



BANCO CENTRAL DO BRASIL

São Paulo, 22 de maio de 2014

**Discurso do Presidente do Banco Central, Alexandre Tombini, na
inauguração do novo escritório da Bloomberg**

Senhoras e senhores

É com satisfação que participo hoje da inauguração deste novo escritório da Bloomberg em São Paulo. Sabemos que este não é um fato isolado. Faz parte da contínua expansão das atividades da empresa no Brasil, onde mantém a sua maior representação em toda a América Latina, e possui, desde junho de 2010, um importante noticiário em língua portuguesa. O crescimento da Bloomberg, um dos principais provedores de informações econômicas e financeiras em tempo real, é uma demonstração clara de confiança na capacidade de expansão da economia brasileira no médio e longo prazos.

Eu vou focar o meu breve pronunciamento de hoje em um tema específico.

O dia 22 de maio representa uma importante efeméride.

Hoje faz exatamente um ano que o então Presidente do banco central dos Estados Unidos (FED), Ben Bernanke, em pronunciamento no Congresso, sinalizou claramente a possibilidade de reduzir a compra de ativos, o que ficou conhecido como *tapering*. Esse testemunho coincidiu com a divulgação da ata da reunião do comitê de política monetária do FED, indicando que vários dos seus membros defendiam então a possibilidade de redução dos estímulos já em junho daquele ano. Isso deflagrou o início da normalização das condições monetárias naquele país.

Essa perspectiva, obviamente, teve repercussões conhecidas sobre os preços de ativos, em particular, de países emergentes. Iniciou-se uma reprecificação natural que não deve, como já disse algumas vezes, ser confundida com vulnerabilidade, e que teve, como se espera, momentos de maior e menor volatilidade.

O processo de normalização necessariamente implica realinhamento do preço de ativos, incluindo as taxas de câmbio, algo natural e, até certo ponto, previsível. Isso, por sua vez, vem acompanhado de aumento da volatilidade nos mercados financeiros, movimento típico de períodos de transição, que geralmente são repletos de incertezas, quanto à magnitude e à velocidade dos ajustes.

A sinalização do *tapering* em 22 de maio de 2013 resultou em forte aumento de volatilidade no próprio mercado norte-americano. O retorno dos títulos de 10 anos do Tesouro Norte-Americano, que tinha atingido 1,6% ao ano no início de maio, fechou ligeiramente acima de 2,0% ao ano naquele dia, e já estava próximo de 3,0% no início de setembro. Em termos proporcionais, foi a variação mais rápida em tão curto intervalo de tempo em mais de cinquenta anos. Um indicador de volatilidade do mercado de títulos norte-americanos passou do patamar de 50 no início de maio para mais de 100 no início de setembro¹.

As economias emergentes, como todos sabemos, também foram atingidas, com a depreciação generalizada de suas moedas e o aumento expressivo dos prêmios de risco (CDS). Estava em curso o processo de realinhamento dos preços relativos nos mercados financeiros globais.

Esse realinhamento e a volatilidade dele decorrente não se confundem necessariamente com vulnerabilidades de economias. De modo geral, em períodos de elevada volatilidade nos mercados financeiros globais, os fundamentos econômicos costumam ser colocados temporariamente em segundo plano.

¹ Segundo o índice Merrill Option Volatility Estimate (MOVE), que mede a volatilidade implícita nas opções de um mês de títulos do Tesouro dos Estados Unidos.

Com a sinalização do *tapering*, os mercados não estavam levando em consideração que muitos emergentes apresentam hoje fundamentos econômicos mais consistentes que no passado.

O aumento da volatilidade, a desvalorização das moedas e a ampliação dos prêmios de risco levaram muitos investidores e analistas a interpretar esses comportamentos, típicos de períodos de transição, como indicadores de uma crise iminente nas economias emergentes.

O Banco Central do Brasil esteve entre os primeiros a alertar que havia descompasso entre o excesso de pessimismo dos mercados e os fundamentos de grande parte das economias emergentes.

Dissemos também que a normalização das condições monetárias na maior economia era positiva para a recuperação global, mas que essa nova fase representava desafios para todos.

A nossa resposta, no Brasil, a esses desafios tem sido clássica e técnica. Essa resposta combina (a) políticas macroeconômicas austeras, (b) flexibilidade cambial, que tem atuado como primeira linha de defesa contra “choques externos” e (c) uso de *colchões de liquidez que acumulamos ao longo do tempo* para suavizar movimentos de preços relativos.

O Brasil, em particular, tem robustos fundamentos econômicos e financeiros, é comprovadamente resistente a choques externos, possui colchões e instrumentos, e tem um sistema financeiro sólido e eficiente.

Possuímos quase US\$ 380 bilhões de reservas internacionais. Somos credores externos líquidos. Nosso endividamento externo é comparativamente baixo e os compromissos de curto prazo são relativamente pequenos. A parcela da dívida pública interna em mãos de não residentes continua crescendo, mas ainda é pequena, apenas 17,3%.

Além disso, o Banco Central instituiu um programa de oferta de proteção cambial, por meio de leilões de venda de *swaps* e de linhas de liquidez em moeda estrangeira, conferindo assim previsibilidade para os agentes econômicos durante esse período de transição.

O *swap* tem como objetivo prover proteção cambial (*hedge*) no mercado futuro, onde tradicionalmente é formado o preço do câmbio no Brasil. Esse programa partiu da constatação de que não havia saída de capitais após o início do *tapering*, e sim demanda por proteção. Buscava-se assim evitar movimentos exacerbados em uma conjuntura global de elevada incerteza que inibia a natural ação estabilizadora dos tradicionais ofertantes de câmbio futuro.

Já as linhas de liquidez em moeda estrangeira tiveram como objetivo assegurar o bom funcionamento do mercado à vista (*spot*), do qual os agentes econômicos dependem para honrar seus compromissos junto ao exterior. Nesse caso, a ação do Banco Central foi preventiva, pois não havia se constatado qualquer disfuncionalidade nesse segmento.

O programa lançado em 22 de agosto de 2013 consistia inicialmente na oferta semanal de US\$ 2 bilhões de *swaps*² e de US\$ 1 bilhão de moeda estrangeira com compromisso de recompra. Com isso, considerando o que já havia sido disponibilizado, o montante de proteção cambial ofertada até o final de 2013 seria superior a US\$ 100 bilhões.

² Valor nominal, referenciado em dólares norte-americanos, cuja liquidação se dá em Real.

O programa tem sido bem sucedido ao distensionar o mercado de câmbio e conferir previsibilidade aos agentes econômicos, contribuindo para a redução dos prêmios de risco e da volatilidade dos preços dos ativos.

O programa contribuiu também para que o efetivo início do *tapering* ocorrido em dezembro de 2013 transcorresse sem qualquer sobressalto nos mercados financeiros locais.

Com isso, concomitantemente ao início do *tapering*, o Banco Central anunciou em 18 de dezembro de 2013 a prorrogação do programa de *swap* cambial, reduzindo, porém as ofertas semanais de US\$ 2 bilhões para US\$ 1 bilhão. Além disso, dadas as melhores condições à época, o Banco Central resolveu suspender os leilões semanais de linhas de crédito em moeda estrangeira, comprometendo-se, no entanto, a realizá-los caso houvesse necessidade.

Em síntese, o programa tem sido importante instrumento de provisão de proteção cambial para os agentes econômicos. Isso podemos constatar, inclusive, a partir do monitoramento que realizamos para identificar para onde está sendo canalizada essa proteção.

Num primeiro momento observamos uma forte demanda das empresas não financeiras para proteger seus compromissos com o exterior e dos investidores não residentes para proteger seus ativos no país. Os fundos de investimentos também foram importantes demandantes das operações de *swap*.

Mais recentemente, no entanto, temos observado certo arrefecimento da demanda. Por um lado, os *swaps* continuam sendo canalizados para empresas não financeiras e fundos de investimento. Por outro, os investidores não residentes reduziram ligeiramente a busca por essa proteção, não obstante continuem ampliando seu portfólio em ativos denominados em Reais.

Senhoras e senhores

Um ano após o início da normalização, a economia mundial ainda está no início de um processo de transição. Porém há sinais mais claros de que sua recuperação está se consolidando e de que a crise financeira de 2008, aos poucos, vai ficando para trás.

Por um lado, temos os Estados Unidos e o Reino Unido com perspectivas mais sólidas de recuperação econômica e, conseqüentemente, à frente no processo de normalização das condições monetárias.

Por outro, o Japão mantém ritmo de crescimento alimentado por um programa agressivo de expansão monetária, e a Zona do Euro deve voltar a crescer em 2014, ainda que de forma bastante tímida. Mas, diante do risco de deflação, permanece a expectativa dos mercados de que o Banco Central Europeu adote novas medidas de estímulo no curto prazo.

Essa diferença de ritmo na recuperação econômica implica, naturalmente, que o processo de saída das políticas monetárias não-convencionais não será sincronizado.

Em síntese, apesar de haver sinais mais claros de consolidação da recuperação, a perspectiva para os próximos anos para a economia global é de crescimento moderado; maior do que o observado nos últimos anos, mas inferior ao observado no período que precedeu a crise de 2008.

Essa perspectiva e, em especial, a expectativa de que novas rodadas de estímulos ainda estão por vir, é um dos fatores que podem estar contribuindo para a baixa volatilidade e a compressão dos prêmios de riscos que estamos observando nos últimos meses nos mercados financeiros globais. Tem contribuído para esse cenário também o esforço de comunicação de política monetária empreendido pelos bancos centrais, que tem gradativamente logrado reduzir incertezas e aumentar a previsibilidade de suas políticas.

No entanto, momentos de baixa volatilidade e compressão de prêmios de riscos requerem atenção redobrada dos agentes de mercado e não devem ser motivo de complacência.

Senhoras e senhores

O mundo passa por um período de transição, com sinais mais claros de que a recuperação da economia mundial está se consolidando.

O Brasil, por sua vez, já demonstrou que é capaz de atravessar essa transição com segurança. Temos fundamentos sólidos, instrumentos adequados, e o nosso arcabouço de políticas monetária e financeira é resiliente e flexível.

Encerro o meu pronunciamento de hoje agradecendo novamente o convite e parabenizando a Bloomberg pela inauguração deste novo escritório no Brasil.