



## **BANCO CENTRAL DO BRASIL**

Excelentíssimo Sr. Ministro de Estado da Fazenda, Dr. Antonio Paloci Filho  
Excelentíssimo Sr. Presidente do Banco Central do Brasil, Sr. Henrique de Campos Meireles  
Excelentíssimos Srs Diretores do Banco Central  
Demais autoridades presentes  
Senhoras e senhores

Gostaria inicialmente de agradecer ao Ministro Pedro Malan e a Armínio Fraga por terem me convidado a ocupar o cargo de diretor do Banco Central, e ao Ministro Antônio Pallocci e a Henrique Meirelles pelo convite para que aqui permanecesse, após a mudança de governo no início do ano. Graças a eles, nesses 22 meses que hoje terminam, tive a honra de trabalhar em duas equipes econômicas de altíssimo nível e de poder participar de uma transição política inédita, no Brasil, por sua tranquilidade e seu caráter democrático.

Como um dos últimos diretores da administração passada a permanecer no Banco Central, me orgulho de ter merecido a confiança do atual governo para participar ativamente da formulação da política econômica num período importantíssimo da consolidação do processo político brasileiro. Tive o privilégio de poder ajudar o país a enfrentar descrença e turbulências, quando, no ano passado, poucos acreditavam na viabilidade de nossas instituições. Foram dias terríveis e longos, que felizmente ficaram para trás. Neste ano, enfrentamos – e vencemos - o desafio de recolocar a economia brasileira em trajetória de crescimento. As contas externas ilustram a medida de nosso sucesso: saldos comerciais crescentes, alcançados sem nenhum tipo de intervenção, financiamento externo abundante e taxas de risco país em queda sustentada.

Num ambiente hostil, demonstramos de forma inequívoca que nossa economia pôde realizar um significativo ajuste externo, de mais de 4,0% do PIB em conta corrente, sem mergulhar numa severa recessão e nem deflagrar um espiral maligna de câmbio, inflação e indexação, cujo espectro esteve presente em muitas análises no início do ano. A expectativa de inflação tem declinado progressivamente, demonstrando a acerto da calibragem da política macroeconômica.

Vimos também que o ajuste das contas externas não era função exclusiva da maciça desvalorização cambial do ano passado. A combinação de sólidas políticas fiscais e monetárias com um cenário mais favorável no exterior permitiu a redução do risco país e o fortalecimento do Real. Verificamos que as previsões generalizadas de significativas quedas no saldo comercial e conseqüente deterioração do balanço em conta corrente caso o Real se recuperasse das taxas verificadas no final do ano passado não se materializaram.

Conseguimos, enfim, superar a crise de confiança que começou no ano passado e debelar seus efeitos que se espraiaram por esse ano, recolocando o país na trajetória de recuperação e de crescimento. Foi tudo isso mérito exclusivo da administração econômica? Tudo isso é função apenas da operação do sistema de cambio flutuante? Creio que a resposta seja NÃO.



## **BANCO CENTRAL DO BRASIL**

Não tenho dúvidas que a combinação de cambio flutuante, metas de inflação e austeridade fiscal é a melhor – eu diria a única -- combinação para nortear a política econômica do Brasil.

Mas penso que nosso sucesso em enfrentar a dura crise do ano passado e realizar uma transição bem sucedida, recolocando a economia numa trajetória benigna tem razões mais profundas. O que estamos verificando, em última análise, é o funcionamento de uma sociedade aberta, baseada na lei e na democracia, que vem buscando fortalecer sempre suas instituições políticas, econômicas e sociais, construindo e fortalecendo o consenso em torno de questões econômicas básicas. Não é esse um processo recente, nem é um processo que se resolverá instantaneamente. A própria natureza da democracia numa sociedade complexa e desigual como a nossa demanda tempo, gradualismo e perseverança na construção desses consensos, no aperfeiçoamento de instituições e na implementação de soluções.

Permitam-me voltar um pouco no tempo, e abandonar – só por alguns instantes – minha obsessão pela análise econômica de horizontes limitados.

Nos últimos 20 anos, o Brasil respondeu a grandes desafios.

No começo da década de 80, questionava-se se conseguiríamos retornar à normalidade democrática. O primeiro presidente civil desde 1964, Tancredo Neves, faleceu antes de tomar posse, e anos depois, o primeiro presidente a ser eleito pelo voto popular, Fernando Collor de Mello, foi afastado antes de cumprir integralmente seu mandato. Dois duríssimos testes de stress! E o que vemos hoje? Uma democracia vibrante, que aprendeu a realizar mudanças graduais e firmes, que realiza eleições tranquilas, com alternância de poder. Temos uma imprensa livre, o funcionamento independente dos três poderes, pleno estado de direito e respeito a leis e contratos.

No início da década de 90 permanecíamos sendo o único país do mundo a funcionar num ambiente próximo à hiperinflação, com grande risco de ficar à margem dos fluxos de capitais e de comércio num mundo que se expandia rapidamente. A inflação sabidamente corrói qualquer noção de justiça e eficiência, com seus efeitos deletérios na distribuição de renda e na capacidade de planejamento. No entanto, debelamos a inflação, retomamos a capacidade de programar orçamentos públicos, recriamos um mercado de títulos de dívida interna diferente do overnight, voltamos a pagar nossa dívida externa, voltamos a atrair financiamentos e investimentos, reconhecemos dívidas do setor público que não eram pagas – os chamados esqueletos--, consolidamos as dívidas dos estados e de mais de uma centena de municípios.

Ao criar uma história de previsibilidade, de responsabilidade e de respeito a contratos, estávamos, em verdade criando uma cultura de crédito e confiança, base para qualquer economia moderna. Reafirmamos e praticamos esses princípios diariamente. No ano passado, nossa capacidade e nossas intenções de pagamentos, entretanto, foram duramente questionadas.



## **BANCO CENTRAL DO BRASIL**

Lembro que a nossa dívida externa chegou a ser negociada com 50% de desconto, na média, e no início desse ano ainda era negociada com deságios expressivos. “É só uma questão de tempo para que o país entre em moratória”, diziam os cétricos !!!

E o que aconteceu ? O Brasil seguiu, no ano passado e nesse ano, na sua agenda de política econômica consistente, uma agenda consensual, reforçou o equilíbrio fiscal, acirrou o combate à inflação. O Brasil não quebrou, não renegociou nenhum contrato, não atrasou nenhum pagamento, não cogitou sequer em adotar quaisquer restrições a fluxos de comércio e de capital. Mais ainda, sinalizando nossa confiança na nossa responsabilidade e integridade, recomparamos uma quantidade de nossos títulos no mercado internacional, proporcionando ao governo uma economia expressiva de recursos no futuro. Nossa performance está lá, intacta. Tudo voltou à normalidade, apesar dos custos injustos que nos foram impostos.

A essa extensa base institucional a que me referi, cujos lastros são o funcionamento da ordem democrática, o respeito à lei, o cumprimento de contratos e a cultura de pagamento e responsabilidade, agregam-se três tipos de instituições, específicas da ordem econômica, mas fundamentais para entendermos nossa capacidade de responder aos desafios recentes e futuros. Refiro-me a instituições fiscais, monetárias e financeiras. Aqui também fizemos grande progresso.

Nosso sistema financeiro é, sob qualquer prisma, sólido, moderno, testado e adaptado às freqüentes turbulências financeiras que caracterizam a era mundial recente. Não temos aqui o que é chamado de “fragilidade financeira”, um impedimento, freqüente em países emergentes ao funcionamento de um sistema de câmbio flutuante e de metas de inflação.

Fizemos avanços extraordinários na área fiscal. As dívidas dos estados e dos municípios foram consolidadas em meados da década passada, aprovou-se a Lei de Responsabilidade Fiscal - que hoje é o divisor de águas institucional na história fiscal do Brasil. Desde o final de 1998 executamos consistentemente superávits primários. A Reforma da previdência e a reforma tributária demonstram o consenso em torno da política econômica cujos objetivos são reduzir o endividamento, melhorar a qualidade da despesa e da receita pública, manter a inflação baixa e promover o crescimento sustentado.

Graças aos avanços institucionais dos últimos anos e à resposta firme e decidida da política macroeconômica ao choque que atingiu nossa economia a partir do segundo semestre de 2002, estamos iniciando um novo ciclo de crescimento em condições mais favoráveis que em anos recentes.

O regime de câmbio flutuante permitiu que reagíssemos à redução abrupta no financiamento externo efetuando um ajuste de proporções significativas na conta corrente do balanço de pagamentos. Ao contrário de outras economias que sofreram choques de proporções comparáveis, nosso ajuste foi feito com a preservação de taxas positivas de crescimento do



## **BANCO CENTRAL DO BRASIL**

produto real e concentrou-se em larga medida na expansão das exportações. Tendo normalizado rapidamente o acesso ao mercado internacional de capitais ao longo de 2003, não deveremos ter nenhuma dificuldade para financiar o pequeno déficit em conta corrente que surgirá nos próximos meses quando os efeitos da retomada da atividade sobre as contas externas se fizerem sentir de forma mais sintomática.

O arcabouço de metas de inflação proporcionou a flexibilidade necessária para que os efeitos imediatos do choque que se abateu sobre nossa economia pudessem ser acomodados, ao mesmo tempo em que preservávamos a credibilidade da política monetária. A elevação da taxa Selic, bem como o aumento da alíquota de recolhimento compulsório, foram fatores fundamentais para que pudéssemos evitar o descontrole inflacionário. Os rápidos resultados que obtivemos, com a queda abrupta da inflação e a convergência de expectativas para as metas indicam a adequação do regime monetário às necessidades de nosso país.

As conquistas na batalha contra a inflação, que farão com que a estabilidade possa ser preservada no futuro com custos ainda menores em termos de atividade econômica, permitiram que o Banco Central iniciasse nos últimos meses um processo progressivo de flexibilização da política monetária. A opção por uma estratégia gradualista para a redução da taxa de juros básica foi fundamental para que a queda da inflação pudesse ser acompanhada por um processo sustentado de convergência das expectativas para as metas de inflação. Além disso, a estratégia adotada pelo BC permitiu que os juros de prazo mais longo caíssem de forma progressiva impulsionando a retomada da atividade num prazo menor do que o antecipado pela maioria dos analistas econômicos. Essa estratégia permitiu também amortizar uma parcela substancial da dívida pública atrelada ao câmbio, que era (e é) vista como um dos riscos para a trajetória sustentável do endividamento público. Hoje temos juros nominais e dívida cambial muito menores e reservas líquidas maiores do que quando começamos o ano.

Em resumo, o que temos visto no Brasil é uma combinação entre o consenso em torno de políticas econômicas sólidas e a construção e o aperfeiçoamento de instituições políticas e financeiras. Esse processo, cuja dinâmica gradual e pragmática às vezes frustra aqueles de visão mais estreita e impaciente, é que nos levará a um processo de crescimento sustentado e que já nos dá capacidade de reação a crises e deslocamentos súbitos, como a que vimos recentemente.

Finalmente, esgotada a paciência de todos, quero passar ao agradecimentos:

Primeiro, e de maneira geral, gostaria de agradecer a todos os funcionários desta casa, pela incrível dedicação que tem à causa pública e ao Banco, independentemente das condições nem sempre adequadas com que se deparam para desempenhar suas funções. Obrigado às Secretárias que trabalharam nesses meses comigo: Jussara, Ângela, Simone, Flaviele, Diana, Fabiana, Tânia e Sheila.



## **BANCO CENTRAL DO BRASIL**

Depois, agradeço aos meus colegas desta Diretoria e da Diretoria anterior pela paciência e pelo carinho que demonstraram comigo. Mas quero fazer três registros. Ao Sergio Darcy, um abraço especial, companheiro de duas jornadas. Gostaria de fazer um agradecimento a Ilan Goldfajn, que com sua amizade e inteligência me ajudou a atravessar as fases mais duras desses 22 meses. Foi também uma enorme alegria reencontrar e trabalhar de novo com Afonso Bevilaqua; juntos tivemos mais esse período de colaboração muito produtiva, que espero se repita no futuro.

Ao pessoal do Ministério da Fazenda, agradeço a amizade e o carinho. Sentirei saudades do convívio constante e de instigantes conversas, com pessoas ótimas como Joaquim Levi, Marcos Lisboa, Otaviano Canuto, Jorge Rachid, Arno Mayer, Bernard Appy, e Juscelino Dourado. Ao pessoal da procuradoria do Banco, Siqueira, Zé Maria, Luciana, agradeço a dedicação, a presteza e a precisão com que atenderam as demandas nem sempre triviais das minhas áreas.

Agradeço especialmente ao Antônio Carlos Monteiro, Couto, Sergio Albuquerque, Pedro Fachada e ao Altamir Lopes, ao Marcelo Kfoury e Paulo Springer, a Alexandre Pundek, João Batista e Jocimar pela paciência que tiveram para atender minha torrente quase diária de solicitações, de informações e de apresentações. Sou muito grato ao pessoal do Depin, em especial ao Daso, ao Renato e ao Felipe. Foi ótimo trabalhar com vocês, e sua confiança e colaboração ajudou-me muito a conduzir, juntando duas áreas do Banco, o exitoso programa de recompras que realizamos recentemente.

Agradeço ao meu pessoal do Decec, chefiado por essa pessoa notável que é José Maria de Carvalho. Sertanejo forte, modesto, íntegro, brilhante. Trabalhador incansável, dedicado ao Banco Central e ao Brasil. A todos do Decec, ao Geraldo, Darcy, Fátima, Antonio, Socorro, Arnaldo, Ângela e Paulo Marcelo, o meu muito obrigado.

Do pessoal do Derin, terei grandes recordações. Linaldo, com sua tranquilidade e inteligência emocional muito me ajudou, como também Simas, Leonardo e Ronaldo. Fica um agradecimento super especial ao meu esquadrão, se me permitem a imagem., meus companheiros de trincheira nas emissões da república que coordenei nestes dois anos. Marcio Ayrosa, Ricardo Moura e Alexandre Lopes são os responsáveis pelo sucesso que obtivemos nessas operações. Sentirei muita falta das nossas discussões longas, constantes e complexas, e mais ainda, do nosso convívio harmonioso e fraternal.

Deixo para falar agora de um querido amigo, meu consultor Dalmir Louzada. Aliás, Dalmir, você já transcendeu a pessoa e virou um título dinástico. Pois eu tive a honra de ser o terceiro diretor da área internacional consecutivo a trabalhar com você.

Ao meu antecessor Daniel Gleizer, obrigado por tudo o que me ensinou e me ajudou, pelo seu desprendimento e amizade. Do meu sucessor, Alexandre Schwartsman, tenho certeza que sua competência e dedicação trarão ótimos frutos para o Banco e para o País. Desejo-te ótima sorte e



## **BANCO CENTRAL DO BRASIL**

parabéns. Tenho certeza que viverás aqui períodos mais tranquilos do que tive, e que aqui farás uma carreira brilhante.

Finalmente, agradeço à minha pequena família. Minha mãe, que muito se preocupou comigo e a quem pouco vi nesses meses, meu irmão e a minha avó, que faleceu há três semanas, imigrante que pôde ver um neto seu ajudar o país de que tanto gostou e que tão bem a acolheu. À Patrícia, minha esposa, e meus filhos Helena, Luisa e Fernando, obrigado pelo amor incondicional e infinito, do qual às vezes não me julguei merecedor.

Muito Obrigado a todos.