

## Regulador Henrique Meirelles diz ver excesso de euforia também na bolsa, mas não necessariamente uma bolha

# “Há entusiasmo incontrolado no câmbio”

Sergio Lamucca e  
Cristiano Romero  
De Londres

O ritmo de crescimento da economia brasileira exibido no segundo e no terceiro trimestres, na casa de 8% em termos anualizados, é “insustentável”, devendo arrefecer no próximo ano, avalia o presidente do Banco Central (BC), Henrique Meirelles. Segundo ele, as previsões do mercado apontam para uma expansão entre 4,5% e 5% em 2010, o que sugere estabilização da taxa anualizada num número menor que os 7,8% observados no segundo trimestre e os cerca de 8% esperados para o terceiro.

“É normal que esse processo se estabilize num ritmo menor e mais sustentável”, disse Meirelles em entrevista exclusiva ao **Valor** na sexta-feira. No fim de semana, ele participou da reunião do G-20 financeiro, em Edimburgo, na Escócia.

O presidente do BC ressaltou a importância da recuperação do investimento, que deve fechar 2009 com retração superior a dois dígitos. “Não há dúvida de que é muito importante a retomada dos investimentos, que os empresários se antecipem à demanda futura, não esperando que o uso da capacidade atinja o limite”, afirmou ele.

O presidente do BC acredita, no entanto, que os investimentos serão feitos. Ele observou, mencionando previsão do BNDES, que a formação bruta de capital fixo (medida do que se investe na construção civil e em máquinas e equipamentos) deve avançar com força em 2010, ajudando a impulsionar o PIB.

Meirelles foi cauteloso ao falar da formação de bolhas de ativos no Brasil e no exterior. Disse que existe, no mercado brasileiro, “excesso de euforia” na bolsa e no mercado de câmbio. Ele não crê, porém, que esteja se formando uma bolha especulativa no segmento de commodities e acha que uma perturbação dos mercados, lá forá, dependerá principalmente da ação do Federal Reserve (o BC dos Estados Unidos) nos próximos meses e da implementação, ou não, das medidas prudenciais que estão sendo recomendadas pelo G-20 após a recente crise mundial.

**Valor:** Robert Shiller (autor do livro “Exuberância Irracional”) diz que há uma nova bolha no mundo, o eco da bolha anterior. Como o sr. avalia esse fenômeno?

**Henrique Meirelles:** O Federal Reserve, numa escala maior, e alguns outros bancos centrais, em escala menor, estão em meio a uma política expansionista, visando combater a crise. Essa política tem um componente quantitativo — a compra de títulos, a compra de crédito etc — que aumenta o tamanho do balanço do Fed e dos outros BCs, e também uma taxa básica em algumas situações muito próxima de zero. Dentro de um processo de alta liquidez, é esperado que aconteça alguma distorção na formação de preços de ativos. Isso pode levar à supervalorização de alguns ativos. A questão é saber se o Fed e os outros BCs, mas principalmente o Fed, vão começar a fazer um processo de saída dessas medidas a tempo de não permitir o prosseguimento da sobrevalorização de ativos, o que, afim, poderia ter consequências para a economia.

**Valor:** Que tipo de bolha temos neste momento?

**Meirelles:** Há três tipos de bolhas, com componentes concomitantes e similares, mas com algumas características diferentes. A primeira, e que é a mais perigosa e que causa mais prejuízos, é a bolha de crédito. Um exemplo clássico disso foi a bolha no mercado imobiliário e do mercado de crédito nos Estados Unidos. Toda a sociedade americana estava superalavancada. O segundo tipo são as bolhas que surgem e são corrigidas a tem-



O presidente do Banco Central, Henrique Meirelles, afirma que o crescimento de 8% do PIB é insustentável e deve se estabilizar em patamar mais baixo

po. Isto é, se o processo que conduziu à bolha, como uma expansão monetária, é corrigido a tempo, há um processo de correção. Os prejuízos ficam para os investidores.

**Valor:** É uma bolha de ativos?

**Meirelles:** Ambas são bolhas de ativos, mas uma não é relacionada a uma bolha de crédito e não tem uma duração muito prolongada. O terceiro tipo de bolha é um intermediário. Não é uma bolha de crédito, mas é resultado de uma expansão monetária um pouco maior do que seria desejável. Esta causa um pouco mais de prejuízo, apesar de não ser tão grave como a bolha de crédito. No presente momento, há um risco, porque não se sabe até que ponto as novas regras prudenciais, em desenvolvimento pelo Conselho de Estabilidade Financeira por recomendação do G-20, para serem implementadas pelo Comitê da Basileia, serão aplicadas por todos os países relevantes a tempo, principalmente pelos EUA, e até que ponto isso poderia prevenir uma bolha de crédito, a mais grave. Existe esse risco, mas não quer dizer que vá acontecer.

**Temos alertado sobre sinais de possíveis componentes de euforia, como um certo comportamento de manada”**

**Valor:** Onde está o risco?

**Meirelles:** A situação dos EUA é um pouco mais complicada porque eles têm mais de um regulador e mais de um supervisor. Não é apenas dizer que o Fed tem que fazer isso ou aquilo. As bolhas que não são as de crédito vão depender do quanto o Fed vai retirar seus mecanismos de estímulo. Acredito que os alertas dos BCs são úteis. Não apenas as autoridades monetárias e prudenciais dos diversos países devem saber dos riscos, mas também e principalmente os investidores. São eles que conduzem à formação de bolhas.

**Valor:** Shiller diz que há uma bolha no mercado de commodities. Além disso, a bolsa brasileira teve valorização em dólar superior a 130% este ano. Que riscos o Brasil corre?

**Meirelles:** Bolhas de crédito no Brasil não existiram e não serão permitidas por este Banco

Central, 95% da regulamentação que será proposta pela Basileia já está aplicada e implementada no Brasil. Essa primeira incerteza quanto à implementação de novas regras prudenciais não existe no Brasil. O que vir a faltar será implementado imediatamente. Em relação às commodities, uma das coisas mais difíceis da análise econômica é definir quando existe ou não uma bolha. Este foi o grande problema dos últimos anos. É por isso que a regra prudencial é importante no caso do crédito, porque você define claramente normas para prevenir a bolha, e no crédito você tem critérios mais quantitativos.

**Valor:** Por que no caso das commodities é mais difícil enxergar uma bolha?

**Meirelles:** Definir o preço adequado para commodities, num mundo em transformação como este, com a incorporação da massa de consumidores asiáticos no mercado e com a alta demanda, é difícil. Não dá para saber se os preços já estão acima de um nível mais sustentável ou não. Antes da crise, o petróleo chegou a atingir quase o dobro do preço atual. É difícil afirmar o quanto disso é resultado de movimento especulativo e o quanto é simplesmente um aumento da demanda. O Fed está afirmado que não vai permitir um surto inflacionário nos EUA. Mas, como existe incerteza, alguns investidores estão procurando diversificar suas aplicações. Isso significa euro, commodities, outras formas de ativos, moedas de economias sólidas. Uma parte disso de fato está ocorrendo, mas é difícil e um pouco prematuro dizer que existe uma bolha de commodities. A bolha você só conhece se e quando ela estoura.

**Valor:** Uma alta das bolsas muito forte, e não apenas no Brasil, num intervalo tão pequeno, não caracteriza de algum modo uma bolha?

**Meirelles:** Pode caracterizar ou não. É normal que tenhamos em momentos de saída de crise movimentos de valorização muito acentuados. Nós tivemos isso na década de 30 e em outras saídas de crise. Muitas vezes, isso é prematuro. O mercado, tentando antecipar uma recuperação, move-se um pouco antes da hora e às vezes há movimentos de correção. O mercado internacional está tentando se situar a esse respeito e isso explica a volatilidade. O que temos alertado, e diversos bancos centrais estão fazendo isso, bem como outras autoridades econômicas brasileiras, é sobre

sinais de possíveis componentes de euforia.

**Valor:** Por exemplo?

**Meirelles:** Movimentos de investidores que caracterizam pouca análise, um certo comportamento de manada. O alerta contra a euforia é importante, contra aquilo que se chamou no passado de “exuberância irracional”, para que se evite que se chegue na bolha. Mas isso não quer dizer que já esteja num patamar de bolha.

**Valor:** O excesso de euforia no Brasil está restrito ao mercado acionário?

**Meirelles:** Está ocorrendo um pouco também no mercado de câmbio. Quando converso com investidores do mundo todo, comigo a ver um clima de entusiasmo incontrolado.

**Valor:** O senhor viu isso no seminário Financial Times/Valor?

**Meirelles:** Não vi no seminário nenhum sinal de exuberância irracional. As manifestações me pareceram muito sólidas. Principalmente porque foram feitas por investidores de longo prazo no Brasil. São empresas que estão no país há décadas e estão dizendo que acreditam no seu futuro. Isto é extremamente saudável.

**Valor:** Mas o que preocupa, então?

**Meirelles:** Os movimentos que possam levar a distorções de preços, gerar correção. É um alerta que o BC fez há vários meses e que outros bancos centrais estão fazendo. Uma preocupação global.

**Valor:** Depois das crises, os BCs passaram a olhar não apenas os índices de preços, mas também a inflação de ativos. O BC brasileiro também está fazendo isso?

**Meirelles:** Estamos falando de diversos tipos de ativos. Uns são ativos cujo componente preço é diretamente relacionado a um crédito concedido para comprar esses ativos. Nesse caso, há muita confusão quando se fala, por exemplo, da crise japonesa dos anos 80 e 90.

**Valor:** Por que?

**Meirelles:** Um dos grandes impulsos do mercado acionário japonês foi a compra de ações pelos bancos, financiada por depósitos, como aconteceu nos EUA na década de 20. Apesar de ter ocorrido no mercado de ações, aquela bolha foi muito impulsuada pelo crédito, o que é diferente de simplesmente o investidor, com dinheiro real, apostar o seu capital. Isso é diferente de o banco comprar ação ou financiar diretamente o especulador.

**Valor:** Essa dinâmica se repetiu nos EUA na recente crise?

entrou vendendo reservas e dólares no mercado futuro. Neste ano, configurou-se em alguns momentos um problema de liquidez por excesso de entrada de recursos. Houve um dia em que o BC comprou bilhões de dólares, o que significa que o BC também interveio naquele momento para evitar uma distorção na formação de preço. Isto se conjuga com a política do BC de tirar partido dessa mudança de liquidez em dólares, que tem prevalecido na economia brasileira nos últimos anos, para acumular reservas e reforçar a capacidade de resistência do país a crises.

**Valor:** É justificável continuar acumulando reservas?

**Meirelles:** Sim. A crise mostrou que mais reservas é melhor do que menos. Num quadro de excesso de liquidez em dólar, no momento em que o Fed fizer a saída do processo (de estímulo monetário), teremos talvez uma certa reversão, e aí será muito importante termos reservas para evitar crises de liquidez. Então, é altamente conveniente acumular reservas.

**Valor:** O Brasil cresceu 7,8% no segundo trimestre e, agora, há analistas prevendo alta anualizada de mais de 8% no terceiro. Esse crescimento é sustentável?

**Meirelles:** Estamos falando de duas previsões. Da previsão de crescimento, a taxas anualizadas, do terceiro trimestre, e das previsões de crescimento para 2010. Se olharmos as duas, com o mercado prevendo algo entre 4,5% e 5% para o ano que vem e essa previsão de 8% para o terceiro trimestre, então, não é sustentável. As previsões estão dizendo que não. Essa taxa anualizada deve se estabilizar num número menor, 4,5% a 5% é diferente de 8%, o que é normal na medida em que o Brasil saiu da crise rapidamente e entrou em processo de recuperação. É normal que esse processo se estabilize num ritmo menor e mais sustentável.

**Valor:** Apesar desse crescimento, os investimentos não estão voltando aos níveis pré-crise. Não estão atrasados?

**Meirelles:** Não há dúvida de que é muito importante a retomada dos investimentos, que os empresários se antecipem à demanda futura, não esperando que o uso da capacidade atinja o limite. Os investimentos estão sendo retirados das gavetas. A previsão do BNDES é que a Formação Bruta de Capital Fixo do ano que vem deve crescer muito e ser, inclusive, um dos impulsos ao crescimento. É um alerta válido aos empresários: “corram e não fiquem atrasados”.

**Valor:** Os empresários não estavam ressabiados, preocupados com a possibilidade de uma nova recessão mundial?

**Meirelles:** Não acredito. Os índices de confiança empresarial da FGV mostraram recordes históricos, inclusive, com algo muito importante que é o fato de o índice de confiança estar acima da média histórica em todos os setores. Isso é que determina investimento. Apesar de existir uma preocupação com o cenário externo, a dúvida está muito mais relacionada a quem é dependente de exportação. As indústrias que podem direcionar a produção para o mercado doméstico estão mais otimistas.

**Valor:** O aquecimento do mercado de trabalho tem sido um impulso mais forte do que a ocupação de capacidade ociosa na indústria?

**Meirelles:** Vamos aguardar porque são vários fenômenos. Um deles é que a empregabilidade aumentou numa parte do setor industrial, mas não atingiu ainda o mesmo nível em que estava no ano passado. Uma boa parte dessa redução do desemprego se deu na construção civil, que tem nível salarial médio menor. E o crescimento desse setor tende a se estabilizar conforme o índice de construção entre no ritmo do estímulo. Estamos num momento de avaliação.

**Quando o Fed recuar no estímulo monetário, será importante ter reservas para evitar crises de liquidez”**

**Valor:** O senhor disse que a apreciação do câmbio tem um componente de euforia. Deve-se tentar conter esse movimento?

**Meirelles:** O sobrepreço ou o movimento especulativo, qualquer que seja ele, leva a uma correção. Cedo ou tarde. No caso do câmbio no Brasil, isso vai ficar claro ao longo do tempo através dos números de conta corrente, investimento estrangeiro direto. Quando a economia estiver em pleno processo de consolidação de uma recuperação já ocorrida, caso tenha havido sobrepreço, como muitos analistas dizem que há, então, teremos um processo de correção.

**Valor:** O que o BC pretende fazer?

**Meirelles:** O que o BC faz é intervenções, visando evitar distorções na formação de preços.

**Valor:** Por exemplo?

**Meirelles:** Excesso ou falta monetária de liquidez pode gerar distorções de preços importantes. Um exemplo ocorreu no fim do ano passado. Por razões diversas, principalmente nos mercados futuros, por causa do problema dos derivativos, faltou liquidez e isso levou a uma sobrevalorização do real. Claramente, houve uma distorção grande na formação de preço, então, o BC