguido de tsunamis, ocorridos no Japão e ainda os riscos de desdobramentos ainda desconhecidos na oferta de energia nuclear.

Os efeitos desses trágicos eventos ainda são incertos, tanto em relação ao impacto na economia japonesa, quanto para as economias do sudeste asiático e para a própria economia mundial.

No curto prazo e do lado real, é possível que haja uma interrupção momentânea de importantes cadeias de produção, podendo impactar a economia de vários países, em especial, do sudeste asiático. Há ainda, do lado financeiro, a possibilidade de repatriação de ativos japoneses para ajudar o financiamento da recuperação, com impactos, nesse caso, sobre a evolução das taxas de câmbio.

No médio e longo prazos haverá, certamente, um esforço de reconstrução e, talvez, mudança da matriz energética local e global. E isso, provavelmente, resultará em novos impactos sobre os preços das commodities, principalmente as commodities minerais e o petróleo.

A catástrofe no Japão com seus desdobramentos de curto, médio e longo prazos, amplia as incertezas sobre a recuperação da economia global e a evolução dos preços de importantes ativos, sejam eles commodities ou mesmo taxas de câmbio.

\*\*\*\*\*

Em resumo, sabemos que vivemos em uma economia globalizada do ponto de vista real e financeiro. A sua frágil recuperação foi atingida por fortes choques. É preciso integrar essa complexidade maior que no passado para analisar como esses elementos influenciam os cenários domésticos.

É esse um desafio adicional que nos é colocado.

\*\*\*\*\*

O Banco Central do Brasil conduz a política monetária com foco na sua meta, em um cenário atual de extrema complexidade, tanto no contexto doméstico quanto internacional. E isso tem demandado um esforço analítico redobrado, que leve em consideração um espectro mais amplo de variáveis, mais sofisticado do que o usual, integrando a dimensão doméstica e global nos seus aspectos reais e financeiros, presentes e futuros.

No contexto interno, a resposta adequada ao momento atual requer moderação da atividade, a fim de que a trajetória de crescimento sustentável da nossa economia seja mantida e os ganhos da estabilidade econômica não sejam desperdiçados.

Existem elementos subjacentes que apontam para um descompasso entre as taxas de crescimento da oferta e da demanda. Nesse sentido, é importante suavizar o ritmo de crescimento da demanda, para que sejam contidas pressões sobre os preços. Há evidências de que esse processo se encontra em andamento, fruto do conjunto de medidas já tomadas em 2010 e 2011, no âmbito do Banco Central e do Governo Federal.

No contexto externo, a economia global navega em um ambiente de reconhecida complexidade.

\*\*\*\*\*

O Banco Central mantém um monitoramento analítico permanente do quadro externo, incorporando em suas análises o comportamento de importantes variáveis como, por exemplo, os preços do petróleo e das commodities em geral, e a própria dinâmica da economia mundial.

\*\*\*\*\*

Naturalmente, sabemos que no passado recente a dinâmica inflacionária brasileira tem sido impactada pelo comportamento dos preços internacionais das commodities. Porém, esse não é o único fator que explica a inflação corrente. Sem pretender ser exaustivo, há outros fatores que merecem ser destacados. Vou referir-me a dois.

Primeiro, uma concentração atípica de choques de preços no início de 2011. Por um lado, em preços administrados, como as tarifas de transportes públicos. Por outro, em preços de alimentos

in-natura, decorrentes principalmente de efeitos climáticos adversos, como as chuvas excessivas que atingiram diversas regiões do País.

Segundo, uma pressão de preços no setor serviços. Trata-se de um efeito que não é exclusivo do momento atual, mas que vem persistindo já há algum tempo. É consequência, em parte, de uma mudança estrutural da nossa economia. Fruto inclusive do aumento da renda média do trabalhador e da ascensão de classes sociais, que passaram a consumir serviços antes inacessíveis.

A propósito, a literatura e a experiência internacional indicam que, em economias com elevadas taxas de crescimento, a produtividade no setor de serviços tende a crescer mais lentamente do que em setores sujeitos à disciplina imposta pela concorrência internacional. Por conseguinte, a inflação de serviços tende a ser maior do que a média da inflação na economia.

No Brasil, entretanto, os desvios da inflação de serviços em relação à média, além de significativos, têm se alargado, o que constitui fonte de preocupação em relação à dinâmica da inflação. Nesse contexto, temos que refletir sobre a nossa agenda de ganhos de produtividade, focando também no setor de serviços, para diminuir custos, reduzir a inflação e aumentar a nossa competitividade. Os programas do Governo em matéria de investimentos em capital físico e humano vão nesse sentido.

\*\*\*\*\*

Assim como pensamos no longo prazo e na influência da economia global, temos nossa responsabilidade com o curto prazo e nossa economia. Aqui, cabe às ações convencionais de política monetária garantir que pressões inflacionárias de curto prazo não se propaguem para horizontes de mais longo prazo. E principalmente, que pressões pontuais não contaminem o conjunto de preços da economia.

Foi com esse entendimento que o Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil aumentou a taxa básica de juros da economia em um ponto percentual nas suas duas últimas reuniões, dando sequência ao processo de ajuste monetário com objetivo de convergência da inflação para o centro da meta, qual seja, 4,5% ao ano.

\*\*\*\*\*

Nos próximos meses, afora a ocorrência de choques, que por natureza são imprevisíveis, o cenário central com o qual trabalhamos no Banco Central aponta que, a partir do segundo trimestre, a inflação mensal tende a se deslocar para níveis compatíveis com o centro da meta para a inflação.

No entanto, a inflação acumulada em 12 meses tenderá a permanecer em patamares mais elevados até o terceiro trimestre deste ano, por dois motivos:

Primeiro, em decorrência de um efeito estatístico (efeito-base) em 2010. A inflação observada entre junho e agosto de 2010 foi atipicamente baixa, ao redor de zero. Nesse sentido, mesmo que os índices de junho a agosto de 2011 se posicionem em patamares compatíveis com uma inflação anual de 4,5% ao ano, como estarão substituindo percentuais atipicamente baixos observados no ano passado, elevarão a inflação acumulada em 12 meses. Trata-se, portanto, de um efeito estatístico.

Segundo, a inflação neste e nos próximos meses ainda estará sendo negativamente impactada pela inércia decorrente da elevada inflação observada em 2010, que foi 5,91 por cento, em particular, no último trimestre, que foi de 2,23 por cento. A propósito, desde agosto de 2010, os preços internacionais das commodities começaram a subir fortemente. Nos últimos 9 meses, por exemplo, o índice de commodities agrícolas variou mais de 70 por cento. Trata-se, portanto, da inércia trazida do segundo semestre de 2010.

\*\*\*\*\*

Como já expressado pelo Banco Central em outras oportunidades, a partir do último trimestre de 2011, a inflação acumulada em 12 meses tende a deslocar-se na direção da trajetória de metas.

\*\*\*\*\*

As medidas adotadas pelo Banco Central do Brasil e pelo Governo Federal nos últimos meses para combater a inflação não encontram paralelo em outras economias, sejam elas economias emergentes ou avançadas.

\*\*\*\*\*

O contexto global traz outro desafio conhecido. O Brasil, como outras economias emergentes, vem observando, ao longo dos últimos anos, um influxo contínuo de capitais estrangeiros.

Esses recursos têm um componente estrutural: são fruto da melhoria de nossos fundamentos e contribuem para aumentar nossos investimentos e nossa produtividade.

Esses fluxos têm também um componente conjuntural: o Brasil tem uma perspectiva de crescimento para os próximos anos extremamente positiva.

Porém, mais recentemente, em um contexto de elevada liquidez nos mercados internacionais e um cenário ainda de incertezas nas economias maduras, o componente conjuntural aumentou de maneira talvez excessiva.

O excesso de entrada de capitais pode contribuir para um crescimento não sustentável do crédito interno e originar pressões inflacionárias, agravando o impacto da elevação nos preços das commodities internacionais.

Parte desse influxo excessivo tem sido absorvido no contexto de uma política de acumulação de reservas, cujo objetivo é lidar com o excesso, reduzir a volatilidade excessiva da taxa de câmbio sem, no entanto, influenciar sua tendência estrutural.

Essa política de acumulação de reservas tem sido combinada com uma política de esterilização de seus impactos monetários, o que tem permitido ao Brasil manter a autonomia da política monetária em relação ao resto do mundo, graças, sobretudo, à profundidade do nosso sistema financeiro.

\*\*\*\*\*

Neste momento, julgo importante compartilhar com Vossas Excelências o entendimento que temos no Banco Central sobre o processo de acumulação e o nível de reservas internacionais.

Inicialmente, gostaria de lembrar que as reservas internacionais representaram um importante colchão de segurança e proteção da economia brasileira no auge da crise financeira internacional de 2008. Elas não só impediram que as intensas turbulências vivenciadas pelos sistemas financeiros de importantes economias maduras afetassem o nosso Sistema Financeiro Nacional, como contribuíram, de forma pragmática, para restabelecer as linhas de financiamento do comércio exterior. E isso foi essencial, não só para evitar a interrupção abrupta da atividade econômica naquele momento, principalmente no segmento exportador. Mas contribuiu também de forma decisiva para que o Brasil retomasse rapidamente a rota de crescimento econômico.

No início da crise financeira internacional de 2008, o Brasil detinha US\$ 205 bilhões. Esse montante à época foi suficiente para evitar o contágio, seja por causa das características da crise de 2008, seja pela estrutura e inserção internacional da economia brasileira naquele momento. Usamos esses recursos para suprir os nossos exportadores com a necessária liquidez que havia sido interrompida brutalmente em âmbito internacional.

Atualmente possuímos mais de US\$ 310 bilhões. Contudo, nossa economia hoje é muito mais robusta; pujante. A inserção internacional da economia brasileira hoje é diferente; é mais profunda em todas suas dimensões – econômica, financeira e comercial. O fluxo de capitais é mais intenso, em ambas direções. Ao mesmo tempo em que recebemos maciços investimentos estrangeiros, nossas empresas hoje prospectam e realizam importantes investimentos em outros

países. E todo esse cenário tende a se intensificar nos próximos anos como consequência das excepcionais perspectivas de crescimento econômico que hoje o Brasil apresenta e do inevitável interesse e necessidade de expansão internacional das empresas brasileiras.

Nesse contexto, a perspectiva é de que o volume de reservas internacionais continue crescendo. Não só para acompanhar o nosso crescimento econômico que, por si só, demandaria o incremento das nossas reservas internacionais em termos absolutos para manter o mesmo nível relativo que hoje possuímos. Mas principalmente para acompanhar o aprofundamento da nossa inserção internacional.

Trata-se de uma tendência natural, inevitável e necessária para dar suporte e sustentabilidade a esse processo de inserção que almejamos.

Seguindo essa mesma orientação, importantes economias emergentes mantêm volumes significativos de reservas internacionais<sup>1</sup>.

China: 49% do PIB

Coréia do Sul: 32% do PIB

Rússia: 33% do PIB

Índia: 21% do PIB

Hong Kong: 116% do PIB

Cingapura: 105% do PIB

Os nossos mais de US\$ 310 bilhões de reservas internacionais representam cerca de 15% do PIB, nível bem inferior ao observado nas principais economias emergentes.

E o incremento das nossas reservas internacionais desde 2008 tem apenas acompanhado a evolução do nosso passivo externo e dos ativos brasileiros no exterior, mantendo-se praticamente inalteradas em relação ao Produto Interno Bruto da economia brasileira.

Outra lição da crise financeira é que o volume das reservas deve ser tal que não paire qualquer dúvida quanto à capacidade da nossa economia de enfrentar qualquer turbulência. Em momentos de crise, a aversão ao risco e a fuga para a segurança predominam. As reservas internacionais funcionam como um seguro.

Há aqui uma sutileza: não existe na literatura e na experiência internacional, algo como “nível ótimo de reservas”. Claro, existem muitas comparações importantes: com o nível de importações, com a dívida bruta, com uma parte desta como a dívida de curto prazo, com o estoque de ativos detido por não-residentes, entre outros. O que observamos é um resultado mais pragmático: quando o nível de reservas é percebido como robusto, menor a necessidade de utilizá-las.

Como entramos na crise de 2008 com um volume considerável de reservas, para aquele contexto econômico, não precisamos utilizar mais do que uma fração para enfrentar as pressões daquele momento. Se o montante de reservas fosse um pouco menor, talvez tivéssemos que ter usado um volume muito maior do que de fato usamos.

Não podemos esquecer também que reservas internacionais apresentam inúmeras outras externalidades positivas. Entre elas, o fato de contribuir para a redução dos prêmios de riscos, tanto do governo, quanto de todos os agentes e empresas privados. Estamos falando aqui de uma redução de custos significativos, que afetam toda a sociedade brasileira, e que raramente são associados às nossas reservas internacionais.

\*\*\*\*\*

---

<sup>1</sup> Essas informações foram extraídas do seguinte documento: CECCHETTI, Stephen. "Alternatives to self-insurance". Remarks prepared for the Swiss National Bank - International Monetary Fund High Level Conference on the International Monetary System - Hotel Baur au Lac, Zurich - 11 May 2010. (<http://www.bis.org/speeches/sp100512.pdf>)



Soma-se a esse contexto as perspectivas de ingresso de divisas decorrentes da exploração da camada do Pré-Sal, o que requer uma abordagem específica, distinta do processo de absorção de excedentes descritos acima que resultam na acumulação de reservas internacionais. E o instrumento adequado, nesse caso, é o Fundo Soberano Brasileiro (FSB) criado e constituído para esta finalidade.

\*\*\*\*\*

Feita essa reflexão sobre o processo de acumulação e o nível das reservas internacionais, retorno ao contexto conjuntural, onde observamos um contínuo e intenso influxo de capitais estrangeiros.

Por mais que o Banco Central intensifique a esterilização da sua política de acumulação de reservas, sempre há uma parcela desses recursos que permanece no mercado. E esta parcela vinha ampliando-se nos últimos meses, alimentando uma expansão preocupante do mercado de crédito (de consumo), correndo o risco de propiciar o surgimento de excessos e distorções exageradas nos preços de ativos (inclusive da taxa de câmbio).

\*\*\*\*\*

É nesse contexto que se inserem as medidas macroprudenciais adotadas pelo Banco Central desde dezembro de 2010, cujo objetivo é garantir a solvência, solidez e principalmente a estabilidade do Sistema Financeiro Nacional a curto, médio e longo prazos.

Não obstante as medidas individualmente já serem conhecidas e adotadas, não só pelo Brasil, mas por vários bancos centrais ao redor do mundo há muito tempo, foi durante as reflexões sobre as causas da crise de 2008 que esse conjunto de medidas foi cunhado como “medidas macroprudenciais”. As medidas macroprudenciais visam complementar a regulação prudencial. Isto porque, a crise de 2008 evidenciou que a regulação prudencial tinha muitas características essencialmente micro-econômicas, focadas na solvência individual de cada instituição financeira. E isso não foi suficiente para garantir a estabilidade do sistema financeiro. Nesse sentido, surgiu o enfoque complementar à regulação prudencial, denominado regulação macroprudencial, cujo objetivo é garantir o equilíbrio geral, a estabilidade do sistema financeiro como um todo. E não somente adoção de regras de funcionamento prudente para garantir a solvência de uma única instituição financeira.

No caso do segmento de crédito, identificamos a necessidade de mitigar riscos em algumas modalidades de crédito ao consumo, cuja dilatação demasiada dos prazos implicava aumento excessivo do risco e, em alguns casos, com estrutura de garantia incompatível. Nesse caso, as medidas macroprudenciais não atingiram as operações de crédito à pessoa jurídica, nem tampouco ao investimento produtivo, as quais vêm crescendo a um ritmo adequado, com estruturas de garantias compatíveis.

O Banco Central agiu também para corrigir um desequilíbrio na atuação das instituições financeiras no mercado de câmbio. Ao longo de 2010, observamos um forte crescimento na posição vendida de câmbio à vista agregada das instituições financeiras. Entendemos que manter posições no mercado futuro de câmbio é desejável, como forma de proteção das respectivas carteiras referenciadas em moedas, mitigando assim potenciais riscos à estabilidade financeira. Contudo, apesar da posição individual das instituições financeiras estar adequada, a posição agregada estava superdimensionada em relação ao tamanho do mercado de câmbio à vista.

Nesse sentido, como medida prudencial, em janeiro deste ano o Banco Central estabeleceu a cobrança de um depósito compulsório sobre a posição vendida de câmbio no mercado à vista.

Os efeitos dessa medida já se fazem presentes. A posição vendida agregada de câmbio no mercado à vista como um todo já foi reduzida de US\$ 17 bilhões de dólares no final de 2010 para menos de US\$ 7 bilhões.

O Banco Central continuará monitorando os impactos das nossas medidas e fará os ajustes que forem necessários para evitar que se configure uma situação de desequilíbrio.

\*\*\*\*\*

Não obstante ter como objetivo assegurar a estabilidade do sistema financeiro, o Banco Central reconhece que tais medidas macroprudências afetam também a demanda agregada, contribuindo, de forma indireta, com os objetivos da política monetária. A propósito, julgo importante lembrar que o mercado de crédito há 10 anos representava menos de um quarto do produto interno bruto. Hoje representa quase metade do PIB, e ao beneficiar milhões de cidadãos e empresas, o mercado de crédito é um canal mais efetivo e potente de transmissão da política monetária.

\*\*\*\*\*

Excelentíssimos Senadoras e Senadores

O Brasil encontra-se em um momento de grandes oportunidades.

Temos hoje uma credibilidade estabelecida e uma participação ativa nos fóruns de elaboração dos novos parâmetros da arquitetura macroeconômica e financeira da economia mundial.

Temos fundamentos macroeconômicos sólidos, fruto do nosso tripé de política econômica e um arcabouço financeiro e regulatório robusto, que permitiu-nos atravessar com sucesso a mais séria crise internacional desde 1929.

Nosso modelo de desenvolvimento mostra grandes virtudes pela sua preocupação com o crescimento econômico, financeiro, integração social, equilíbrio ambiental e sustentabilidade institucional, sem que isso minimize os nossos grandes desafios em matéria de investimento nas dimensões física e humana.

Vemos grandes oportunidades na provável nova configuração da economia global em termos de comércio, investimentos diretos e internacionalização de nossas empresas, inclusive do setor financeiro, apesar dos fatores de incerteza que já foram mencionados.

O Banco Central, nesse contexto, deve propiciar aos agentes econômicos e à sociedade um quadro presente e prospectivo de estabilidade de preços e financeira, usando para isso o conjunto de instrumentos monetário e regulatório, com tempestividade, determinação, perseverança e discernimento.

Os efeitos da política monetária em curso, da consolidação fiscal e das medidas macroprudenciais, que visam assegurar a estabilidade financeira, mas também impactam a demanda agregada, combinados farão, tenho certeza e confiança, convergir a inflação para o centro da meta.

\*\*\*\*\*

Obrigado.