



BANCO CENTRAL DO BRASIL

V ENCONTRO NACIONAL FENAPREVI

4 de fevereiro de 2012

Reflexos Regulatórios para os Investimentos no Brasil e outras conseqüências da Instabilidade Financeira da Europa no Mercado Financeiro e Securitário para 2012

Luiz Awazu Pereira da Silva

Diretor de Regulação do Sistema Financeiro, Assuntos Internacionais e Gestão do Risco
Corporativo

Para abordar os reflexos regulatórios para os investimentos no Brasil e as conseqüências da instabilidade financeira da Europa, eu vou voltar um pouco atrás, para examinar, primeiro, o lado prudencial-regulatório da crise financeira internacional; segundo, o lado fiscal da instabilidade financeira internacional; terceiro, as conseqüências da atual instabilidade financeira sobre o Mundo; quarto, sobre o Brasil. Em seguida, quero falar sobre uma primeira lição da crise financeira internacional: prevenir é melhor que curar, destacando a importância da regulação e da supervisão do sistema financeiro; finalmente, uma segunda e também importante lição da crise é que é necessário garantir simultaneamente a estabilidade macroeconômica e financeira.

1. O lado prudencial-regulatório da crise financeira internacional

Dizer que a instabilidade financeira internacional não apareceu subitamente com o evento Lehman é, hoje, lugar-comum. Os elementos constituintes da crise global foram detectados por vários economistas e gradualmente enfraquecendo o sistema financeiro das economias avançadas ao longo das últimas duas décadas. Os primeiros alertas não foram dados pelas eternas Cassandras de plantão. Vieram de análises mais tradicionais que viam preocupante fragilidade na dinâmica global de crescimento pré-crise com geração de desequilíbrios elevados de conta corrente. A deficiência de poupança doméstica (leia-se o excesso de consumo) era compensada por uma elevação de dívida doméstica e financiamentos externos. É bem verdade que, como não poderia deixar de ser entre economistas, havia um debate acalorado.



BANCO CENTRAL DO BRASIL

- De um lado, a visão benigna focava no lado comercial: os desequilíbrios traduziam simplesmente o andar das vantagens comparativas comerciais. E era um “win-win”, resultando na possibilidade de aquisição, pelos financiadores superavitários emergentes, de ativos principalmente soberanos e de baixo risco, dos países avançados deficitários, permitindo um financiamento mais barato do seu desenvolvimento. Em algum momento, gradualmente, o efeito Harrod-Balassa-Samuelson corrigiria esses desequilíbrios, o câmbio real se aprecia, alguns consomem menos outros poupam mais, etc..
- De outro lado, a visão maligna focava nas conseqüências financeiras: a acumulação de desequilíbrios elevados entre países sistêmicos, fruto de comportamentos distintos de consumo-poupança e investimento, levaria à elevação dos riscos financeiros e econômicos. Por quê? As aplicações do excesso de poupança, os ativos adquiridos não seriam tão seguros. O excesso de crédito (e o correspondente excesso de alavancagem) provocaria uma vulnerabilidade crescente dos balanços financeiros. Nem os investimentos realizados, nem os patamares de consumo atingidos seriam tão rentáveis e sustentáveis. Ou seja, não haveria tempo para auto-correção do lado real. Em algum momento, e desta vez subitamente, a lógica de Minsky-Roubini desses desequilíbrios resultaria em uma crise.

Mas nem a visão mais maligna antevia a seriedade e rapidez do que de fato aconteceu. Talvez porque outros elementos potencializaram as fragilidades financeiras:

- A precificação do risco nos sistemas financeiros das economias avançadas confiou na capacidade de diluição do risco individual através da crescente sofisticação dos instrumentos financeiros (e.g., utilizando todas as letras do alfabeto nas nomenclaturas de derivativos cada vez mais complexos, etc.). Usou modelos de distribuição do risco com hipóteses gaussianas, usuais para simplificar o cálculo, mas que não levavam em conta efeitos sistêmicos, nem tampouco como se repercutiria eventos de cauda (o “cisne negro” de Nassim Taleb) em ambientes financeiros altamente interconectados, alavancados e globalizados.
- Em um contexto onde a inflação nos países avançados estava sob controle, o período da “Grande Moderação”, o combate a choques recessivos (bolha da internet, 11 de Setembro, etc.) se deu com a manutenção por período prolongado de taxas de juros baixas e estáveis; é muito debatido (“*lean against*



BANCO CENTRAL DO BRASIL

vs clean after”) se isto não foi um incentivo adicional para tomada de riscos excessivos.

- E sobretudo, houve enfraquecimento da supervisão e da regulação; o consenso analítico vindo dos anos 90 sobre a eficiência dos mercados (inclusive financeiro) facilitou um processo, que acabou dominando as economias avançadas (mas não o Brasil), de excessiva confiança na auto-regulação; isso resultou na tolerância de níveis excessivamente baixos de capital, grau elevado de alavancagem, admissão de instrumentos de dívida como capital etc.

Isso tudo acontecia num contexto de opacidade dos balanços (devido exatamente à complexidade dos ativos) que dificultava a supervisão (ela mesma fragmentada e enfraquecida), ausência de mecanismos claros de resolução em caso de falência, incentivos pessoais de remuneração dos operadores para a tomada de risco (o modelo “originate and distribute”), crescimento de um sistema paralelo não-bancário (e não regulado nem supervisionado) de oferta de crédito (“*shadow-banking*”), ausência de registros obrigatórios das operações de derivativos de balcão, concentração acelerada de grandes instituições globais que se tornam “*Too Big To Fail*” ou G-SIFIs, e a reversão legal em 1999 da antiga separação entre bancos de investimento e de depósitos (“*Glass-Steagall*” de 1933).

É difícil ter certeza sobre o que poderia ter evitado a crise global: (a) políticas corretivas dos desequilíbrios macroeconômicos (o “rebalanceamento global” com redução do excesso de consumo financiado por dívida, e o aumento do consumo em países com excesso de poupança “*savings glut*”, a valorização mais acelerada do Remimbi, etc.); ou (b) fortalecimento acelerado do quadro prudencial-regulatório e da supervisão do sistema financeiro global? Provavelmente uma combinação dos dois, com a seqüência adequada, mas sabemos que isso não aconteceu.

Em suma: a crise financeira teve um componente prudencial-regulatório, associado a desequilíbrios reais. A nossa experiência regulatória mostra (voltarei ao tema em seguida) a importância de ter e manter regras prudenciais fortes e uma supervisão atuante.

2. A segunda fase da crise: o lado fiscal da instabilidade financeira internacional

Se poucos tinham alertado para as crescentes fragilidades financeiras no pré-crise, muitos tinham estudado a espiral depressiva da Crise de 1929 nos textos canônicos friedmanianos. Conheciam a importância da resposta tempestiva de política para



BANCO CENTRAL DO BRASIL

evitar que problemas de liquidez se transformassem em insolvência generalizada. E, de fato, apesar da rapidez de transmissão e da magnitude da fase aguda da crise, as respostas de política foram imediatas, acordadas (localmente nos parlamentos e globalmente no G20) e sem precedentes pelos governos e bancos centrais, no campo das políticas monetária e fiscal. Zerou-se o custo do financiamento de curto prazo fornecido pelos bancos centrais sistêmicos e transferiu-se para o balanço do setor público um conjunto de ativos privados problemáticos. A expectativa era de que essa limpeza nos balanços permitisse a retomada progressiva da oferta de crédito e que multiplicadores e aceleradores restabelecessem o nível de atividade nas economias avançadas. E para sacudir os “espíritos animais” dos investidores, ampliou-se a demanda com uma extensão super-keynesiana de impulsos fiscais muito além dos estabilizadores automáticos presentes em todas as economias avançadas.

Evitou-se o pior, a repetição da Grande Depressão dos anos 1930. E isso talvez seja só plenamente reconhecido pelos historiadores por tratar-se de um não-evento. Mas será debatido se não foi uma típica vitória de Pirro. Por quê?

Apostava-se no papel dos multiplicadores (da despesa pública e do crédito) e no acelerador financeiro. Não se sabia como iriam reagir os “espíritos animais” dos agentes, muitos desempregados e, mesmo que tentando se desalavancar, ainda com encargos pesados de dívidas pessoais ou até tecnicamente falidos pelas perdas em bolsas (efeito riqueza) e pela redução considerável de suas contas 401K e preocupados com as suas aposentadorias. O que iria prevalecer? O espírito weberiano-confuciano de cautela e poupança ou o otimismo curto-prazista consumista?

No início, pareceu ser o segundo. Houve uma retomada que despertou certo otimismo. Mas foi-se enfraquecendo com o tempo. Começaram a pesar: desemprego, patrimônio negativo, renda esperada no longo prazo, etc. E bancos e firmas com balanços líquidos e fortalecidos não ofertavam novos empregos ou novos créditos. A liquidez se empoçava mas não ia para o consumidor. E não era possível reduzir-se o custo nominal do dinheiro, pois já estávamos no piso de taxas de juros zeradas. Ironicamente, os impasses políticos nas economias avançadas sobre aumentos de estímulos fiscais resultaram em uma nova escolha: medidas monetárias não-convencionais que forneciam ainda mais liquidez aos agentes em troca de vários tipos de ativos, o agora famoso “*quantitative easing*” ou QE.

É possível que as rodadas de QE, pela liquidez adicional assim gerada num contexto de fraco crescimento real, tenham criado um círculo perverso e não-intencional: incentivaram aplicações em um conjunto de instrumentos financeiros que elevaram



BANCO CENTRAL DO BRASIL

preços de commodities e particularmente o petróleo, com efeitos negativos sobre a renda e a confiança dos consumidores.

A retomada de uma forte inflação de commodities no final de 2010 teve também o efeito de ensejar uma atenção redobrada em relação a vários países emergentes, até então os grandes contribuintes para o crescimento global. Com economias já aquecidas pela sua própria recuperação, estes optaram por ajustes de políticas que moderaram o seu crescimento para controlar a sua inflação.

Enquanto isso, deteriorava-se a situação fiscal de várias economias avançadas, com elevados déficits orçamentários e dívidas públicas em trajetória insustentável, consequência dos esforços fiscais dos governos para evitar o colapso dos respectivos sistemas financeiros e da própria queda de receitas. O baixo crescimento global agravou a situação fiscal nas economias avançadas e modificou a percepção do risco de suas dívidas soberanas. Essa mudança de percepção começou com o caso óbvio da Grécia, mas rapidamente contaminou os casos semelhantes (Portugal e Irlanda). Não ajudou em nada a série de eventos bruscos e negativos no meio de 2011, envolvendo uma técnica (o *“debt ceiling”* nos EUA), mas revelando problemas políticos que dificultariam ajustes fiscais de médio prazo nos EUA, seja pelo lado da despesa, seja pelo lado da receita. E veio o *“downgrading”* dos EUA. Os efeitos da inerente prociclicidade dos mercados e agências de rating fizeram o resto, com Espanha, Itália e até França sendo contaminadas. É claro que o velho debate mundelliano sobre se a Zona do Euro é ou não ótima e viável monetariamente sem federalismo fiscal reacendeu, ajudado pelo complexo arranjo institucional na Europa que se revelava impotente em posicionar-se *“ahead of the curve”*. Naturalmente, pelo carregamento nos balanços dos bancos europeus – e como não poderia deixar de ser – de títulos soberanos dos seus próprios países, a desconfiança atingiu o sistema financeiro europeu e, com o passar do tempo e a ausência de uma solução, foi-se intensificando. Os prêmios de risco sobre ativos e seus CDS aumentaram; as condições de liquidez se deterioraram, as interconexões entre bancos (inclusive do outro lado do Atlântico) produziram elevada volatilidade num mercado sem informações confiáveis sobre contrapartes. E isso tudo em um contexto onde se debatia a sinalização a ser dada pelo Banco Central Europeu ou BCE: *“to be or not to be”* o prestador de última instância, aceitar ou não a dominância fiscal?

O resultado mais evidente desse contexto foi a rápida e inexorável deterioração do crescimento a partir de Agosto-Setembro de 2011.

Em suma: a segunda fase da crise financeira teve um componente fiscal-dívida pública, associado a *“political economy”* nos EUA e na Zona do Euro, que potencializaram



BANCO CENTRAL DO BRASIL

problemas bem conhecidos por nós. Não se sai tão rapidamente de crises de sobreendividamento das famílias e dos países. Era esse componente estrutural com viés contracionista e desinflacionário que foi lembrado por nós, desde o 2º e 3º trimestres de 2011 e que acabou tornando-se realidade palpável de maneira mais brusca do que antecipado por alguns.

3. As conseqüências da atual instabilidade financeira sobre o Mundo

Onde estamos nesse começo de 2012? Mais do mesmo ou luz no final do túnel? Os mercados estão mais otimistas. Os agentes institucionais internacionais, FMI, BIS, G20 etc., mais circunspectos.

- De um lado, há sinais pontuais de melhora no sentimento de mercado e nos indicadores de atividade nos EUA. Há também o início de mudanças institucionais na governança fiscal na Europa com sinalizações de compromissos fiscais mais “federativos” e fortes (vide as recentes Cúpulas da União Européia).
- Mas de outro lado, há indícios de fragilidade na recuperação americana (e.g., consumo movido a queda na poupança das famílias; redução do desemprego resultando do aumento do desalento). Houve o rebaixamento da classificação de risco da dívida soberana de nove países da Zona do Euro, inclusive França. Está havendo a confirmação de uma desaceleração na China, onde saber se o pouso é suave ou não depende muito da qualidade das estatísticas. E não há (até o momento onde escrevo, 3 de Fevereiro) solução para a tragédia grega, onde o aumento do montante do “*haircut*” sobre a dívida detida por agentes privados (o PSI) parece produzir um efeito de contágio negativo sobre o prêmio de risco dos outros PIGS.
- Há ainda indícios de um processo de desalavancagem mais abrupta nas economias avançadas. A deterioração das condições de financiamento e a necessidade de (re)capitalização dos bancos europeus, inclusive diante das novas diretrizes do EBA sobre capital regulamentar mínimo, podem levá-los a intensificar ainda mais o seu processo de desalavancagem, implicando em redução da oferta de crédito na Europa e alienação de ativos em outros mercados.

Mas também notáveis têm sido os sinais dados pelos bancos centrais das economias avançadas de que não vão medir esforços para viabilizar a recuperação. Com isso,



BANCO CENTRAL DO BRASIL

estão ancorando nas perspectivas dos agentes um período ainda mais prolongado de juros baixos e estão tentando mitigar problemas de liquidez e solvência nos seus sistemas financeiros. Essas iniciativas têm tido reflexos sobre os mercados de dívida soberana (e.g., Itália e Espanha). Esse desdobramento pode ser claramente visto nos recentes anúncios do FED e na possibilidade de maior provimento de liquidez do BCE na Zona do Euro através do LTRO de três anos.

Em suma: a economia mundial continua a enfrentar período de incerteza acima da usual, com um cenário de bifurcação: ainda existe a possibilidade de eventos de crédito e de deterioração mais pronunciada nas perspectivas para a atividade, o que está provocando revisões para baixo de projeções (como as do FMI e do Banco Mundial). Os riscos para a estabilidade financeira global continuam elevados, em um contexto em que não há completo mapeamento dos riscos de contraparte. Mas existe uma nova e forte possibilidade de aumento da liquidez global, resultado dos programas do BCE e da nova postura do FED.

4. As conseqüências da atual instabilidade financeira sobre o Brasil

Quais são os efeitos possíveis sobre o Brasil? Os canais clássicos de transmissão de choques externos seriam pela oferta de crédito externo, pelo nível da demanda externa por bens e serviços domesticamente produzidos, pelos investimentos externos, pela via do câmbio, ou seja, pela restrição de divisas, de moedas plenamente conversíveis e pelo canal das expectativas, os nossos próprios “espíritos animais”.

Seria imprudente partir do pressuposto que não sofremos nenhum efeito. Mas podemos afirmar que:

- Os efeitos podem ser gerenciados minimizando o seu impacto sobre a nossa estabilidade macroeconômica e financeira. Por quê? Essencialmente por causa dos sólidos fundamentos que a economia brasileira apresenta hoje. (1) O nosso sistema financeiro é sólido, bem regulado, bem supervisionado; seu nível de capitalização é elevado, com fraca exposição a ativos europeus; temos baixo nível de alavancagem e elevado nível de provisionamento; não somos dependentes de funding externo; e nosso regime de subsidiarização de bancos garante nossa autonomia para termos resolução de qualquer problema bancário em nossa jurisdição. (2) Temos uma demanda doméstica crescendo de forma adequada na fase atual do ciclo. (3) Não temos observado qualquer mudança significativa da aversão ao risco, mesmo no contexto atual, com a



BANCO CENTRAL DO BRASIL

manutenção de fluxos positivos e das rolagens de nossas linhas de financiamento externo.

- Estamos preparados para enfrentar os desafios advindos do cenário externo, e temos a vantagem da experiência da primeira fase da crise de 2008-2009. Desde 2008, vimos construindo importantes linhas de defesa: as reservas internacionais e os depósitos compulsórios, mostraram-se importantes colchões de liquidez capazes de absorver choques advindos da crise financeira internacional.

Por exemplo: em relação ao crédito externo, o que percebemos é que a crise elevou moderadamente o custo médio de financiamento externo, mas não provocou escassez de crédito externo. Estamos monitorando diariamente o comportamento dessas linhas. Nos fluxos de capital estrangeiro houve desaceleração, mas o ingresso líquido positivo se manteve. E estamos vivendo um certo otimismo de mercado, em janeiro de 2012, o ingresso líquido no mercado de câmbio total já atingiu US\$6,5 bilhões. A evolução das reservas internacionais do Brasil mostrou-se estável, em torno de USD 354 bi.

Com relação à liquidez agregada do sistema financeiro nacional, ela segue tendência de alta, atingindo o patamar de R\$ 450 bilhões de ativos líquidos em dezembro do ano passado. Podemos destacar ainda a boa qualidade da carteira de ativos líquidos, majoritariamente compostos por títulos públicos federais. E no que se refere às captações, o que temos acompanhado é uma estabilidade histórica dos depósitos à vista, de poupança e judiciais nos saldos agregados das instituições, favorecidas pela baixa concentração das carteiras e pela garantia do FGC aos clientes de varejo. O crescimento do crédito livre foi de 20,2% em 2011. As concessões mensais voltaram a crescer em novembro e dezembro últimos e a inadimplência manteve a tendência de queda em dezembro.

Em suma: estamos atravessando essa nova fase da crise de maneira adequada, com impactos previsíveis e previstos. A resiliência da economia brasileira vem de seus fundamentos macroeconômicos, financeiros sólidos e de nossa maior autonomia e tempestividade de política econômica. Os efeitos observados contrastam com o que ocorria no passado, quando choques externos de bem menor intensidade produziam graves efeitos macroeconômicos internos



BANCO CENTRAL DO BRASIL

5. Uma primeira lição da crise financeira internacional: prevenir é melhor que curar, a importância da regulação e da supervisão do sistema financeiro

Lembrei anteriormente a relação entre a fraqueza do quadro regulatório e da supervisão e o aumento da fragilidade dos sistemas financeiros nas economias avançadas. Isso deve servir de lição. Esse arcabouço prudencial-regulatório é essencial para prevenir crises. A experiência internacional, plenamente evidenciada com a crise de 2008, mostra que os custos de resolução de crises financeiras são muito mais elevados que os custos de prevenção.

Dado que o país soube construir defesas suficientes para nos insular dos piores efeitos de uma eventual deterioração aguda do quadro externo, esta é também a ocasião para reforçar ainda mais nossas políticas e nosso arcabouço regulatório, notadamente por meio da implementação do Acordo de Basiléia III. Esse acordo internacional, aprovado em 2010, do qual fomos parte negociadora, visa utilizar as principais lições da crise financeira global de 2008 para:

- Reforçar o nível e a qualidade do capital dos bancos para tê-lo disponível como “amortecedor”, sem necessidade do uso de recursos públicos em caso de nova crise; e
- Criar elementos contracíclicos no processo de acumulação e de utilização de capital pelos bancos para suavizar os ciclos de expansão do crédito ou de sua reversão súbita.

Sabemos pela teoria e pela prática que uma expansão excessivamente rápida do crédito acarreta riscos cumulativos para o sistema financeiro local e, portanto, implica a necessidade de mais capital para cobrir perdas eventuais. A acumulação de mais capital no período de expansão do crédito permite, caso haja uma reversão repentina do ciclo, que esse capital seja utilizado como um amortecedor, sem desencadear os conhecidos episódios de desalavancagem excessiva e contração brusca de crédito (“*credit crunch*”).

Estamos seguros de que será possível implantar as reformas de Basiléia no Brasil nos prazos acordados internacionalmente, implicando um esforço de recapitalização que está dentro das possibilidades do nosso sistema bancário, traduzindo-se em uma oferta interna de crédito sustentável e no fortalecimento da nossa estabilidade.

Da mesma forma que estamos plenamente comprometidos e empenhados com a implementação no Brasil deste acordo internacional, apoiamos a agenda de trabalho



BANCO CENTRAL DO BRASIL

do Comitê de Estabilidade Financeira (o FSB *Financial Stability Board* na sigla inglesa) e do G20 para 2012.

Em suma: regulação e supervisão adequadas são as melhores defesas para prevenir crises financeiras e garantir estabilidade macroeconômica e financeira. A solidez do nosso sistema financeiro comprova esse ponto. Temos um diferencial positivo em relação a outras jurisdições e hoje, muitos aspectos prudenciais-regulatórios do Brasil servem de modelo. Mas podemos e devemos usar a crise como oportunidade de termos um sistema ainda mais robusto, com melhor qualidade de capital com dispositivos e capacidade contra-cíclica. Estamos comprometidos com a implementação dos acordos de Basileia III nesse exato sentido, o que fornecerá uma base sólida de crescimento e dará ainda mais oportunidades para nossas instituições inclusive para sua internacionalização.

6. Uma segunda lição da crise financeira internacional: garantir simultaneamente a estabilidade macroeconômica e financeira

A crise provocou também a atualização teórica e prática do velho debate sobre a melhor maneira de garantir simultaneamente a estabilidade macroeconômica e financeira. No contexto pré-crise, tudo parecia mais simples (mas não era, como mostramos):

- Atingia-se a estabilidade macroeconômica do ponto de vista do objetivo de ter preços baixos e estáveis, pela transmissão da ação de um único instrumento (a taxa básica de juros) sobre o nível de atividade; e atingia-se a estabilidade financeira do ponto de vista da higidez do sistema financeiro através de regras micro-prudenciais que garantissem a liquidez e solvência dos agentes financeiros individuais. Poder-se-ia até (e foi feito em vários países) separar em agências distintas do ponto de vista institucional, a responsabilidade de implementar e atingir esse dois objetivos.
- Em particular, a teoria e a prática da instituição encarregada de implementar a política monetária fortaleceu-se e está bem definida, com resultados e sucesso global, comprovado pelo período de baixa inflação; e os modelos e regime (o regime de metas para a inflação em particular) levavam em conta o importante avanço feito no entendimento dos mecanismos de transmissão de políticas através das expectativas dos agentes econômicos.



BANCO CENTRAL DO BRASIL

O que é que a crise revelou, sem que nada dos avanços teóricos e práticos anteriores fosse invalidado?

- Regras micro-prudenciais aplicadas isoladamente a cada instituição, mesmo que adequadas, podem não refletir o verdadeiro grau de risco sistêmico do conjunto das instituições; é necessário pensar em regras de caráter macro-prudenciais.
- Existe uma interação mais complexa entre a estabilidade de preços e a estabilidade financeira, ainda em estudo pela academia: por exemplo, a primeira pode levar, em circunstâncias particulares, a excessiva assunção de riscos; ou outro exemplo, os instrumentos prudenciais da segunda podem e têm efeitos sobre a atividade e assim sendo, sobre a primeira. Sem que haja substituição entre instrumentos, é simples bom senso verificar que existe complementaridade na sua utilização, em função da fase do ciclo onde se encontra a economia.
- Garantir simultaneamente a estabilidade macroeconômica e financeira torna-se bastante complexo no quadro de uma economia aberta: isso era conhecido, é a impossível trindade mundelliana com um *plus* vindo de Basiléia. Mas torna-se ainda mais complexo com uma situação global (descrita anteriormente) absolutamente anormal e inédita em termos de: (a) disponibilidade de abundante liquidez (os QEs), (b) com perspectivas duradouras de baixo crescimento nas economias avançadas, e (c) com uma avaliação negativa do risco soberano dessas economias (e cadente em termos absolutos e relativos). Ou seja, uma situação onde os “*push-factors*” que movem fluxos de capital têm viés de direcionamento sem precedente em volume e intensidade.

Sabemos por que já o experimentamos no final de 2010 e, sobretudo no início de 2011, que essa situação, apesar da eficácia dos instrumentos de intervenção esterilizada, pode levar a um crescimento excessivo dos preços de ativos nos países recipientes e a tomada de riscos exagerada no mercado de crédito.

Estamos em 2012, atravessando uma situação que é muito semelhante com a de 2011 do ponto de vista de potenciais fluxos de capital, mas é distinta do ponto de vista do ciclo macroeconômico. Porém ela pode e deve ser analisada com o mesmo quadro analítico. A complementaridade dos instrumentos prudenciais e dos instrumentos de gerenciamento da demanda agregada (as políticas monetária e fiscal) pode e deve ser explorada para que todos contribuam para atingir os objetivos de estabilidade macroeconômica e financeira. Como esses instrumentos têm todos eles propriedades



BANCO CENTRAL DO BRASIL

contra e pró cíclicas, faz parte da arte de “*policy-making*” usá-los com a dosagem, sinal, direcionamento e no “*timing*” adequados. É natural usar propriedades contra-cíclicas simultaneamente, mas outras combinações são possíveis se necessário.

Temos o exemplo do primeiro semestre de 2011. Já no início de 2011 prevíamos um cenário internacional complexo o que de fato se materializou com substancial e generalizada deterioração ao longo de 2011. O mix de política macroeconômica adotada a partir do início de 2011 se mostrou adequado e tempestivo. Com o objetivo de conter as pressões inflacionárias e manter a estabilidade dos preços e ainda lidar com múltiplos choques, promoveu-se um processo de ajuste das condições monetárias, aumentando a meta da taxa de juros em 175 pontos base entre janeiro e julho de 2011. O ajuste fiscal promovido no início de 2011 e, principalmente, a ampliação da meta de superávit primário em agosto, no exato momento em que se intensificavam os questionamentos quanto à solvência das dívidas soberanas de importantes economias européias e da própria dívida da economia norte-americana, representaram importantes sinalizações do comprometimento do Governo com a responsabilidade fiscal. Ajustaram-se também os requerimentos de capital para segmentos de maior risco. A utilização do conjunto de instrumentos de política de maneira proativa mostrou-se adequado e alcançou seus resultados. Desde outubro a inflação começou a recuar e, assim, a se deslocar na direção da meta. E estimamos que o crescimento de 2011 situe-se em torno de 3%.

A partir do segundo semestre de 2011, alertamos para o risco maior de desaceleração da economia global e seus reflexos no Brasil: de fato, o crescimento dos últimos dois trimestres foram inferiores ao do produto potencial o que possibilitou maior margem para a atuação da política monetária. As perspectivas de inflação para 2012 para os agentes de mercado estão em torno de 5,3%. Nossa projeção é de 4,7%. Há espaço para uma política de afrouxamento monetário no Brasil, com elevada probabilidade à concretização de um cenário que contempla a taxa de juros se deslocando para patamares de um dígito, sem comprometer o nosso objetivo de trazer a inflação para o centro da meta de 4,5% em 2012.

E para reforçar o nosso mix abrangente de política, foi reafirmada a continuidade da consolidação fiscal. Neste momento, a atenção à solidez fiscal deve ser redobrada. Essa questão não está mais circunscrita à Europa, passando a ser ponto de monitoramento constante dos agentes de mercado em outras economias relevantes. No atual contexto internacional, a situação fiscal brasileira pode ser considerada um dos principais ativos que a nossa economia possui. Nos fóruns internacionais, a experiência brasileira de ajuste das contas públicas ao longo dos últimos anos e de



BANCO CENTRAL DO BRASIL

construção de um arcabouço de monitoramento e disciplina fiscal tem sido apontada como modelo a ser estudado e absorvido pelas economias maduras.

Finalmente, seguindo o mesmo quadro de raciocínio no novo contexto de 2012, importa mencionar que os instrumentos prudenciais-regulatórios (a nossa caixa de ferramentas) são amplos e capazes de atuar na prevenção de vulnerabilidades excessivas no sistema financeiro. Podemos sempre e tempestivamente decidir, sabendo agora da sua eficácia e complementaridade, sobre o mix de medidas micro e macro prudenciais conjuntamente com a calibragem das condições monetárias, para atingir os objetivos de estabilidade macroeconômica e financeira.

7. Conclusão

Apesar das conseqüências negativas da instabilidade financeira da Europa, acreditamos que o Brasil está bem posicionado nessa conjuntura internacional complexa. Estamos almejando e vamos atingir o nosso objetivo de trazer a inflação para o centro da meta. Estamos também trabalhando para consolidar a robustez do nosso sistema financeiro, inclusive com a implementação dos acordos regulatórios globais que devemos ver como oportunidades para o fortalecimento das nossas instituições e para a sua internacionalização.

A estabilidade macroeconômica e financeira está contribuindo para viabilizar os objetivos de longo prazo do país. A demanda por recursos para investimento tende a crescer muito nos próximos anos. Por um lado, há ótimas perspectivas de crescimento no médio e longo prazos; por outro, o próprio crescimento gera uma necessidade de recomposição e ampliação da infraestrutura econômica em transportes, energia, comunicações, equipamentos urbanos etc., demanda que vem-se somar àquela oriunda dos investimentos na extração de petróleo nas reservas recém-descobertas na camada pré-sal.

No contexto onde a economia global será mais competitiva, será fundamental que esses investimentos facilitem o aumento da nossa produtividade. Isso será crucial, especialmente na área de *non-tradables*, serviços, em um contexto onde nossos fundamentos vão embasar o processo e curso de valorização gradual do preço de nossos ativos. Devemos nos esforçar para facilitar os ganhos de eficiência, produtividade e o fortalecimento do nosso capital humano.

Da mesma forma, o sistema financeiro deverá prosseguir e aprofundar sua mudança estrutural iniciada a partir da estabilização da economia, de um sistema que captava



BANCO CENTRAL DO BRASIL

poupança da sociedade e aplicava basicamente em títulos públicos de curtíssimo prazo para um sistema que busca ativamente a concessão de créditos à classe média emergente, assim como busca ampliar o financiamento dos investimentos, financiamento de imóveis residenciais e comerciais etc. Isso é uma tendência natural à medida que convergimos para o patamar de desenvolvimento e aprofundamento financeiro já alcançado por outros países. Esta mudança exigirá também necessariamente o alongamento do *funding* do sistema.

O Governo continua sempre examinando os entraves existentes e procurando as formas de superá-los, enfatizando a disciplina de mercado através de maior concorrência. Naturalmente, nesta tarefa de criação de novos mercados e adoção de inovações, o setor público pode apenas, ouvindo com atenção e isenção os diversos segmentos do setor privado, procurar oferecer as condições institucionais necessárias e os incentivos adequados, mas a iniciativa, naturalmente, cabe aos agentes do mercado e à sociedade.