

DIRETORIA DE ESTUDOS MACROECONÔMICOS

SEMINÁRIOS DIMAC Nº 6

Regimes Cambiais e Monetários

**Armínio Fraga Neto
(Banco Central do Brasil)**

- 27 de março de 2000 (palestra); julho de 2000 (transcrição, em comemoração ao primeiro ano do regime de metas para a inflação no Brasil)



ipea
INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA

DIRETORIA DE ESTUDOS MACROECONÔMICOS

SEMINÁRIOS DIMAC Nº 6

Regimes Cambiais e Monetários

Armínio Fraga Neto
(Banco Central do Brasil)

– 27 de março de 2000 (palestra); julho de 2000 (transcrição, em comemoração ao primeiro ano do regime de metas para a inflação no Brasil)

MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO, ORÇAMENTO E GESTÃO

Ministro

Martus Tavares

Secretário Executivo

Guilherme Dias



Presidente

Roberto Borges Martins

Diretores

Eustáquio José Reis

Gustavo Maia Gomes

Hubimaier Cantuária Santiago

Luís Fernando Tironi

Murilo Lôbo

Ricardo Paes de Barros

Coordenadores de Seminários

Marcelo Lara Resende

demolare@ipea.gov.br

Isis Carneiro Agarez

Agarez@ipea.gov.br

Normalmente, os textos — trabalhos apresentados em seminários promovidos pela DIMAC/IPEA — são reproduzidos a partir de originais encaminhados pelo(s) autor(es), sem qualquer revisão, no que diz respeito ao seu conteúdo ou à sua forma. O IPEA inclusive não necessariamente concorda com as conclusões ou opiniões emitidas, que são de responsabilidade exclusiva do(s) autor(es).

Tiragem: 120 exemplares

Informações

Danielle de Lima Cortez

cortez@ipea.gov.br

Avenida Presidente Antônio Carlos, 51, 10ª andar, Castelo

20020-010, Rio de Janeiro, RJ, Brasil.

Tel.: (0xx21) 804-8121

Telefax: (0xx21) 240-1920

<http://www.ipea.gov.br>

SUMÁRIO

RESUMO

APRESENTAÇÃO (*Marcelo Lara Resende*)

I – PALESTRA

1 - INTRODUÇÃO	9
2 - O REGIME DE METAS INFLACIONÁRIAS	10
2.1. O Relatório de Inflação	11
2.2. As Atas de Reuniões do Copom	11
3 - MODELOS MACROECONÔMICOS E INDICADORES ECONÔMICOS.....	12
4 - MECANISMOS DE TRANSMISSÃO DE POLÍTICA MONETÁRIA.....	12
4.1. A Taxa de Juros Neutra para o Brasil.....	13
4.2. O Acordo com o FMI.....	14
4.3. O Coeficiente de <i>Pass-Through</i>	15
4.4. A Curva de Juros.....	15
5 - A ADMINISTRAÇÃO DA DÍVIDA INTERNA.....	16
5.1. Regime Financeiro.....	17
6 - A CONTA DE CAPITAL DO BALANÇO DE PAGAMENTOS.....	17
6.1 - O Arcabouço Legal do Sistema Financeiro	18

II – DEBATE..... 20

Eustáquio José Reis (IPEA)
Marcelo Lara Resende (IPEA)
Octávio A. F. Tourinho (IPEA)
Rogério Studart (IE/UFRJ)
Régis Bonelli (IPEA)
Márcio G. P. Garcia (PUC-RJ)
(participante não identificado)
Roberto Borges Martins (IPEA)

RESUMO

Armínio Fraga Neto, presidente do Banco Central do Brasil - BACEN, discute questões relacionadas com a adoção do regime de câmbio flutuante (01/2000) e, principalmente, a adoção do complementar regime de metas para a inflação (06/2000): (1) até que ponto a flutuação do câmbio foi uma decisão planejada; (2) razões para a adoção do regime de metas para a inflação e os documentos que o acompanham: o relatório trimestral de inflação e as atas das reuniões do Comitê de Política Monetária - Copom; (3) características dos modelos macroeconômicos utilizados pelo BACEN para instruir a política monetária; (4) natureza dos mecanismos de transmissão da política monetária; (5) conceito de neutralidade da taxa de juros; (6) utilidade do último acordo com o Fundo Monetário Internacional - FMI; (7) coeficiente de repasse (*pass-through*) de choques cambiais aos preços domésticos e seus determinantes; (8) estratégia ótima de administração da dívida pública; (9) nível ótimo de reservas em países com câmbio flexível (flutuação suja); (10) independência (autonomia operacional) do Banco Central e tópicos correlacionados, tais como: mandato para a diretoria, regras de quarentena e fiscalização do sistema financeiro. Armínio Fraga respondeu ainda às perguntas feitas por pessoas presentes ao seminário.¹

¹ Resumo preparado no IPEA.

APRESENTAÇÃO

O FUTURO DO REGIME DE METAS PARA A INFLAÇÃO NO BRASIL

Marcelo Lara Resende²

Desde que a inflação seja diagnosticada como sendo principalmente de demanda, teórica e qualitativamente, há pouca controvérsia sobre a adoção do regime de metas para a inflação, ou sobre a necessidade de especialização da autoridade monetária na preservação da moeda nacional, interna e externamente. Entretanto, na prática e quantitativamente, a coisa não é tão simples. Especialmente no Brasil – dadas a história e as características da economia –, os canais de transmissão, o momento e a medida, para não dizer a forma, em que a política monetária afeta o produto e os preços são ainda mais complexos e misteriosos. Isto acontece inclusive devido ao enorme e não adequadamente explicado *spread* que separa a taxa de juros paga pelo Banco Central das taxas que realmente interessam: as taxas de juros pagas pelos tomadores finais de créditos bancários.

É bom lembrar também que, além da política monetária, vários outros fatores, inclusive ligados aos custos de produção, como os choques adversos (agrícola, petróleo), a política fiscal (aumento da carga tributária²) ou a ineficiência da infra-estrutura nacional (custo Brasil), também afetam o nível de preços. Portanto, muitas vezes – na presença de choques de oferta –, o combate à inflação não pode ser feito exclusivamente com base na política monetária desenhada e implementada pelo Banco Central — uma espécie de “antibiótico” de amplo espectro. Uma inflação localizada ou diagnosticada com sendo de custos, por exemplo, não deve ser combatida com um instrumento genérico como é a taxa de juros, pois, a partir de certo ponto, os efeitos colaterais seriam politicamente insustentáveis. E, além do sacrifício imposto à sociedade na forma de uma recessão inútil – quando o produto cairia relativamente mais do que os preços –, tais efeitos agravariam o crônico e potencialmente explosivo problema da dívida pública brasileira, já que o setor público ainda é o maior devedor do País.

A rigor, adotar modelo operacional baseado em metas para a inflação significa aceitar, não apenas que a política monetária efetivamente possa ser direcionada primordialmente para preservar a estabilidade de preços mas também que o Banco Central seja uma instituição classicamente definida: especializada, autônoma e, assim sendo, aparelhada para atingir os objetivos de alguma forma estabelecidos pela sociedade. Em outras palavras, o regime de metas para a inflação pressupõe que a inflação seja primordialmente de demanda e que o Banco Central esteja adequadamente estruturado. Só assim um aumento na taxa de juros de fato seria adequado para conter elevações de preços derivadas de um aumento extraordinário na demanda agregada: no consumo, no investimento ou nos gastos governamentais.

² Coordenador de Seminários da Diretoria de Macroeconomia. E-mail: marcelo.lara-resende.grd.econ@aya.yale.edu

Ao utilizar a política monetária para combater a inflação, é também crucial tanto conhecer os principais canais através dos quais tal política afeta a economia como saber qual é a importância relativa de cada um destes caminhos, o que inclusive varia de país para país. A política monetária propaga-se pela economia através da taxa de juros, da taxa de câmbio, dos preços dos ativos, das expectativas e, por último, do crédito bancário. Destes, sem dúvida, a taxa de juros é o canal mais importante. A taxa de juros do mercado de reservas bancárias é uma espécie de conta corrente que os bancos obrigatoriamente mantêm no Banco Central. Ela constitui o principal instrumento de política econômica utilizado pela autoridade monetária para influir no nível de atividade e – a partir do recém implantado, e até o momento bem-sucedido regime de metas para a inflação (junho de 1999) – principalmente no nível de preços da economia. Entretanto, o controle direto da taxa no mercado interbancário – a taxa determinada no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic) –, atualmente fixada em 17,0% ao ano, com viés de baixa, apenas indiretamente afeta a estrutura de taxa de juros da economia.

Ao elevar a taxa nominal de juros de curto prazo – a taxa Selic –, a autoridade monetária indiretamente afeta toda a estrutura a termo de taxa de juros. Como no curto prazo os preços e salários são relativamente rígidos (caso contrário, a política monetária não teria efeito real), elevam-se também as taxas reais de juros, o que encarece o custo do capital (inclusive estoques) e, simultaneamente, reduz o investimento em capital fixo (e estoques) das empresas. Isto acontece porque diminui o número de projetos lucrativos com taxas de retorno suficientemente elevadas para compensar o aumento nas taxas de juros. De forma análoga, a elevação da taxa de juros reduz também o consumo de bens duráveis – uma espécie de “investimento” das famílias. Conseqüentemente, com a elevação da taxa de juros, tanto a queda do investimento (empresas) como do consumo (famílias) diminuem a demanda agregada e, em última instância, normalmente ajudam a derrubar os preços da economia.

Entretanto, especialmente no Brasil, as taxas de juros dependem ainda de outros fatores que, exceto pelo primeiro item da lista, estão fora do controle direto e imediato da autoridade monetária: recolhimentos compulsórios sobre depósitos (à vista, a prazo e de poupança) e “direcionamentos” (obrigação de aplicar parte dos recursos nas carteiras agrícola, habitacional etc.), “cunha” fiscal (IR, IOF, PIS, COFINS, CPMF etc.), risco de crédito (inadimplência), custos operacionais (burocracia excessiva) e margem de lucro das instituições financeiras (conluio?), bem como expectativa quanto ao desempenho da economia no futuro (desconfiança dos credores). Apesar de tudo – inclusive do tradicional descontrole sobre as instituições financeiras governamentais, especialmente os bancos estaduais –, por definição, o Banco Central do Brasil é (pelo menos deveria ser), monopolista no gerenciamento da liquidez do sistema financeiro.

Para isso – gerenciar a liquidez –, o Banco Central atua criando ou destruindo reservas bancárias, através de operações de mercado aberto (compra e venda de títulos públicos) ou alterações na política de redesconto. Aliás, é esta peculiar característica da autoridade monetária – ser monopolista na emissão de moeda e, conseqüentemente, no controle da liquidez – que garante a sua capacidade de, diretamente, fixar a taxa de juros nominal básica (a taxa Selic) e, indiretamente, como resultado de um descentralizado e intrincado processo de arbitragem realizado no diversificado mercado financeiro, afetar toda a complexa estrutura de taxas de juros e, em última instância, determinar o nível de atividade e de preços da economia.

Na sua essência, a principal tarefa da autoridade monetária é encontrar uma política monetária neutra e que seja capaz, tanto de manter a taxa de inflação constante no médio prazo – de acordo com metas estabelecidas – como evitar

impor sacrifícios inúteis à sociedade: um nível de desemprego muito elevado e persistente. Ou seja, sempre que possível, é preciso escolher o “antibiótico” específico e mais adequado. Teoricamente, parece simples. Na prática, é uma tarefa difícil, inclusive porque, ao agir, a autoridade deve considerar tanto a técnica (ponderável) como a arte (imponderável). Para isso – coordenar e comandar os recursos e as pessoas com o objetivo de consolidar a estabilização da moeda nacional, interna e externamente –, atualmente temos à frente do Banco Central do Brasil um profissional, e dos melhores.

Entretanto, o segredo não é ter, momentaneamente, um profissional como Armínio Fraga no Banco Central. O segredo é construir um Banco Central profissional e definitivo, pois geralmente as instituições sobrevivem aos homens. Além do que, como alertou o perspicaz professor Richard Layard, da *London School of Economics*, “Um Banco Central profissional tem o incentivo maior para produzir inflação baixa do que um governo que (qualquer que seja o objetivo declarado) pode obter um rápido ganho de produção às custas de uma inflação mais alta posteriormente.”³ Mais oportuno, impossível!

Em resumo, estes foram os recorrentes assuntos que compuseram o pano-de-fundo da palestra feita por Armínio Fraga Neto, presidente do Banco Central do Brasil, no Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), no Rio de Janeiro, com transmissão simultânea para o IPEA em Brasília, no dia 27 de março de 2000. Formalmente, a convite da Diretoria de Macroeconomia, Armínio discorreu sobre o tema “Regimes Cambiais e Monetários”, mas, a rigor, propositadamente concentrou sua surpreendentemente franca e informativa exposição na gênese do regime de metas para a inflação e, conseqüentemente, na nova sistemática operacional que começou a ser implantada no País para complementar a traumática flutuação cambial ocorrida em janeiro de 1999.

O palestrante discutiu principalmente a formulação e implementação da política monetária e a atual sistemática utilizada pela autoridade monetária para, em tempo hábil, tentar determinar a trajetória mais adequada para a taxa de juros básica da economia – a taxa Selic. A importância e as implicações desse procedimento foram relatadas na primeira parte desta Apresentação, em uma tentativa de dar organicidade às idéias contidas em um documento, em alguns aspectos, compreensivamente fragmentado, uma vez que o texto resultou da transcrição quase literal da palestra. Convém ressaltar que a palestra escrita foi ligeiramente editada apenas no que diz respeito à forma e que não sofreu qualquer alteração de conteúdo. A edição visou basicamente clarear um ou outro ponto para o leitor, inclusive com a introdução de notas onde pertinente e a divisão em tópicos – estes, explícita ou implicitamente sugeridos pelo próprio Armínio durante a palestra. As únicas outras e inevitáveis exceções resultaram de trechos truncados ou inaudíveis, devido a problemas técnicos ocorridos com a gravação, principalmente durante o debate.

● difícil e delicado trabalho inicial de “edição” foi feito por Fernando Werneck Magalhães, do IPEA (Brasília). Portanto, além do coordenador do seminário, Fernando foi a única pessoa que teve acesso à palestra transcrita, antes que o próprio autor, depois de rever a transcrição, autorizasse a sua divulgação mais ampla. A divulgação das idéias e convicções consubstanciadas no texto – na

³ Prefácio escrito para o livro de Alan S. Blinder. *Bancos Centrais: Teoria e Prática*. São Paulo: Editora 34, 1999.

transcrição da palestra – é recomendável por expor a lucidez, os propósitos, a coragem e, não menos importante, o contagiante otimismo de Armínio no que diz respeito, não apenas às atribuições específicas da autoridade monetária, mas sobretudo ao futuro da nossa economia e, em última análise, do Brasil.

Se o regime de metas para a inflação realmente é um jogo de estratégia entre a autoridade monetária e os agentes econômicos, o presidente do Banco Central, ao dizer clara, honesta e objetivamente o que quer e como pretende chegar lá, aumenta a probabilidade de sucesso. Pois, em geral, as pessoas que assistiram ao seminário, saíram convencidos dos bons propósitos e agora entendem melhor o que a jovem equipe atualmente à frente do Banco Central pretende fazer para consolidar a estabilização de preços – indispensável pré-requisito para a estabilização do produto e, em última instância, do emprego no Brasil. Ou seja, a palestra melhorou as expectativas, o que facilita a formulação e execução da política econômica, especialmente em um regime baseado em metas para a inflação.

Enfim, a maior aproximação entre o Banco Central e o IPEA é inteligente e pode ser útil para ambas as partes. Pois, como ressaltou Roberto Borges Martins (presidente do IPEA), ao encerrar o encontro de trabalho: “Pode ter certeza de que nós vamos desenvolver os pontos da agenda de pesquisa que você sugeriu. Além disso, queremos realmente intensificar o nosso relacionamento com a sua área de pesquisa no Banco Central”. O conteúdo da palestra ora divulgado pelo IPEA – inclusive para comemorar o primeiro ano desde a implantação do regime de metas para a inflação no Brasil – é também mais um indício de que Armínio Fraga Neto parece ser o homem certo, no lugar certo, na hora certa – uma cósmica e feliz coincidência!

Rio de Janeiro, Junho de 2000

I - PALESTRA

1 - INTRODUÇÃO

O regime de câmbio flutuante, introduzido em um momento de crise, não foi exatamente uma decisão planejada. A chance que tivemos de refletir um pouco, na verdade, foi de curta duração, mas o regime de câmbio flutuante nos pareceu bastante razoável. Se olharmos para a antiga, mas muito útil, literatura sobre áreas monetárias ótimas e coisas do gênero, o Brasil é um país que realmente tem as características necessárias para um regime de câmbio flutuante. Ou, melhor dizendo, o Brasil não aparenta ter as características clássicas de uma área monetária ótima, com o dólar ou com qualquer outra moeda.

Quer dizer, o Brasil é um país grande e diversificado: mobilidade de fatores não existe, integração com política fiscal de outros países muito menos. Então, se olharem as referências clássicas de Robert Mundell, Ronald McKinnon, Peter Kenen, e até a literatura mais recente, de integração monetária como instrumento de credibilidade etc., pouco realmente se encontra para justificar a adoção de algum regime mais forte. Realmente, não vejo nenhuma justificativa para caminhar na direção de um regime de câmbio fixo. Ou, menos ainda, para qualquer tipo de dolarização. Então, a nossa decisão foi realmente a de procurar construir as bases para um regime de câmbio flutuante. E nós optamos rapidamente pelo sistema de metas de inflação, por nos parecer que não faria sentido adotar o sistema tradicional de metas monetárias.

Acho que nenhum país do mundo o adota hoje. Seria particularmente difícil, num ambiente instável e de transição como o nosso, passar para uma política baseada em um indicador monetário qualquer. Mesmo os europeus, que, seguindo um pouco o modelo alemão, prestavam homenagem aos indicadores monetários, parecem caminhar atualmente em direção a um sistema de metas de inflação. Os americanos, na prática, já fizeram isso há muito tempo. Os ingleses também, e vários outros.

Nessa linha, de seguir por eliminação, tínhamos também que decidir se adotaríamos um sistema de política monetária com alto componente discricionário ou não. Aí também nos pareceu bastante natural optar por um sistema mais rígido, que desse alguma noção de trajetória futura que sinalizasse um compromisso; e o sistema de metas para a inflação também vem servindo para isso.

Parece também natural, mas nem sempre acontece, que se discuta a importância de se promover, ao mesmo tempo, uma mudança no regime fiscal. Hoje, não vou gastar tempo discutindo os vários aspectos desse projeto. Mas para um país com a nossa história de dominância fiscal, é fundamental reforçar e tentar estabelecer um novo regime fiscal no Brasil, buscando um alicerce a mais para o sistema de metas de inflação. Nessa área, avançamos bastante nos últimos anos – o suficiente para termos hoje efetivamente, por um número razoável de anos, os instrumentos necessários ao cumprimento de um bom desempenho fiscal. Ainda temos muito o que fazer nessa área, mas a base, pelo menos para essa próxima década, já existe.

Feito esse breve preâmbulo, hoje eu gostaria de falar quase que exclusivamente sobre os assuntos de Banco Central e, em particular, detalhar um pouco a implantação e a evolução desse regime de metas para a inflação no Brasil, com todos os seus acessórios. Os temas que eu gostaria de discutir aqui incluem: transparência, uso de modelos, mecanismos de transmissão, indicadores, regime de metas para a inflação em acordo com o FMI, administração da dívida interna (o que

eu estou chamando de regime financeiro) e, finalmente, a conta de capital do balanço de pagamentos, bem como o nível de reservas.

2 – O REGIME DE METAS INFLACIONÁRIAS

Essa lista de itens tem, como pano de fundo, a tentativa de se estabelecer, no Brasil, um regime monetário forte e durável. Começando com o início do projeto, um aspecto interessante dele, uma novidade – não vou dizer conceitual, porque pode parecer pretensioso –, foi a implantação gradual do sistema. No início da flutuação cambial, não tínhamos muita noção de que inflação teríamos, ou onde é que a coisa iria se estabilizar. A taxa de câmbio iniciava um processo de *overshooting*, e nós tínhamos inclusive muita dúvida, àquela altura, quanto ao poder de fogo da própria política de juros, que é o instrumento principal, quase que o instrumento único, de um sistema de metas para a inflação.

Tínhamos, então, a necessidade urgente de achar algum gancho para estabilizar as expectativas e já pensávamos na idéia de metas para a inflação. O que nos pareceu razoável, na época, foi anunciar que estávamos adotando um sistema de metas para a inflação, sem, no entanto, especificar de imediato quais seriam os valores. E a razão é simples: nós realmente não tínhamos, naquele momento, a menor idéia de qual seria o seu nível razoável. O nosso receio era queimar um modelo que nos parecia ideal para o Brasil.

Esse foi o primeiro passo, que pode ser encarado como um dilema de credibilidade. Anunciamos, então, que nós teríamos uma inflação de um dígito, anualizada, no último trimestre do ano. Essa foi a nossa primeira tentativa de achar alguma ancorazinha, lançada com uma certa timidez. Anunciamos também, àquela altura, que teríamos uma meta para os dois anos e meio, que começaria a valer a partir de julho de 1999. A implantação do sistema seria gradual, por partes.

A primeira decisão, tomada ali, com relação à taxa de juros, teve como base filosófica, a idéia de acomodar o choque de oferta da desvalorização, mas não permitir um repasse posterior – uma inercialização, para usar o jargão brasileiro. Deixa o nível de preços subir, mas a inflação, não. A mesma base conceitual vale para salário e para as decisões que estamos tomando hoje, em um ambiente de choque do petróleo e choque de tarifas públicas.

Na minha leitura, a nossa história foi de inflação inercial com indexação e um regime monetário fraco, mas os historiadores é que vão decidir. Nunca, em suas múltiplas origens, esse tipo de fenômeno de hiperinflação se origina de um só fator. Provavelmente, uma política monetária acomodou as pressões, mas não foi oportunista, no sentido de aproveitar as quedas de inflação, de fixar, e, realmente tornar permanentes as quedas provenientes de choques positivos de oferta. Isso é uma especulação.

2.1 - O Relatório de Inflação

O Banco Central tinha, e continua a ter, um excelente Departamento Econômico, mas não tinha um departamento voltado fundamentalmente para a pesquisa. Àquela altura, o Sérgio Werlang, com a ajuda do Departamento de Pessoal, entrevistou todos os funcionários do Banco Central que têm algum curso de pós-

graduação em economia ou finanças.⁴ Encontramos vários funcionários, muitos com doutorado inclusive, trabalhando em diversas outras áreas. O Sérgio Werlang conseguiu atrair muitos desses funcionários, e, hoje, nós temos um Departamento de Pesquisa. No início, foi um pouco difícil montar isso e começar a criar a base de modelos, relatórios etc.

Na área de relatórios, hoje nós temos dois voltados exclusivamente para esse projeto. Um é o relatório trimestral de inflação. Tenho comigo a primeira minuta do próximo relatório, que sai esta semana. Está excelente. O relatório apresenta um breve resumo de um trabalho, publicado na íntegra, do Joel Bogdanski, do Alexandre Tombini e do Sérgio Werlang, sobre a implantação do regime de metas para a inflação no Brasil.⁵ Esse trabalho explicita os modelos utilizados por nós. Nossos técnicos que trabalham com econometria vivem procurando melhorar a qualidade dos dados. É uma interminável busca de mais precisão, de mais poder de explicação. O relatório de inflação é o nosso instrumento de análise mais aprofundada. Nele, são explicitadas hipóteses de trabalho para o futuro próximo, em geral para o trimestre seguinte, assim como para o médio prazo.

Agora, por exemplo, estamos avaliando o impacto do choque do petróleo e o impacto defasado da desvalorização sobre as tarifas públicas. Como vocês sabem, o sistema é indexado ao IGP (Índice Geral de Preços), que é um índice que incorpora muito da variação cambial através do IPA (Índice de Preços por Atacado). Esse ciclo ainda não terminou. Ou seja, nós vamos ter mais alguns aumentos ainda neste ano, ligados a um IGP alto, pós-desvalorização. Passamos o tempo todo procurando calcular o impacto desse tipo de choque, e incorporá-lo ao modelo.

2.2 - Atas de Reuniões do Copom

O outro relatório é a ata da reunião do Copom (Comitê de Política Monetária). Esta é, hoje, uma reunião de dois dias, o que constitui uma modificação recente. Eu fui diretor do Banco Central (Assuntos Internacionais) no início da década de 90, e posso registrar aqui a dificuldade que nós tínhamos, àquela altura, de sair dos problemas do dia-a-dia, de mergulhar nos dados para fazer uma análise prospectiva das tendências e tomar uma decisão bem embasada de política monetária.

Inclusive, eu acho importante se nós pensarmos assim, nos aspectos até institucionais, se quiser nos aspectos psicológicos, do nosso trabalho no Banco Central. Um dos objetivos desse modelo, em que se anuncia uma trajetória de dois anos e meio para a taxa de inflação, é gerar uma noção de compromisso e sair, portanto, dos dilemas do dia-a-dia da política econômica, que tendem a introduzir uma certa miopia no processo; a produzir o que nós, economistas, chamamos de inconsistência intertemporal. Um dos pontos que mais me agrada e me anima nessa sistemática de sair do dia-a-dia, e de ficar dois dias inteiros olhando os dados e conversando sobre o tema, é ter realmente condição de mergulhar nos temas da inflação. O Copom é para nós um ritual essencial.

A ata da reunião é ligeiramente editada, mas espelha muito bem a discussão havida. Cada frase é lida e relida. Até a frase que o Luiz Fernando Figueiredo usa, no dia em que ele anuncia as decisões do Copom, deixou de ser improvisada.⁶ No início,

⁴ Diretor de Política Econômica do Banco Central.

⁵ (a) "Implementing Inflation Targeting in Brazil, BCB Working Paper". Disponível no endereço: www.bcb.gov.br/ingles/public/inflationtarget.pdf. (b) Os autores são, respectivamente, consultor, chefe do Departamento de Estudos e Pesquisas e diretor de Política Econômica do Banco Central.

⁶ Diretor de Política Monetária do Banco Central.

ele improvisava, falava cinco minutos, dez minutos. Logo passou para duas frases, e agora é uma só. A ata da reunião é um instrumento que levamos a sério e espelha, de fato, a discussão da reunião. Embora resumida, é um documento muito mais aberto do que eu, no início, achava que ia ser. Temos procurado colocar tudo lá, até as dúvidas. Fica o registro e ajuda na interpretação também.

3 – MODELOS MACROECONÔMICOS E INDICADORES ECONÔMICOS

Passando agora a modelos e indicadores, gostaria de abordar uns três ou quatro subtemas. O modelo básico que estamos usando é um modelo macro simplificado, agregado, com uma equação de demanda (se quiserem, uma IS), uma curva de Phillips e uma equação para câmbio. Esta vem evoluindo ao longo do tempo: constitui uma equação de paridade com prêmio de risco. Para simulações, utiliza-se uma taxa de juros fixa ou alguma “regra de Taylor”.⁷ Temos feito isso, acompanhando os trabalhos desenvolvidos em outros países. O Sérgio Werlang, o Alexandre Tombini, o Joel Bogdanski, autores desse trabalho, e vários outros técnicos, têm viajado e procurado se entrosar com os bancos centrais de outros países. Vários estiveram aqui no ano passado, para um seminário no Banco Central sobre o tema. Para minha surpresa, o trabalho de modelagem adquiriu uma certa praticidade muito rapidamente. Não deixa de ter seus riscos, inclusive porque esse trabalho é novo e a série estatística pós-flutuação cambial é mínima.

De fato, temos uma série de obstáculos estruturais ao uso de modelos aqui no Brasil. Obviamente, não temos ilusão quanto às limitações desse tipo de avaliação, mas o modelo tem sido bastante útil e nos ajuda, no fundo, a organizar a discussão. O próximo relatório vai ter um resumo, e esse trabalho mais completo já está publicado no nosso *site*: www.bcb.gov.br.

4 – MECANISMOS DE TRANSMISSÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA

Uma das dificuldades que temos no Brasil é com o mecanismo de transmissão da política monetária, que é meio emperrado, por razões as mais variadas e que vêm de uma história recente de hiperinflação, de um mercado financeiro amarrado, de um *spread* bancário extraordinariamente alto, de um baixo grau de alavancagem etc. Por mecanismo de transmissão, refiro-me ao esquema clássico: o Banco Central aperta o botão dos juros aqui, numa ponta, um monte de coisas acontece na economia e, lá, na outra ponta, se tem algum impacto sobre demanda, sobre expectativas, o que acaba tendo impacto sobre a taxa de inflação.

Estamos procurando entender melhor o mecanismo de transmissão, para ajudar a calibrar a política monetária, mesmo sabendo que o que vamos achar não vai nos agradar, pois se trata de um mecanismo muito frágil ainda, fraco. Ao mesmo tempo, estamos procurando abrir uma série de projetos em paralelo, para melhorar esse canal de transmissão. Eu não tenho a menor dúvida de que a enorme volatilidade de taxa de juros no Brasil, nos últimos três ou quatro anos, vem, em parte, disso. Tem-se a impressão de que, no Brasil, um pequeno desvio de trajetória requer uma variação muito grande na taxa de juros. Ou seja, a elasticidade-juros do nosso equilíbrio macroeconômico é baixa. Isso é outra forma de dizer que o

⁷ Alusão a regra proposta pelo professor John Taylor, da Universidade de Stanford.

mecanismo de transmissão é fraco. Nessa área, temos procurado corrigir os principais defeitos.

Isso foi feito a partir de um trabalho conjunto, da área de pesquisa com as áreas de normas e política monetária. Esse trabalho também está publicado no nosso *site*. Embora menos interessante do ponto de vista teórico, nem por isso é menos importante para nós. Para o tema em questão, foi feita uma avaliação dos aspectos tributários, jurídicos, etc. São mais de 20 projetos ligados ao tema do *spread* bancário, que vão da reforma tributária até os depósitos compulsórios.

As causas são visíveis, e nós não temos a pretensão de ter esgotado o tema. Gostaríamos muito de conhecer, nessa área, qualquer contribuição de pesquisa. Estamos começando a fazer um trabalho de natureza jurídica. Diversas atividades estão sendo desenvolvidas nessa área, mas o fato é que nós temos um mecanismo de transmissão que ainda pode melhorar muito. Existe, porém, uma grande dificuldade em quantificar isso. No fundo, o processo é meio empírico – vai-se conduzindo a política olhando para o paciente e dosando o remédio.

4.1 - A Taxa de Juros Neutra para o Brasil e a Inércia

Isso me faz pensar em um outro tema interessante, mas também complexo, difícil, para o qual nós ainda não temos ainda uma resposta: o que é uma taxa de juros neutra para o Brasil? Como avaliar isso? O que seria uma trajetória razoável de taxa de juros em direção a alguma medida de neutralidade? É claro que a taxa que temos hoje, vamos dizer, 12% ao ano em termos reais, não é a taxa de equilíbrio de longo prazo – é alta demais para viabilizar qualquer projeto de desenvolvimento. Claro que isso não é uma análise que pode ser feita independente do que acontece na área fiscal, previdenciária etc. É óbvio que nós, ao fazer a política monetária, estamos buscando conduzir a inflação de acordo com as trajetórias das metas que nos foram dadas. E isso requer um entendimento dessa questão.

Ainda nessa área de modelos, um ponto interessante, que tem a ver com a nossa história de inflação, é o tema da persistência ou da inércia. Fizemos uma estimativa empírica do grau de inércia, procurando descobrir, nos nossos modelos, os coeficientes da inflação passada e da inflação esperada. Concluímos que era 40-60 (40% para trás e 60% para frente), o que me surpreendeu agradavelmente, pois eu achava que houvesse mais inércia no sistema.

Não creio que seja uma estimativa muito robusta. Embora preliminar, temos procurado utilizar um número um pouco mais conservador nas simulações que embasam, em parte, as nossas decisões de política monetária – estamos usando, invés de 40-60, algo como 60-40.

Que estrutura de defasagem e antecipações, *leads e lags*, a gente deve, ou pode, usar numa equação como essa? Como eu disse, temos sido um pouco conservadores nesse aspecto. Temos também procurado complementar esse trabalho de modelagem, quase estrutural, com o uso de indicadores menos estruturais e mais empíricos mesmo, técnicas de séries temporais etc. Esse trabalho promete. Nós gostaríamos de ter algo que pudesse nos ajudar, por exemplo, a incorporar aos modelos o regime de metas para a inflação e o nosso acordo com o FMI (Fundo Monetário Internacional).

4.2 - O Acordo com o FMI

A propósito, um dos momentos interessantes do ponto de vista conceitual para um economista no Governo, como eu, ocorreu quando, depois de termos introduzido o sistema de metas para a inflação, pela primeira vez, fomos renegociar o acordo com o Fundo. Aliás, eu estou absolutamente convencido de que os US\$ 8 bilhões de dólares que tivemos na janela, de março a junho, foram absolutamente cruciais para estabilizar a trajetória da inflação e permitir a queda dos juros.

Sem o acordo com o Fundo, eu tenho certeza que os custos sociais da crise teriam sido muito maiores. O acordo nos ajudou a estabilizar uma economia que, àquela altura, poderia ter ido para qualquer lado. Mas o acordo com o FMI constitui uma relação entre um credor e um devedor. Essencialmente, eles nos emprestaram dinheiro e estamos procurando usar o dinheiro da melhor maneira possível, mas o interesse deles, em última instância, é, mais adiante, receber de volta esse dinheiro. Esses programas com o Fundo são montados a partir de um arcabouço antigo, que começou com o sistema de câmbio fixo, contendo algumas garantias de que a política macroeconômica será conduzida de tal forma que haja dinheiro para devolver o empréstimo a quem o forneceu anteriormente. Tínhamos, no acordo original, a primeira ferramenta clássica (que ainda está em vigor), que é o piso para as reservas.

Esse foi um primeiro tema, que me parece ser razoável. Se eu fosse credor, certamente iria nessa direção. Um tema que não oferece também grandes potenciais de conflito, porque, para conduzir uma política monetária e cambial estável, o País precisa ter algum colchão de reservas para funcionar bem. A outra variável que o Fundo utilizava era o crédito interno – uma variável de política monetária tradicional. No regime de câmbio flutuante, a variável passa a ser uma meta monetária tradicional – na medida em que não haja variação nas reservas, qualquer variação no crédito interno tem, como contrapartida, uma variação, um para um, da base monetária. Esse sistema para nós não fazia muito sentido e, então, começamos a procurar alguma forma de incorporar as metas para a inflação ao acordo com o Fundo. Isso foi objeto de várias discussões, inclusive de um trabalho que ainda está em andamento, em que se procurava desenvolver algum conjunto de indicadores antecedentes, que pudessem servir de sinal de alerta, de sinal preventivo, para nós e para o Fundo. Optou-se por incorporar as metas trimestrais como gatilho, para uma discussão com o conselho diretor do Fundo. É o que existe hoje e que estamos ainda procurando, de alguma forma, aperfeiçoar.

Essa adaptação do sistema como está, com metas trimestrais, tem defeitos e vantagens. Mas eu creio que as vantagens superam os defeitos, porque não nos obriga a prestar atenção a um indicador (o crédito doméstico) que realmente não tem nada a ver com o que estamos procurando fazer. Ele é cheio de ruído. Quer dizer, a probabilidade de se ter um indicador recomendando mais cautela, no momento em que você não precisa de cautela, é alta, e vice-versa. Assim, os erros tipos A e B são desnecessariamente altos. Eu acho que a gente tinha que se livrar disso realmente, e o uso trimestral tem o defeito de colocar uma ênfase exagerada no curto prazo, mas se adapta razoavelmente bem ao modelo. Estamos ainda tentando explorar outras alternativas, mas sem grandes novidades até o momento.

Há, hoje, uma certa tendência em direção ao uso de metas para a inflação em vários países do mundo. Vários desses países vão ter programas com o Fundo, sendo que o nosso é o primeiro caso em que o Fundo deixou de ter metas monetárias como critério de desempenho. É, portanto, um teste, e novas idéias podem surgir ao longo do tempo.

4.3 - O Coeficiente de *Pass-Through*

Dois indicadores que parecem ter peso na visão do mercado, também observados por nós e por especialistas na área, são a taxa de câmbio, que é também parte do mecanismo de transmissão, e a taxa de juros, principalmente a inclinação da curva de juros. No campo da taxa de câmbio, é preciso entender melhor, no Brasil em particular, o chamado coeficiente de repasse, a taxa de repasse da desvalorização para a taxa de inflação, chamado na literatura internacional de coeficiente de *pass-through*. Temos, hoje, uma noção um pouco melhor desse coeficiente no Brasil, mas essa noção é muito frágil e nova, porque não temos amostra com taxa de câmbio flutuante, já que o câmbio era administrado.

O Sérgio Werlang fez um bellissimo trabalho, em parceria com o Ilan Goldfajn. Não sei se algum deles já esteve aqui, apresentando essa pesquisa.⁸ A amostra contém setenta e poucos países, mais de vinte anos de dados mensais, e as conclusões são, até certo ponto, surpreendentes. Duas conclusões mais fortes saíram desse trabalho: o coeficiente de repasse depende da taxa inicial de inflação (a nossa era próxima de zero); e, também, de algum grau de sobrevalorização da taxa de câmbio. Isso é intuitivo. Eles tem, inclusive, trabalhado em alguns modelos. Acho que o John Taylor também tem alguma coisa sobre o tema. É uma literatura que ainda não amadureceu.

Em ambos os casos, creio que o Brasil entrou no processo de flutuação cambial com uma base favorável ao não-repasse. Ou seja, a inflação era baixíssima e o câmbio, principalmente a partir da crise russa e da deterioração nas relações de troca, que começou em 98, mostrava sinais de sobrevalorização. Deu-nos alguma tranquilidade olhar assim os resultados preliminares. Outras variáveis que também entram nessa equação são: o grau de abertura da economia e o nível de atividade. Com mais tempo de câmbio flutuante no Brasil, poderemos ter uma avaliação mais precisa.

4.4 - A Curva de Juros

Outro tema é a curva de juros. Como a maioria dos bancos centrais, nós olhamos também a estrutura a termo das taxas de juros. No Brasil, no período recente, aconteceu algo que agrada muito a um banco central, que é uma inversão da curva. Tivemos isso logo no início do sistema de metas, quando os juros estavam em 45% ao ano. Entretanto, ter uma inversão da curva com juros de 45% ao ano era algo quase que esperado, caso as coisas evoluíssem favoravelmente. Como, aliás, aconteceu.

Temos sido criticados por excesso de conservadorismo, e acho que às vezes as pessoas se esquecem de olhar e ver que a taxa de juros de um ano caiu. Há seis meses estava em 25%, 27%, e hoje está em 18%. Quem vai comprar um carro ou fazer um financiamento de um ano já viu uma significativa queda nas taxas de juros. De qualquer forma, não creio que a sociedade brasileira fosse ficar muito satisfeita se achasse que tinha, no Banco Central, alguém não conservador. As pesquisas de opinião mostram, claramente, que é uma unanimidade a posição de que ninguém quer que a inflação volte.

5 – ADMINISTRAÇÃO DA DÍVIDA INTERNA

⁸ (a) *The Pass-Through from Depreciation to Inflation: A Panel Study* – Seminários DIMAC/IPEA n° 11. (b) O Ilan Goldfajn é professor do Departamento de Economia da PUC/RJ.

No tocante à administração da dívida interna, no fundo estamos olhando questões clássicas da área fiscal e monetária. Ao longo desse período e ainda hoje, sem dúvida alguma, vivemos uma fase de transição. Transição em direção a algo que nós esperamos seja uma economia com uma taxa de inflação mais baixa e mais previsível, taxa de juros real mais baixa etc. A pergunta é: como conduzir a política de administração do nosso passivo numa fase de transição como essa, e como trabalhar institucionalmente para facilitar esse processo?

Existem várias frentes de trabalho em aberto. Havia um mercado monetário bastante amarrado no início da década de 90, uma estrutura com fundos, com muitos mecanismos de direcionamento, muitos impostos e cunhas. Nosso trabalho nessa área tem procurado essencialmente desamarrar isso. A idéia é se chegar a um mercado de dívida pública líquido e transparente, que funcione como a base, o tijolinho fundamental de um mercado de renda fixa mais desenvolvido. Parte do projeto requer um gradual alongamento dos prazos, o que, por sua vez, exige outras reformas.

Por exemplo, estamos agora trabalhando com a Secretaria de Previdência Complementar – SPC, em regras ou normas para aplicação dos recursos desses fundos.⁹ Hoje, por exemplo, não se leva em conta o fato de que o passivo de um fundo de pensão é um passivo de longo prazo na avaliação da carteira do fundo. Então, o fundo pode estar encarando, como ativo de risco, um ativo de longo prazo, que, na verdade, é um ativo casado com o passivo do fundo. Vendo isso, a SPC começou a propor mudanças que nós, no Banco Central e no Conselho Monetário Nacional, achamos que são muito bem-vindas. Estamos estudando a possibilidade de introduzir algum tipo de casamento de prazos. Isso poderia gerar uma demanda por ativos de longo prazo. À medida em que surgem títulos de longo prazo da dívida interna, o setor privado vai ter um referencial, e é possível que este, então, comece a emitir papéis.

Enfim, é um trabalho que vai levar muito tempo, e nós, obviamente, vamos também ter que entregar o que estamos prometendo do lado macro, que é certamente o maior empecilho ao alongamento. Existem, porém, coisas que nós podemos fazer. O mesmo poderemos dizer do setor de seguros etc. Esse trabalho de alongamento leva a uma discussão também da questão da indexação, ou do modelo de títulos que se quer ter. Ou seja, hoje nós gostaríamos de ter uma dívida mais longa. De fato, o prazo médio já vem se alongando e, eventualmente, gostaríamos de ter uma dívida na nossa moeda com um grau de taxas, flutuantes ou indexadas, mais baixo. Mas a pergunta que se faz é: como chegar lá?

Hoje melhorou, pois a curva está invertida. Mesmo assim, se quiséssemos fixar uma taxa de juros de cinco anos, hoje ou em três anos, existiria mercado; mas provavelmente teríamos que fixar uma taxa superior a 20% e, se tivermos sucesso e atingirmos as metas para a inflação, vamos estar fixando uma taxa real de 15%, 16%, que é ainda muito alta.

Existe, então, um problema de credibilidade. Não convergimos e é por isso que ainda temos dívidas com taxas flutuantes, como são as LFTs (Letras Financeiras do Tesouro), alguma coisa indexada ao IGP e dívida indexada também ao câmbio, porque, em um ambiente de alta incerteza, em que não se tem convergência, faz sentido. Existem vários *trade-offs*. O Garcia e Bevilaqua já escreveram sobre isso, e o

⁹ Essa Secretaria pertence ao Ministério da Previdência e Assistência Social.

Ilan Goldfajn também.¹⁰ Qual é a estratégia ou uma de administração da dívida? É preciso analisar os riscos que o Tesouro Nacional corre. Trata-se, enfim, de uma questão complexa que nós avaliamos e reavaliamos permanentemente. Se alguém tiver sugestões sobre essa questão, elas serão muito bem-vindas.

5.1 - O Regime Financeiro

O penúltimo tema da minha palestra é regime financeiro. Ainda nessa busca de um mecanismo de transmissão melhor para que a política monetária funcione de forma mais eficaz, temos procurado desenvolver um mercado de dívida interna eficiente. Coisa que, aliás, temos a tradição de ter no Brasil. Nós mesmos é que acabamos tirando esse mercado do seu caminho original. Esse mercado sempre foi bastante sofisticado. Em função, entretanto, de um excesso de incerteza e também de problemas na sua regulamentação, ele encolheu um pouco com o tempo. Agora, esse mercado começa a voltar, e o volume negociado por dia mais do que dobrou nos últimos seis ou oito meses.

Mas é preciso ir além, obviamente não só por questões de transmissão, quer dizer, pensando também no desenvolvimento do País. De fato, não é razoável pensar em uma economia crescendo de forma sustentável sem um mercado financeiro de capitais que funcione bem. Então, nós temos procurado abrir duas frentes de trabalho: uma, que busca reforçar o sistema nos seus aspectos prudenciais – estamos falando agora de risco, que inclui uma série de medidas. Estas incluem, de um lado, desde novos critérios para provisionamento de crédito, novas regras de consolidação de demonstrativos financeiros, uma total revisão do sistema de pagamentos no Brasil, até mudanças na forma de atuar do Banco Central na mesa de mercado aberto e de redesconto. E, de outro lado, inclui uma desregulamentação que abrange redução nos compulsórios e redução nos direcionamentos de crédito. Enfim, melhoria em toda uma série de restrições. Incluo aqui a reforma tributária, trabalhos em andamento com o judiciário etc. São temas, em parte, já discutidos ou mencionados naquela nossa busca de um *spread* bancário menor.

6 – A CONTA DE CAPITAL DO BALANÇO DE PAGAMENTOS

Provavelmente esse seria um tema adequado para um seminário inteiro. Eu, por exemplo, fui diretor responsável por essa área (Diretoria de Assuntos Internacionais) no Banco Central, em 1991/92, e aprendi muito sobre um sistema de conta de capital controlada. Temos aqui, no Brasil, uma experiência muita rica, em termos de pessoas e conhecimentos, sobre como funciona um balanço de pagamentos controlado.

A nossa visão nessa área é a de que um regime de câmbio flutuante permite, e até requer, uma conta de capital mais solta. Na verdade, a nossa já é bastante solta, desde que se criou o mercado de câmbio flutuante (não confundir com o regime de taxa de câmbio flutuante). O nosso objetivo agora, aqui, é aprimorar essa legislação, procurando simplificar uma série de normas, unificá-las. O trabalho já está noventa por cento feito, e os últimos dez por cento estão a caminho. A filosofia é dificultar a vida daqueles que vivem escondidos: crime organizado, evasão fiscal etc., bem como

¹⁰ Professor do Departamento de Economia da PUC/RJ. O trabalho do Marcio Garcia, elaborado com Afonso S. Bevilacqua, foi apresentado no IPEA em 03/05/2000: *Debt Management in Brazil: Evaluation of the Real Plan and Challenges Ahead*. Texto nº 12, Seminários DIMAC/IPEA.

facilitar a vida dos demais. Hoje, no Brasil, pessoas físicas e empresas não têm nenhum constrangimento. É possível entrar e sair pelo câmbio flutuante, e, desde que as taxas foram unificadas, há um pouco mais de um ano, quando o Francisco Lopes era o presidente do Banco Central, tem-se uma taxa muito próxima da chamada taxa do câmbio livre, e, portanto, grande espaço de movimentação.

O nosso problema histórico, na realidade, foi de natureza fiscal. É uma consequência triste de um sistema de controle de capital em que fluxos legítimos acabavam saindo do País por formas ilegais (hoje em dia não é mais preciso fazer isso) e, assim fazendo, obviamente paravam de pagar imposto. A nossa esperança é corrigir isso – o agente tem o direito de entrar e sair, mas paga seus impostos. Esse trabalho na conta de capital é, às vezes, objeto de grandes excitações no debate. Na realidade, isso já aconteceu no Brasil. O que temos que fazer agora é racionalizar um pouco o que se tem. Ainda existe um trâmite burocrático, a meu ver desnecessário. Vamos manter a base de informação. Parece-nos importante entender o nosso balanço de pagamentos, mas sem as noções antigas de controle – esse é o último projeto.

6.1. O Arcabouço Legal do Sistema Financeiro

Tudo isso que estou discutindo aqui vem sendo feito dentro de um arcabouço legal satisfatório. Temos, no Banco Central, os instrumentos necessários para a condução da política monetária, mas faz sentido pensar em reforçar, institucionalmente, esse desenho; não como uma panacéia, não que isso vá levar a algum tipo de mágica estabilizadora. Hoje, por orientação do presidente da República e de sua equipe, iniciamos um processo de discussão sobre o arcabouço legal do sistema financeiro. Na verdade, a discussão já vem ocorrendo há muito tempo, mas existem projetos específicos sobre o tema no Congresso Nacional, que tratam de mandato para a diretoria do Banco Central, regras de quarentena, fiscalização do sistema financeiro, mercados de capitais etc.. Chegou a hora de se debater formalmente o tema. O Congresso Nacional já demonstrou grande interesse pelo mesmo, e o momento é oportuno. Dois grandes grupos de regras terão que ser discutidos, todas saindo um pouco da Lei nº 4595.¹¹

De um lado, essas são questões que a literatura convencionou chamar de independência do Banco Central – independência no sentido restrito, de autonomia para o cumprimento de metas. Por outro lado, as questões mais microeconômicas, que têm a ver com regulamentação do setor financeiro, incluindo-se aí temas como a proteção ao consumidor de produtos financeiros, a proteção do acionista minoritário, a integridade de mercado, transparência etc. Transparência, aliás, que acho ser o tema de intercessão entre o lado macro e o lado micro. Essa é uma discussão que vai levar tempo, mas que promete, no fundo, consolidar um processo que já está em andamento.

Outro tema de interesse no Banco Central tem a ver com o impacto da chamada “nova economia” na política monetária. Se vocês tiverem alguma idéia, eu agradeceria muito. Toda a discussão sobre hiato de produto, PIB potencial, curva de Phillips, é também do nosso interesse. Mais de curto prazo, é a discussão sobre nível ótimo de reserva em regime de câmbio flutuante: qual o nível certo de reserva para um país como o Brasil? US\$20 bilhões, 25 bilhões, 30 bilhões? Hoje, nós estamos em

¹¹ Essa lei, de 31/12/64, dispõe sobre a política e as instituições do sistema financeiro nacional, cria o Banco Central, o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências.

US\$ 27,5 bilhões, mais ou menos. Se alguém tiver algum arcabouço para discutir essa questão, eu gostaria muito de me engajar.

II – DEBATE

Eustáquio Reis (IPEA) - Poderíamos pensar, proximamente, em um seminário envolvendo desenvolvimentos metodológicos, como parâmetros variáveis, *switches* de regimes, taxa de desemprego natural. Enfim, uma série de coisas que constituem desenvolvimentos muito difíceis, em que a gente não pensava até muito recentemente, e que estão disponíveis agora. Gostaria realmente de agradecer a sua presença, e esperar que ela seja o começo de uma interação mais profícua entre o Banco Central e o IPEA.

Marcelo Lara Resende (IPEA) – Armínio, durante a sua apresentação você fez uma observação interessante sobre a questão do coeficiente de repasse de choques para preços e mencionou o trabalho que o Ilan Godfajn, muito breve, irá apresentar aqui, no IPEA.¹² Algo que chamou a atenção é que, na ocasião da flutuação cambial, a taxa de inflação no Brasil era baixa, o grau de sobrevalorização da taxa de câmbio era alto e o nível de aquecimento da economia era baixo. Três coisas que, provavelmente, levaram a um coeficiente de repasse baixo. Por um lado, economicamente falando, são coisas bem-vindas, também para quem está entrando em um regime de metas para a inflação. Por outro lado, politicamente falando, “para baixo todo santo ajuda”. Quer dizer, nós entramos no regime de metas para a inflação com uma taxa de juros alta e que vem caindo; o que naturalmente coincide com o interesse político do Governo em qualquer lugar do mundo. Então, estamos realmente vivendo um período maravilhoso, cujo sucesso inclusive é refletido nos comentários que freqüentemente ouvimos a respeito do regime de *inflation targeting* no Brasil. Aliás, considerado um dos mais bem sucedidos, embora esteja em vigor há pouco tempo – menos de um ano.

A minha deliberadamente provocadora pergunta é a seguinte: e quando as condições econômicas e políticas não forem tão favoráveis? Mais especificamente, e quando for necessário subir a taxa de juros – o que provavelmente deverá conflitar com o interesse político do governo –, nós estaremos preparados para sustentar o regime de metas para a inflação?

Armínio Fraga Neto - Creio que sim, mas não tenho a menor dúvida de que o regime terá que ser testado ao longo do tempo. Nossa primeira decisão foi elevar os juros e não houve nenhum constrangimento. Não recebi nenhum telefonema, nem antes, nem depois. Ninguém nunca me ligou antes de uma reunião do Copom. Isso nunca aconteceu e eu espero que nunca aconteça. Sinto, ao contrário, cada vez mais convicção, da parte de pessoas que poderiam procurar influenciar, de que temos que ter o nosso espaço. Nem sempre nós vamos tomar as decisões acertadas – isso é um pouco como o futebol. Existe espaço para a opinião no curto prazo, mas tenho certeza de que, no médio prazo, quer dizer, olhando para as metas que nos foram entregues, será possível atingir os nossos objetivos com o menor custo possível. A discussão, fora do seio do Governo, às vezes, adquire um tom um pouco voluntarista. O nosso objetivo é atingir os objetivos que nos foram dados com o menor custo possível. Ou seja, a taxa de juros, no fundo, é a taxa mínima necessária para se atingir esses objetivos. Portanto, a gente tenta trabalhar perto do limite.

¹² O trabalho citado foi apresentado no IPEA em 20/04/2000.

Um outro ponto que favoreceu esse trabalho (e eu não tenho nenhuma razão para achar que isso vai mudar) é o fato de que a formação da diretoria do Banco Central também foi totalmente isenta de quaisquer pressões. Não houve nenhuma indicação ou coisa do gênero. Eu considero um luxo ter uma diretoria como a que eu tenho, com pessoas de opinião forte, e que podem fazer o seu trabalho. Não tenho a menor dúvida de que, em algum momento, vai acontecer alguma surpresa e nós vamos ter que mudar a direção da política monetária. Não tenho nenhuma ilusão quanto a isso, e vai ser um bom teste. Acho que é assim que se consolidam esses processos, esses mecanismos institucionais, e hoje tenho muita convicção que não teremos qualquer problema.

Octávio A. F. Tourinho - Armínio, quando se estava discutindo a adoção do sistema de metas de inflação no Brasil, o Banco Central, a conselho do Banco Mundial e do FMI, fez um seminário, no Rio de Janeiro, e convidou representantes de bancos centrais de vários países que já tinham adotado o sistema, para descrever o sistema que eles tinham implantado e suas dificuldades. Um tema recorrente naquele seminário foi a questão de se decidir se era possível implantar um sistema desse em um país que não tivesse o problema fiscal equacionado. Naquela ocasião, a gente tinha receio de que, no Brasil, ainda houvesse alguma dificuldade nesse sentido, e que, portanto, havia um risco na implantação do sistema. Acho que hoje em dia essa situação já é um pouco diferente, a preocupação com o lado fiscal talvez seja um pouco menor. Como é que você está vendo isso aí? Você acha que isso é uma questão resolvida? Vamos dizer, você acha que não vai ter percalços para a condução do sistema de metas de inflação do lado fiscal?

Armínio Fraga Neto - Não, eu acho que não é uma questão resolvida. Mas ela pode, se prestarmos atenção nisso, entrar para uma espécie de um círculo virtuoso, em que se reforça o regime fiscal, de um lado, e o regime monetário, do outro. Quer dizer, no fundo não deixa de ser uma espécie de jogo dinâmico, em que os dois regimes tentam se estabelecer, e adquirir credibilidade. Na área fiscal, nós avançamos muito nos últimos quatro, cinco anos. Creio que estamos próximos de ter, no Brasil, um orçamento. Ou seja, a lei de responsabilidade fiscal e a taxa de inflação mais baixa nos dão, agora, elementos para ter um orçamento que funciona como deve funcionar em uma sociedade democrática – a única arena de discussão de alocação de recursos e não mais o que vigorava há 10, 20, 30 anos. Naquela época, tínhamos vários orçamentos, nenhum deles transparente, o que, no fundo, equivale a não ter orçamento. Ainda não chegamos lá, mas avançamos muito, e eu acho que essa lei de responsabilidade fiscal é fundamental.

Avançamos bastante também na área da previdência. O Francisco de Oliveira, aqui presente, grande especialista no tema, poderia falar muito mais do que eu, obviamente.¹³ O assunto não está resolvido, mas muito já se fez que nos dá um horizonte de tempo para trabalhar as questões remanescentes. Não que não tenhamos de ter pressa. Aliás, essa é uma convicção que não é só minha – é do Poder Executivo como um todo. Avançamos também na área, reforma administrativa também. Todo o trabalho feito com bancos estaduais, a meu ver, tem sido também fundamental. Os bancos estaduais eram mecanismos opacos de gasto público: um gasto regressivo, altamente não-transparente, não-democrático. Isso já acabou. Hoje, nós temos a privatização do Banespa a caminho, uma decisão clara do presidente da República. O ministro Pedro Malan sempre disse que o sistema em funcionamento

¹³ Francisco E. B. de Oliveira, economista do IPEA/Rio.

no Brasil constituía uma união monetária imatura, em que cada banco estadual tinha o poder de emitir e gastar. Obviamente, não era um bom sistema, e os prejuízos não deixam dúvidas quanto a isso.

Então, o que eu vejo é o início de um círculo que pode vir a se transformar em um círculo virtuoso. É fundamental demonstrar à sociedade que essa modificação é boa: não só eficiente do ponto de vista econômico, mas também democrática. É essencial para que o País possa retomar uma trajetória de desenvolvimento sustentada. Isso, contudo, ainda não está claro, embora a sociedade possa até estar começando a enxergar essa trajetória. Então, eu acho que nesse início de virada – eu diria mais um, dois ou três anos – nós temos que ter um cuidado redobrado para não sair desse círculo virtuoso que se inicia. Ele é fraco, eu disse ontem, quando tive a honra de ser patrono da FEA (Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade) na USP (Universidade de São Paulo). Esse processo é muito novo. É uma planta bem pequena em que não podemos pisar, se não ela morre. Na área fiscal, eu vejo sinais extremamente positivos. A discussão do salário mínimo, a meu ver, foi um belo exemplo: ninguém falava sobre aumento de salário mínimo sem mencionar fonte de recursos, custo fiscal. A discussão começa a adquirir tons mais racionais, e mais democráticos também.

Rógerio Studart (IE/UFRJ) - O estudo que vocês fizeram, no Banco Central, mostrou claramente que o *spread* no Brasil não pode ser justificado, nem pelo lado fiscal, nem pelo risco. Mostra que os bancos comerciais têm uma percepção de risco que é, por padrões mundiais, exorbitante. É um estudo excelente, por sinal. Foram, entretanto, bastante tímidas as medidas tomadas, como a diminuição do compulsório, a divulgação na *internet*, o aumento na distribuição de informações. Sempre me pareceu que, no Brasil, devido às características do desenvolvimento do sistema bancário, existe uma concentração do crédito muito grande sobre o sistema comercial; o que permite um racionamento muito significativo de crédito e uma posição que coloca os bancos comerciais em uma condição de ter um risco percebido muito mais elevado do que o internacionalmente concebível.

Seria conveniente adotar-se uma política de estímulo à securitização, colocação direta de títulos por parte de empresas etc. – coisa que você não pode fazer sem uma política clara de construção institucional, construção desses mercados. Mesmo pedir-se a um banco comercial para desenvolver mecanismos de securitização no Brasil é complicado, porque eles têm uma rentabilidade tão significativa fazendo o feijão com o arroz que não vão se voltar para isso.

Então, a pergunta que eu lhe faço é a seguinte: além dessas medidas, que, acho, são tímidas, de eliminação do compulsório, mesmo porque a maioria do compulsório foi colocado na compra de títulos públicos, existe alguma visão de médio prazo, no sentido de reduzir essa dependência que se tem do crédito sobre os bancos? O que vocês pretendem fazer sobre isso?

Armínio Fraga Neto - Existem claramente algumas medidas que já foram tomadas, e outras estão a caminho. Não concordo com a afirmação de que o que foi feito é tímido. Que ainda não é o suficiente, ninguém nega. Mas, se considerarmos a situação de outubro para cá, poderemos verificar que o *spread* caiu de 52% para 43%; subiu um pouco no mês passado; e, neste mês, os dados preliminares apontam para uma queda expressiva, antes, inclusive, da redução do compulsório sobre os depósitos à vista. Mas existem vários aspectos na sua discussão: primeiro, não é correto dizer que não há risco. Existe o risco sim, e ele tem origem as mais variadas – em parte, o próprio ambiente macroeconômico, taxas de juros muito altas, muita

volatilidade etc. Existem, também, aspectos de natureza jurídica que precisam ser corrigidos. E aí tomamos uma medida, ainda sob forma de medida provisória, que é a cédula de crédito bancário. Esta é fundamental sob vários aspectos, inclusive para o crédito agrícola.

Na área de crédito imobiliário, leva muito tempo para caracterizar o crédito, e isso está sendo corrigido com a alienação fiduciária, mas ainda é um sistema que não foi testado no Judiciário. Apenas agora começa a se desenvolver. Quando se caracteriza a dívida, parece ser algo trivial. Mas, na prática, não é. Leva-se ainda um bom tempo para a recuperação propriamente dita. Quer dizer, um credor leva cinco anos para receber o seu imóvel de volta. Não é à toa que se cobra muito, e que se oferece pouco dinheiro para isso. Esse exemplo vale para vários outros mercados. Não é o caso do financiamento de automóveis, em que existe uma tradição de mais eficácia, tanto que o custo é muito mais baixo: o *spread* nessa área é baixo. Então, estamos fazendo algumas coisas que vão exigir um trabalho de base jurídica. Isto não se faz da noite para o dia, mas já está sendo feito. Tomamos uma medida de peso logo no início – redução do IOF (Imposto sobre Operações Financeiras) de 6% para 2%. Também eliminamos os compulsórios.

Creio que os aspectos competitivos também têm que ser levados em conta. Defendo um sistema aberto e competitivo em grande parte por isso. Ou seja, eu, como economista, não sou um mercantilista por formação. Acredito que a política econômica tenha, em última instância, que pensar no consumidor e não no produtor. O produtor é um meio e não o fim. Essa é uma discussão que vai muito além da filosofia. Na prática, então, a abertura do sistema financeiro é, a meu ver, essencial para que se tenha realmente mais concorrência.

É discutível a afirmação de que o sistema gera lucros extraordinários. Olhando-se a história recente do sistema no Brasil, verifica-se que alguns bancos geraram lucros extraordinários, mas isso pode ser um viés do sobrevivente, famoso em estatística. Pode-se ter esse tipo de viés em sua análise – vários bancos quebraram também. Quer dizer, não é óbvio que o sistema vem, como um todo, gerando uma taxa anormal. Mesmo assim, para que as medidas que estamos tomando tenham efeito e o resultado chegue lá na ponta, faz-se necessário ter a pressão da concorrência. Assim, cada redução de compulsório só bate lá na ponta se você tiver um sistema competitivo. Se não, fica-se transferindo renda para o banqueiro.

Hoje, a nossa avaliação é que já avançamos nessa direção. Com a privatização dos bancos estaduais remanescentes, possivelmente teremos mais espaço para isso. Acho que os 21 subprojetos que estão no nosso *site* serão concluídos no período de um ano e meio. Não creio que seja possível fazer isso antes. Nosso objetivo foi, no fundo, abrir esse debate e colocar pressão em nós mesmos, como você está fazendo aqui e muito bem. Pode acompanhar que nós estamos publicando um relatório mensal sobre o assunto. Apresenta-se uma planilha com as 21 medidas, que registra o que nós estamos fazendo. Recentemente, no Conselho Monetário Nacional, aprovamos uma modificação nas regras de securitização para dar mais flexibilidade aos bancos, inclusive indo além do que é a prática em vários mercados fora do Brasil, que é a permissão de algum tipo de coobrigação, ou coisa do gênero. Isso já foi feito.

Nessa área, eu acho que o que está faltando é mais a matéria-prima, que, de certa forma, ainda depende de aperfeiçoamentos jurídicos. Ou, no mínimo, depende do desenvolvimento de jurisprudência com relação a certos instrumentos. Enfim, trata-se de um tema complexo. Não tenho a menor dúvida, porém, de que, agora, com o projeto aberto como ele está – não vou dizer que esteja completo, pois sempre poderemos acrescentar itens a essa lista – é uma questão de tempo. Acho que até o fim do Governo Fernando Henrique Cardoso poderemos avançar em vários

desses temas, por mais complexos que sejam. O importante é que eles sejam entendidos corretamente, coisa que nem sempre acontece. É preciso que se entenda que, hoje, o regime não está funcionando, que é o que você está dizendo, porque freqüentemente escuto dizer que se vai desproteger o devedor. Ora, o sujeito pegou o dinheiro e o sistema hoje não está funcionando, pois ele está pegando um dinheiro caríssimo, quando tem.

Rogério Studart (IE/UFRJ) - Fiquei curioso com uma observação que você fez sobre o lucro dos bancos. Conheço uns três ou quatro estudos, segundo os quais o lucro dos bancos, em termos de série histórica – estou falando de agregados, e não de bancos individuais – é anormal, em termos do sistema financeiro internacional, mesmo em países em desenvolvimento.

Arminio Fraga Neto - É mais uma razão para abrir.

Rogério Studart (IE/UFRJ) - Eu concordo, mas quero fazer-lhe só uma observação em relação a “abrir”. Eu concordaria em “abrir”, sou favorável a que haja uma maior competição. Mas não existe, até hoje, nenhum estudo no Brasil que comprove que os bancos comerciais estrangeiros estão adotando estratégias que sejam minimamente compatíveis com as suas matrizes, e que sejam muito distintas das dos bancos comerciais brasileiros. Quer dizer, na verdade, os bancos estrangeiros estão adotando práticas que são mais parecidas com as dos bancos brasileiros do que qualquer outra coisa.

Arminio Fraga Neto - É cedo para dizer.

Rogério Studart (IE/UFRJ) - Eu considero que é cedo para dizer, mas é cedo também para afirmar o contrário.

Arminio Fraga Neto - Não, não e. É uma evidência *a priori*, é a lógica econômica; quer dizer, até prova em contrário, ela funciona. Agora, se se quiser avaliar a *performance* dos bancos, não existe estatística para dizer nem uma coisa nem outra. O que se tem é a evidência de que o *spread* bancário está caindo, e muito. Caiu de 52% para 43% em seis meses. Você pode não achar que é o suficiente, mas caiu. Nunca ninguém fez nada sobre o tema até nós anunciarmos esse projeto. Acho que a lista está razoavelmente bem feita, ela não tem pretensão de ser exaustiva. Eu acho que você está sendo correto em apontar que nem tudo está resolvido. Ninguém tem essa pretensão. Não tenha dúvida, porém, de que a redução do *spread* vai ser feita na maior velocidade possível. Mas você há de concordar, já se conseguiu uma diminuição de 15% no *spread* original. Como já se havia eliminado 20%, seria 15 sobre 80. É muito para os créditos, inclusive de maior risco. É mais, porque o efeito perverso é multiplicativo. Além disso, a Reforma Tributária, que é um elemento importante no processo, está tramitando no Congresso Nacional. E eu acho que vai acontecer.

A questão da securitização depende de uma série de outras coisas. Aliás, foi criado um grupo de mercado de capitais que tem como objetivo exatamente examinar esses aspectos. De fato, não existe ainda no Brasil uma base institucional, o que poderia ser atribuído à hiperinflação, à incerteza. Acho que isso é fugir da questão, mas o grupo de mercado de capitais, que reúne as autoridades regulatórias de cada subsetor, tem exatamente esse projeto.

A Comissão de Valores Mobiliários tem dois projetos lindos de reforma das leis das S.A., que, acho, são absolutamente fundamentais, e, creio, vão tramitar rapidamente pelo Congresso Nacional. Um, sobre transparência, tratando de demonstrativos financeiros, que ajuda tanto na renda fixa quanto na renda variável; e, outro, sobre proteção ao acionista minoritário, acho que sai este ano. Considero esse também um item da maior importância. Acho que, no final, quando a gente espremer o que dá para fazer nessas áreas que mencionei (são coisas que vão levar alguns meses, e não anos), vai sobrar um problema de natureza jurídica. Um problema que tem a ver com algumas leis que podem ser modificadas e com a prática, a jurisprudência, que é dada à aplicação dessas leis.

No fundo, olhando-se os estudos mais recentes que são feitos comparando sistemas internacionais de crédito e de financiamento da produção, em geral, depara-se com a questão da origem do sistema jurídico. Não sei se você já leu alguma coisa sobre o tema, existem uns trabalhos interessantes sobre isso, o que não deixa de constituir um certo desafio para nós também. O nosso é um sistema de origem romana, ao invés de um regime anglo-saxão. São vários temas, e se você tiver alguma sugestão, será muito bem-vinda.

Para sustentar a trajetória atual, em que vejo uma economia que vai começar a crescer e com a inflação em queda, nós dependemos essencialmente de nós mesmos, e aí o assunto volta ou fica inteiramente nas mãos do presidente da República e da sua equipe. Não detecto neles nenhuma atitude diferente da de fazer aquilo que é melhor para o País, a médio e longo prazo. Não sinto assim, em ninguém da minha convivência, uma necessidade de um resultado rápido, de uma gratificação instantânea. É claro que o País é carente e as demandas existem. E, quando a situação melhora, a turma perde a timidez e vai brigar por recursos. Mas, no momento, dá para administrar isso. Então, o que que eu vejo, quer dizer, se nós formos capazes de realmente enfrentar esse tipo de pressão – e estou otimista com relação a isso –, nós vamos poder criar um clima melhor. A nossa idéia é a de pelo menos reforçar o processo, dizer que as coisas estão dando certo, que vamos nos esforçar para que elas melhorem ainda mais. Pode ser um pouco ingênuo, mas eu não vejo alternativa melhor no momento.

Régis Bonelli (IPEA) - A maior parte dos comentários e perguntas feitas aqui se referiram ao futuro, à incerteza do momento presente e dúvidas quanto à eficácia ou não da política monetária. Eu queria, porém, fazer uma pergunta ligada ao passado: nesse último ano, em que você está a frente do Banco Central, na sua opinião, qual teria sido o principal risco que a gente correu quando você e sua equipe assumiram a coordenação da política monetária e cambial. O que poderia ter acontecido de pior naquele momento, segundo a sua avaliação de hoje? E, segundo, qual foi a medida mais bem sucedida nesse último ano?

Armínio Fraga Neto - Na área dos riscos, eu acho que essa discussão sobre mecanismo de transmissão parece meio esotérica, mas, naquele momento, nós tínhamos sérias dúvidas se aquilo ia pegar. Porque você está correndo em um ambiente altamente instável. Se a inflação se acelera, aquilo que nós fizemos poderia não ter sido nada, embora parecesse absurdo – passar de 39% para 45%. E, se não fosse suficiente, poder-se-ia entrar numa trajetória meio de hiperinflação. Se nós não tivéssemos tido algum apoio financeiro internacional, teria sido complicado também, àquela época, administrar esse processo. O risco era esse: aterrizar em uma taxa de inflação muito mais alta do que essa que nós temos hoje: 30% em vez de 8,94% ao

ano. Por exemplo, o México aterrizou em 50%. Para mim, esse era, de longe, o maior risco.

Márcio G. P. Garcia (PUC-RJ) - Você enumerou diversos projetos que o Banco Central está levando em frente e, quando se tem diversos projetos sendo conduzidos concomitantemente, uma preocupação central é a coordenação entre eles. Vou pegar um caso específico, ocorrido recentemente, que me parece ilustrar isso. Você está sendo muito criticado, junto com todo o Banco Central, por não ter baixado os juros, pela falta de uma medida expansionista de política monetária. No entanto, há duas semanas, vocês reduziram o compulsório em 10% para depósitos à vista. Medida essa, que deve injetar R\$ 3 bilhões no sistema, causando possivelmente uma expansão, tanto no volume de crédito quanto uma baixa na taxa de juros. Quando a gente ensina instrumentos de política monetária, trata de redesconto, intervenção no *open market* e compulsório. Quer dizer, você não fez uma coisa, fez outra, e isso passou em branco, ninguém falou sobre isso. Pode-se analisar sob vários aspectos essa combinação entre políticas expansionistas, que seriam uma possível queda nos juros, que não ocorreu, e uma queda no compulsório, que ocorreu.

Do ponto de vista fiscal, claramente vocês adotaram uma política que é mais custosa, pois não baixaram os juros – o que teria impacto sobre cerca de 60% da dívida pública – e liberaram o compulsório, que é custo zero e que, teoricamente, será substituído por um título que vai pagar alguma coisa. Além de ter, possivelmente, o impacto de aumentar o rendimento dos títulos do Tesouro Nacional. Sobre estritamente o aspecto fiscal, isso é ruim. No entanto, obviamente há vários outros aspectos que vocês devem ter levado em consideração para fazer isso. Eu queria ouvir um pouco mais sobre isso. É esse o tema mais central da coordenação das diversas políticas.

Armínio Fraga Neto - No que diz respeito ao compulsório, nós já vínhamos procurando, há tempos, um momento oportuno, justamente para não dar um sinal equivocado. Conduzimos, isso é mais ou menos óbvio, uma política monetária olhando para frente e não para trás, procurando avaliar a administração de um período que, já se sabia de antemão, ia ser difícil. Seria este período que começa agora – o segundo e terceiro trimestres deste ano. Talvez, em parte, o bom resultado que nós tivemos agora, no tocante à inflação, se tenha devido a uma política monetária atenta um pouco lá atrás. É difícil esse exercício: você tentar olhar para frente. Esse problema não está resolvido ainda – administração de choques de oferta, como petróleo e outras tarifas – e não sabíamos como seria, enfim, o salário mínimo.

No fundo, a calibragem do compulsório foi possível graças a uma visão de que a coisa começa a melhorar, a inversão da curva de juros, o balanço de pagamentos – todos os indicadores tradicionais. Fizemos uma estimativa muito tosca do impacto equivalente em termos de redução de juros. Não sei se você já fez essa conta, dá para fazer. É uma redução modesta, digamos 0,2%. O que você está dizendo é correto. Quer dizer, a nossa decisão lá atrás equivaleu a uma pequena redução de juros de 0,15 ponto percentual. Não sei, de fato o número depende de uma série de hipóteses. Ou de quão rápido você recicla sua carteira de crédito. Foi a visão de que a macroeconomia permitia. Daqui para frente, a nossa idéia é continuar reduzindo o compulsório gradualmente, na medida do possível. Claramente, no ano passado, privilegiámos a redução de juros – saímos de 45% para 19%. Já o compulsório não caiu tanto. Creio que essa equação provavelmente continua valendo, só que agora as dimensões são mais razoáveis. Ou seja, não se está mais lidando com juros de emergência, mas, sim, com algo intermediário entre uma situação de emergência e uma situação mais normal.

As outras medidas que tomamos na área de crédito têm impacto idêntico. Creio que esse início de crescimento do crédito que se começa a ver hoje é tímido, ainda vem do lado da oferta. Não há, ainda, grandes demandas. De fato, os sinais da economia são muito positivos nesse momento, sem, contudo, nenhuma euforia. Nós gostaríamos de ver qual é o impacto equivalente da redução. Está-se partindo de uma situação distorcida, não diferente da análise clássica de reforma de política comercial. Este é um tema também muito interessante, da fronteira das finanças públicas com o comércio internacional. A única coisa que se pode falar com muita convicção é que é bom reduzir todas as distorções proporcionalmente. Qualquer coisa diferente disso, não se sabe muito bem se representa uma melhoria social. A gente procura agir um pouco assim. A justificativa teórica é essa: vou procurar reduzir todas as distorções em paralelo até onde puder, embora nem sempre consiga.

(participante não identificado)¹⁴ - Saindo um pouco do lado de presidente do Banco Central e passando um pouco mais para o lado de economista, como é que o senhor vê a formação de expectativas por parte dos agentes do mercado no novo contexto de câmbio flexível, em comparação com o câmbio fixo?

Arminio Fraga Neto - No momento, surpreendentemente bem. A melhor informação que temos é a pesquisa de opinião, feita semanalmente com várias instituições (inclusive com o IPEA), sobre expectativas de inflação e outras variáveis econômicas. Não esperávamos uma convergência muito rápida depois da implantação do sistema de metas para a inflação, mas isso ocorreu, bem ou mal. Não sei se isso espelha um certo comportamento de rebanho, que é típico dos economistas que lidam com previsões. O fato é que houve alguma convergência. Era uma preocupação nossa criar algum mecanismo de âncora para expectativas. Em tese, as metas para a inflação ajudam, desde que haja credibilidade. Por enquanto, a coisa está indo bem.

Roberto Borges Martins (IPEA) – Queria agradecer muito a sua presença. Você mencionou que é um luxo você ter a diretoria que tem no Banco Central. Eu queria dizer que, na minha opinião, é um luxo também termos o ministro da Fazenda que nós temos – que é do IPEA –, e esse presidente do Banco Central, que não é do IPEA, mas também ninguém é perfeito; entretanto, um presidente que se dispõe a vir aqui debater com essa franqueza, com essa transparência, com essa amizade e com essa simplicidade. Muito obrigado, ficamos muito gratos com sua presença aqui hoje. Pode ter certeza de que nós vamos desenvolver os pontos da agenda de pesquisa que você sugeriu. Além disso, queremos realmente intensificar o nosso relacionamento com a sua área de pesquisa no Banco Central. Muito obrigado.

¹⁴ Favor entrar em contato com a coordenação de seminários da Diretoria de Macroeconomia do IPEA, tendo em vista as possíveis reedições deste documento.

SEMINÁRIOS DIMAC¹⁵

Nº 1 (23 de fevereiro) - *Política Fiscal dos Estados Brasileiros*, Fernando Andrés Blanco Cossio, Rio de Janeiro, 24 p.

Nº 2 (01 de março) - *Um Cenário para a Economia Brasileira: 2000 2006*, Fabio Giambiagi, Rio de Janeiro, 38 p.

Nº 3 (15 de março) - *A Small Quarterly Macroeconometric Model for the Brazilian Economy: an Interim Report*, Mamoru Obayashi, Rio de Janeiro, 19 p.

Nº 4 (17 de março) - *Switching the Japanese Social System from Pay as You Go to Actuarially Fair: A Simulation Analysis*, Noriyoshi Oguchi e Tatsuo Hatta, Rio de Janeiro, 18 p.

Nº 5 (22 de março) - *Medidas da Tendência (Núcleo) da Inflação*, Ajax Reynaldo Bello Moreira, Rio de Janeiro, 7 p.

Nº 6 (27 de março) - *Regimes Cambiais e Monetários* (transcrição da palestra; Apresentação de Marcelo Lara Resende), Arminio Fraga Neto, Rio de Janeiro, 20 p.

Nº 7 (29 de março) - *MAPS. Uma Versão Amigável do Modelo Demográfico-Atuarial de Projeções e Simulações de Reformas Previdenciárias IPEA/IBGE*, Kaizô Iwakami Beltrão, Francisco Eduardo Barreto de Oliveira, Mirian Carvalho de Souza, João Luis de Oliveira Mendonça e Luiz Paulo Costa da Silva Gomes, Rio de Janeiro, 54 p.

Nº 8 (05 de abril) - *Reformas Económicas e Inversión: América Latina en los Noventa*, Ricardo Alberto Bielschowsky, Rio de Janeiro, 23 p.

Nº 9 (12 de abril) - *A Cunha Fiscal sobre o Spread Bancário no Brasil*, Renato Fragelli Cardoso, Rio de Janeiro, 30 p.

Nº 10 (19 de abril) - *A Distribuição Mundial da Renda nos Anos 90: O Que Vem Acontecendo no Auge da Globalização?* Regis Bonelli, Rio de Janeiro, 24 p.

Nº 11 (26 de abril) - *The Pass-through from Depreciation to Inflation: A Panel Study*, Ilan Goldfajn e Sérgio R. C. Werlang, Rio de Janeiro, 42 p.

Nº 12 (03 de maio) - *Debt Management in Brazil: Evaluation of the Real Plan and Challenges Ahead*, Afonso S. Bevilacqua e Márcio G. P. Garcia, Rio de Janeiro, 34 p.

Nº 13 (15 de maio) - *The Real Plan and the Exchange Rate*, Gustavo Henrique de Barroso Franco, Rio de Janeiro, 96 p.

Nº 14 (24 de maio) - *Elections and Exchange Rate Policy Cycles*, Marco Antonio Cesar Bonomo e Maria Cristina Trindade Terra, Rio de Janeiro, 19 p.

¹⁵ Os textos poderão ser solicitados, via e-mail, a Daniella Cortez (cortez@ipea.gov.br). Se disponíveis, serão encaminhados desde que, na ocasião, o interessado informe também o nome, a instituição e o endereço completo (inclusive e-mail e telefone).

Nº 15 (31 de maio) - *Ciclos Reais para a Indústria Brasileira?* Fabio Kanczuk e Francisco Carlos Pessoa Faria, Rio de Janeiro, 13 p.

Nº 16 (07 de junho) - *Um Modelo Macroeconômico Trimestral para o Brasil: Possibilidades, Limitações e Resultados Preliminares*, Marco Antônio Freitas de Hollanda Cavalcanti, Rio de Janeiro, 16 p.

Nº 17 (14 de junho) - *A Disciplina Constitucional do Sistema Financeiro Nacional e o Banco Central do Brasil*, Jairo Sampaio Saddi, Rio de Janeiro, 22 p.

Nº 18 (21 de junho) - *Monopoly Power. Trade Protection and Growth. Cross Industry Evidence*, Pedro Cavalcanti Gomes Ferreira, Rio de Janeiro, 22 p.

Nº 19 (28 de junho) - *Full Dollarization. the Case of Panama*, Ilan Goldfajn e Gino Olivares, Rio de Janeiro, 46 p

Nº 20 - (05 de julho) - *Ganhos de Produtividade na Economia Brasileira na Década de 90: um Retrato de Corpo Inteiro (Versão Preliminar)*, Regis Bonelli, Rio de Janeiro, 18 p.

Nº 21 (12 de julho) - *Business Cycle Fluctuations in Brazil*, Roberto Ellery Jr., Victor Gomes e Adolfo Sachsida, Rio de Janeiro, 36 p

Nº 22 (19 de julho) - *Welfare Characterization of Monetary-Applied Models and Three Implications*, Samuel de Abreu Pessoa, Rio de Janeiro, 34 p

Nº 23 (26 de julho) - *The International Financial System: A New Architecture?*, Marcílio Marques Moreira, Rio de Janeiro, 11 p.

Nº 24 (02 de agosto) - *Currency Realignment Crisis*, Eduardo Loyo, Rio de Janeiro, 19 p.

Nº 25 (09 de agosto) - *Política Monetária e Supervisão do Sistema Financeiro Nacional no Banco Central*, Eduardo Lundberg, Rio de Janeiro, 23 p.

